



Inter-American Development Bank
Banco Interamericano de Desarrollo
Latin American Research Network
Red de Centros de Investigación
Research Network Working paper #R-414

Un Estudio Sobre la Autonomía Administrativa del Banco Central de Venezuela

Por

Armando Barrios Ross*
Abelardo Daza*

***Centro de Políticas Públicas-IESA**

Septiembre 2000

**Cataloging-in-Publication data provided by the
Inter-American Development Bank
Felipe Herrera Library**

Barrios, Armando.

Un estudio sobre la autonomía administrativa del Banco Central de Venezuela / por Armando Barrios Ross, Abelardo Daza.

p. cm. (Research Network working paper ; R-414)
Includes bibliographical references.

1. Banks and banking, Central--Venezuela.
 2. Banks and banking, Central--Venezuela--State supervision.
 3. Banco Central de Venezuela. I. Daza, Abelardo.
- II. Inter-American Development Bank. Research Dept. III. Title. IV. Series.

332.11 B362--dc21

82000

Banco Interamericano de Desarrollo
1300 New York Avenue, N.W.
Washington, D.C. 20577

Las opiniones y puntos de vista expresados en este documento son del autor y no reflejan necesariamente los del Banco Interamericano de Desarrollo.

Si desea obtener una lista de los documentos de trabajo del Departamento de Investigación, visite nuestra página Internet al: <http://www.iadb.org/res/32.htm>

1. Introducción

La literatura económica coincide en señalar las virtudes de establecer la estabilidad de precios como el objetivo fundamental, si no único, a perseguir por parte de la autoridad monetaria. Los desarrollos de una literatura cuyo tema podríamos denominar “economía política de la política monetaria” tienden a mostrar un amplio consenso respecto al rol positivo que puede ejercer la existencia de un banco central autónomo sobre el control de la inflación de una economía, especialmente cuando se presentan “diferencias de énfasis sobre objetivos alternativos de política entre las autoridades políticas y el banco central” (Cukierman, 1992).

La experiencia internacional también muestra que países como Alemania o Nueva Zelanda, donde se ha fijado explícitamente la prioridad a ese objetivo dentro de la normativa legal, han logrado resultados positivos en materia de control de la inflación (Cukierman y Webb, 1995). En algunos otros países se ha avanzado menos en esa tendencia y se considera suficiente establecer el objetivo de estabilidad monetaria como prioridad para los bancos centrales.

En cualquier caso, es un hecho que el manejo de la política económica es un fenómeno dinámico expuesto a condiciones cambiantes y en donde la prioridad de los objetivos a alcanzar puede variar de acuerdo con las circunstancias. En una medida importante también, esa política no puede responder exclusivamente a criterios de estricta eficiencia y estabilidad económicas, toda vez que sus consecuencias tienen tanto efectos políticos como redistributivos.

Por consiguiente, si bien es muy probable que las autoridades monetarias y el gobierno coincidan en la importancia de lograr aquella estabilidad de precios, en determinadas coyunturas pueden tener diferencias respecto a los plazos para lograrla y la necesidad de hacer sacrificios en ese objetivo para resolver los desequilibrios en otras variables macroeconómicas (crecimiento económico, nivel de empleo, déficit fiscal) y/o dar prioridad a ciertas políticas redistributivas.¹

Más aún, en términos estrictamente macroeconómicos no existe absoluto consenso en los medios académicos sobre la necesidad de otorgarle al objetivo de estabilidad de precios la prioridad exclusiva y en todo momento de la autoridad monetaria. Es posible encontrar soporte teórico y empírico a la tesis de imprimirle cierta flexibilidad a la política monetaria para responder a los shocks de oferta (por ejemplo, cambios sustantivos en los términos de intercambio). Se asume que una política monetaria demasiado restrictiva, en un contexto de presiones inesperadas de oferta, puede introducir rigideces innecesarias en la economía, impidiendo o haciendo más lentos los ajustes necesarios.

¹ En términos de la literatura económica, se diría que se registran diferencias en las preferencias temporales de las autoridades económicas para el logro de los objetivos de política, así como potenciales conflictos entre esos objetivos (Cukierman, 1992).

La búsqueda de la estabilidad de precios también está expuesta a un cierto grado de vulnerabilidad política y presiones diversas de grupos de interés, que con frecuencia pueden ser nada desdeñables de considerar a los efectos de darle viabilidad a su consecución. En este sentido, es necesario reconocer que las decisiones de la autoridad monetaria no están protegidas *per se* de aquellas presiones. La materialización de esas presiones, particularmente en presencia de problemas de información asimétrica entre los agentes económicos y los responsables de las políticas públicas, pueden conducir a un debilitamiento del desempeño de la autoridad monetaria. Esto reduce la objetividad y eficiencia de un banco central, pone en entredicho su reputación y credibilidad y, en definitiva, genera incertidumbre que aumenta los costos de transacción en la economía.

De este modo, se ha registrado en los últimos años un desarrollo teórico y empírico encaminado a la búsqueda de mecanismos institucionales que den una respuesta más realista a la necesidad de contar con acciones en el ámbito monetario que combinen la consecución de la estabilidad de precios como objetivo fundamental de la política monetaria y, simultáneamente, flexibilidad suficiente para contribuir con otras políticas económicas al combate de shocks inesperados de oferta.

Por supuesto, una cuestión importante que debería poner de relieve el estudio de nuestro caso es hasta qué punto existe margen efectivo para la acción de esa política monetaria. En esta dirección, la propuesta de otorgarle a los bancos centrales un nivel significativo de autonomía institucional se ha ido integrando en parte de las recomendaciones de política que conforman consenso en la profesión.²

Existe así un creciente consenso acerca de la necesidad de otorgarle a los bancos centrales autonomía de decisión en cuanto al uso de sus instrumentos y de la oportunidad de su intervención a los efectos de lograr los objetivos que por mandato le exige la ley. Sin embargo, para garantizar que esa autonomía se traduzca en una mayor efectividad de la política monetaria es necesario acercarse al establecimiento de un contrato “óptimo”, en donde el arreglo institucional esté dotado de una estructura de incentivos que se alinee con esos objetivos, en camino a alcanzar un mejor desempeño (Walsh, 1995).

No obstante, ese arreglo institucional no está exento de riesgos, propios de lo que la literatura denomina *fallas de intervención pública*, tales como la potencial captura del banco central por parte de los mencionados grupos de interés (directorios y otras posiciones directivas en manos de esos grupos), el desarrollo de agendas propias por parte de las burocracias de los bancos centrales, la resistencia a responder a las “preferencias colectivas”, la elusión de responsabilidades de rendición de cuentas frente al poder legislativo, además de los riesgos siempre latentes de que se registren fallas de coordinación entre las políticas política fiscal y monetaria. Si estos riesgos se concretan en medida significativa, se puede generar lo que podría denominarse una “autonomía perversa” en esta agencia pública.

² Aunque el trabajo teórico ha sido significativo, particularmente en los años 1990, algunas de las contribuciones más notables de la literatura ahora convencional sobre independencia de los bancos centrales, se han hecho en el campo de los estudios empíricos realizados por diversos autores (Grilli *et al.*, 1991; Alesina y Summers, 1993 y Cukierman y Webb, 1995, entre otros).

Bajo estas circunstancias, un elemento fundamental dentro de un arreglo institucional apropiado pasa por contar con efectivos mecanismos de monitoreo sobre la actuación de la autoridad monetaria. Esto supone incluir en su “contrato” la obligatoriedad de reportar su labor periódicamente (sujeto a contraste contra ciertos indicadores objetivos sobre su desempeño), posibilidades para negociar y renegociar las metas a alcanzar, especialmente cuando se presentan situaciones predefinidas como de excepción (las llamadas cláusulas de escape frente a shocks de oferta), así como una estructura de incentivos y penalizaciones que conduzcan a la autoridad monetaria a revelar información en calidad y cantidad suficiente para brindarle efectividad a la acción de monitoreo.

Otro rasgo deseable que debe tener ese arreglo institucional apropiado consiste en disponer de mecanismos formalmente establecidos para que los grupos de interés expresen sus puntos de vista respecto a las orientaciones de la política monetaria, por supuesto sin que ello tenga carácter vinculante para las decisiones del directorio del banco central. Esto forma parte de lo que se denomina en la literatura “diseño político de la acción reguladora” (Baron, 1996) y que se refiere a la necesidad no sólo de contar con mecanismos democráticos que permitan expresar puntos de vista diferentes por parte de quienes en definitiva serán los afectados por estas políticas, sino también que permitan a la autoridad monetaria anticipar las potenciales presiones a que estarán expuestas en un futuro inmediato por parte de los grupos de interés y/o sus patrocinantes (poder legislativo). Al considerar esas presiones, es factible incrementar la protección de la agencia frente a amenazas latentes en el entorno y con ello potenciar su efectividad reguladora en el mercado monetario.

Propósito y Organización del Estudio

El propósito básico de este estudio es contribuir a la comprensión de los factores favorables y los elementos de potencial amenaza para que los bancos centrales ejerzan su autonomía institucional. Para el logro de este propósito, se utiliza la metodología de estudio de casos, examinando la experiencia de Venezuela durante dos eventos particulares: la crisis financiera acaecida en el período 1994-1996 y el manejo de la política cambiaria durante los años 1995-96. Ambos eventos sucedieron durante la vigencia de la Ley del Banco Central de Venezuela (BCV) reformada en 1992, mediante la cual se aspiró conferirle un grado significativo de autonomía frente a otras instituciones del Estado, particularmente el poder ejecutivo. Ello constituye un escenario natural para poner a prueba la autonomía institucional del BCV frente al gobierno y los diversos grupos a que está expuesta su actuación.³

Vale mencionar que algunas de las limitaciones reportadas en este estudio sobre el arreglo institucional que regula al BCV aspiran ser superadas por las modificaciones introducidas por la Constitución Nacional aprobada en 1999; particularmente en lo que se refiere a hacer explícito el objetivo fundamental a perseguir por parte del BCV, las

³ Es necesario, sin embargo, estar conscientes de las limitaciones metodológicas que se derivan de examinar dos eventos (casos) en períodos tan cercanos, a los efectos de derivar conclusiones generales.

condiciones para rendir cuentas y la coordinación entre política fiscal y monetaria. En tanto vaya siendo pertinente, se harán los comentarios relativos a esas modificaciones.

Después de esta introducción, el estudio está organizado de la siguiente forma. En la segunda parte se hace una breve síntesis de la historia del BCV previa a la aprobación de la Ley de 1992, reseñando algunos hechos estilizados que permiten comprender al BCV como un arreglo institucional con ciertas particularidades propias atadas a sus orígenes y evolución.

En la tercera parte, se examinan los aspectos institucionales que constituyen la base de la *autonomía formal* del BCV: carácter jurídico y adscripción administrativa de la institución, especificidad y prioridades en sus objetivos, instrumentos de política que dispone para su actuación, nombramiento y período de mandato de las autoridades, restricciones relativas a la conformación y dedicación de los miembros del directorio, autonomía presupuestaria y régimen de personal, obligatoriedad y mecanismos para reportar su actuación, entre otros.

En esa tercera parte también se analiza de forma somera en qué medida ese diseño institucional puede ser efectivo en proteger al BCV de las inevitables presiones del gobierno, grupos políticos y otros sectores afectados por sus decisiones (instituciones financieras, empresas, etc.). Aunque ello supone un examen de los principales grupos de interés a los cuales está expuesto el instituto emisor (enfaticando cómo la cohesión, prestigio y poder político y económico de esos grupos les confiere capacidad potencial para incidir en la toma de decisiones de la autoridad monetaria), un análisis más exhaustivo en esta dirección se deja para ser ilustrado a través de los dos casos de estudio seleccionados. De este modo, el estudio intenta una aproximación a lo que podría denominarse la “autonomía real” del BCV.

En la cuarta parte, se analizan dos situaciones específicas donde el Banco Central se ha visto expuesto a intensas presiones de los distintos grupos de interés para que sus decisiones se inclinen en una u otra dirección. Allí también se establecen las bases para un examen de las relaciones entre la autonomía conferida al BCV y su desempeño. En este sentido, se someten a contraste la actuación del instituto emisor con los objetivos preestablecidos por la normativa vigente en dos ámbitos específicos de su competencia: su rol en el objetivo de estabilidad financiera y la política cambiaria. Concretamente, se examinan las experiencias de la crisis bancaria de 1994-95 y las modificaciones en el régimen cambiario desde finales de 1995 hasta mediados de 1996. Con la revisión de estas dos experiencias, se intenta puntualizar con mayor precisión las relaciones entre autonomía formal, autonomía real y desempeño del BCV.

En la última parte del estudio, se presentan las principales conclusiones y se infieren recomendaciones que aspiran contribuir al perfeccionamiento del diseño e instrumentación de apropiadas instituciones responsables de la política monetaria.

2. Una Breve Historia del BCV

En septiembre de 1939 fue aprobada la Ley del BCV, no sólo como parte del reconocimiento del gobierno de la necesidad de regular el crédito y la circulación monetaria, sino también como parte de una corriente de pensamiento predominante en los países industrializados, que aspiraba que esos organismos facilitaran las operaciones monetarias y financieras a nivel internacional (Silva, 1990). Sin embargo, no fue sino hasta agosto de 1940 que se celebra la Asamblea Constitutiva de este organismo, el cual dio inicio a sus operaciones en octubre de 1940.

El rezago relativo en la aprobación de aquella Ley y del inicio en las operaciones respondió fundamentalmente a las presiones ejercidas principalmente por el sector financiero establecido en la época, quien ejercía muchas de las funciones de un banco central. En efecto, antes de la creación y puesta en operación del BCV, la emisión de billetes y acuñación de monedas corrió a cargo de los pocos bancos comerciales que operaban en el país. El mismo componente oro de las reservas internacionales de la nación reposaba en las bóvedas de esos bancos. También era uno de ellos el responsable, por delegación del Estado, del manejo de las operaciones cambiarias hasta 1937, año en el cual se trasladó a una agencia pública esa función: la Oficina Nacional de Centralización de Cambios.⁴

Era natural entonces que ese sector financiero resistiera en alguna medida su desplazamiento del ejercicio de tales funciones económicas, que representaban una parte no despreciable de su negocio. Para enfrentar las presiones ejercidas por el sector financiero y otros grupos sociales adversos a la creación de un banco central en el país, la comisión organizadora del mismo recomendó darle la forma jurídica de compañía anónima de capital mixto (50% aporte del Estado y 50% por accionistas privados), lo cual fue aprobado por la primera Asamblea de Accionistas del BCV en 1940.

No fue sino hasta el año 1974 que una reforma de la Ley del BCV vino a excluir la participación de los accionistas privados de la propiedad del banco, obligando al Estado a ser el único accionista del capital del BCV. Esa reforma de 1974 también fue muy controversial, al contemplar que el directorio del organismo debía estar conformado por altos funcionarios del ejecutivo nacional, bajo la premisa de que ello facilitaría la coordinación entre las políticas monetaria, fiscal y sectoriales de la nación. Por si fuera poco, se ampliaban en esa Ley de 1974 los plazos para la realización de operaciones del BCV con las instituciones financieras, con objetivos claramente asociados a apoyar la gestión de las agencias hipotecarias. Estos serían, posteriormente, algunos de los aspectos sobre los cuales reaccionarían más adversamente los diseñadores de la Ley vigente, al considerar que ello ataba seriamente la autonomía institucional del BCV.

Pero realmente fue la reforma de la Ley del BCV en 1987 la que golpeó más fuerte la autonomía del instituto emisor, al permitir que la Asamblea de Accionistas del banco

⁴ En septiembre de 1940, el BCV absorbió las funciones previamente bajo la responsabilidad de la mencionada oficina cambiaria y se le asignó al BCV la función de almacenamiento y gestión de las reservas internacionales.

estuviera exclusivamente representada por un representante del ejecutivo nacional (labor encomendada al Ministro de Hacienda) y permitiendo que el Presidente del BCV podría ser removido de su cargo por simple decreto del Presidente de la República en Consejo de Ministros.

En la Ley de 1987 también se ampliaron las condiciones para prestar apoyo financiero a las instituciones financieras, así como al gobierno por vía de la adquisición de títulos públicos. No obstante todas esas debilidades de la Ley, un aspecto positivo de la misma fue la asignación directa al BCV de competencias más amplias (operaciones de reporto, regulación del mercado inter-bancario) e instrumentos para el manejo de la política monetaria y financiera, previamente atribuidos en forma concurrente con la Superintendencia de Bancos (encaje legal).

Finalmente, en 1992 fue aprobada una nueva Ley para del BCV, que aspira dotarlo de mayor autonomía institucional para el ejercicio de sus responsabilidades en materia monetaria, financiera y cambiaria. Aunque esa Ley constituye la referencia normativa para este estudio, se harán algunas referencias a lo contemplado en esta materia por la Constitución Nacional aprobada en diciembre de 1999.

3. El Diseño Institucional del BCV

La Ley vigente del BCV fue aprobada por el Congreso de la República a finales de 1992, con el propósito de elevar el grado de autonomía del instituto emisor y potenciar sus funciones en materia de política monetaria. Los promotores originales del proyecto de Ley aspiraban que con las modificaciones propuestas, el BCV pudiera concentrar sus esfuerzos en acciones propiamente asociadas al objetivo de estabilización monetaria. Para ello se consideraba fundamental liberar al instituto emisor de dos responsabilidades establecidas en la normativa anterior: en primer lugar, su contribución al financiamiento de la gestión fiscal y, en segundo lugar, el crédito para cubrir requerimientos más que transitorios en la liquidez de las instituciones financieras.

Como parte de la reforma del sistema financiero de amplio alcance que propugnaba el ejecutivo nacional, se perseguía como un objetivo paralelo de la nueva Ley, la delimitación de las funciones de las distintas instituciones del sector público en materia de regulación financiera, dejando a otras instituciones reguladoras (Superintendencia de Bancos, Fondo de Garantía de Depósitos) el cumplimiento de funciones no estrictamente vinculadas con su naturaleza de autoridad monetaria. Ello a su vez, debía traducirse en un ahorro de esfuerzos y costos en la actividad reguladora en el área financiera, al evitar duplicación de actividades de supervisión y permitir concentrar sus acciones en los respectivos ámbitos de competencia.

Se esperaba también que el BCV pudiera orientar más directamente sus acciones hacia la estabilización monetaria y, al reducir su responsabilidad indirecta sobre los aspectos fiscales y de regulación financiera, podría contribuir más probablemente al logro de una

mayor estabilidad en los precios de la economía. Consistente con esta concepción, la Ley intentaba recoger la apropiada distinción introducida en la literatura económica (Fisher, 1995) entre *independencia de objetivos* e *independencia de instrumentos de política*, en el sentido de entender la autonomía del banco central como su capacidad efectiva de utilizar su dotación de instrumentos de política (tasas de redescuento, encajes, operaciones de mercado abierto, intervención en el mercado cambiario, etc.) para lograr los mejores resultados posibles en la consecución del objetivo preestablecido en el mandato legislativo (estabilidad monetaria), aminorando la injerencia directa del gobierno y otros grupos de interés.

3.1. Rango Jurídico de la Ley del BCV

El proyecto original presentado al Congreso de la República por parte del ejecutivo nacional contemplaba otorgarle a la Ley el carácter de “orgánica”. En la legislación venezolana, ello puede interpretarse como un primer compromiso creíble con incrementar la independencia del BCV, toda vez que de haber sido aprobada como tal hubiera expresado un importante apoyo político a esta nueva orientación (se requiere de una mayoría calificada para aprobarse como Ley Orgánica, así como para realizar cualquiera de sus modificaciones). Desafortunadamente, no se logró el consenso político necesario para imprimirle ese carácter y fue aprobada finalmente como una Ley Ordinaria.

Con esa menor jerarquía legal, es más probable la exposición del BCV a cambios en las preferencias políticas de los legisladores, lo cual puede terminar lesionando su autonomía institucional. En ese mismo sentido, ese menor rango legal abre la oportunidad para que las decisiones de la autoridad monetaria puedan ser eventualmente intervenidas a través de leyes de mayor jerarquía jurídica.

3.2. Adscripción y Responsabilidad Administrativa del BCV

La Ley aprobada por el Congreso de la República en 1992 le atribuye *naturaleza única* al BCV como organismo de derecho público, lo cual es interpretado por algunos juristas como una señal de independencia en su adscripción administrativa dentro del sector público.⁵ Ambas características fueron ratificadas por la Constitución de 1999. Sin embargo, puede señalarse que la obligatoriedad establecida en la Ley vigente de responder frente a una Asamblea representada de modo exclusivo por el ejecutivo nacional (el llamado “principal” en la literatura económica) puede restarle autonomía en el ejercicio de sus funciones en materia de política monetaria. Es necesario señalar a este respecto, que con ello no se está abogando en favor de la inexistencia de alguna figura institucional que actúe como mecanismo de monitoreo sobre el desempeño del BCV.

Como se ha advertido con anterioridad, la necesidad de rendir cuentas por parte de toda agencia con una función pública es un requisito imprescindible dentro de cualquier diseño institucional que aspire cumplir con los principios de eficiencia en un contexto

⁵ Se supone que ello le confiere facultad para dictar actos administrativos en las materias de su competencia, lo cual diferencia al BCV de otros organismos públicos con forma societaria.

democrático. Sólo que no resulta muy transparente que su supervisión no cuente con la presencia de otros miembros menos parciales, los cuales bien podrían ejercer esa función (por ejemplo, representantes de las comisiones de economía y finanzas del poder legislativo). Sin embargo, depositar la responsabilidad exclusiva de recibir la rendición de cuentas de la autoridad monetaria en manos de un poder público con intereses directos en la materia, puede impedir la consecución de los objetivos y metas que se trace el instituto emisor.

Efectivamente, la facultad otorgada en la Ley vigente de “Aprobar la Memoria del Directorio ...” por parte de una Asamblea Ordinaria constituida por el responsable directo de la política fiscal, constituye un caso obvio de incompatibilidad de intereses. En este sentido, uno puede preguntarse qué pasaría sí, como consecuencia de un abierto conflicto entre autoridades fiscales y monetarias, la Asamblea Ordinaria no aprueba la memoria del Directorio del BCV. Si ello no se traduce en sanciones específicas sobre la agencia monetaria y sus directivos, tal atribución conferida por la Ley es vacua y, por consiguiente, no existe una amenaza efectiva de injerencia sobre la autonomía administrativa del instituto emisor. No obstante, las señales emitidas por la Ley del BCV sobre este particular pueden resultar contradictorias.

Por una parte, bajo una interpretación algo rígida de la literatura teórica, uno se puede preguntar si la atribución conferida a la Asamblea Ordinaria para que fije la remuneración de los miembros del Directorio (incluyendo al Presidente) del BCV se podría constituir en un medio indirecto para ejercer presiones sobre las autoridades monetarias, especialmente en el contexto del requisito de dedicación exclusiva que se les exige a cuatro de sus miembros.

Otro medio indirecto *potencial* a través del cual puede verse presionado el Directorio del BCV para actuar de acuerdo con los intereses de otros órganos públicos es por vía presupuestaria; sin embargo, hasta la fecha el instituto emisor ha contado con un elevado grado de independencia presupuestaria, cuya aprobación es responsabilidad directa del Directorio. Esto parece haberle concedido cierta protección a su autonomía administrativa real. Desafortunadamente, esa autonomía presupuestaria del BCV ha sido modificada por la nueva Constitución, transfiriendo a la Asamblea Nacional la responsabilidad de aprobar el presupuesto del BCV. Ello se puede constituir en un peligroso instrumento para “negociar” sus decisiones autónomas, afectando su autonomía real.

Por otra parte, paradójicamente, la ausencia de sanciones en caso de improbación de la Memoria y otros aspectos de la actuación de las autoridades monetarias, pueden actuar como una señal de flexibilidad posible ante las peticiones del ejecutivo nacional para los miembros más complacientes del Directorio, lesionando de este modo la necesaria objetividad e independencia de la autoridad monetaria frente al poder ejecutivo. De este modo, se detecta en la Ley actual la *falta de una estructura de incentivos que permita alinear las decisiones de política monetaria en una dirección que pueda enfrentarse a la política fiscal, cuando ello lo amerite.*

Vale destacar que, sin embargo, la Constitución Nacional aprobada en 1999 ya prevé que el BCV deje de rendir cuentas al responsable de las finanzas públicas y transfiera esa competencia supervisora a la Asamblea Nacional (el nuevo nombre del poder legislativo).

3.3. Nombramiento y Destitución de las Autoridades Monetarias

La estructura ejecutiva superior del instituto emisor está conformada por un Directorio integrado por siete miembros, incluyendo al Presidente del BCV, quien es la máxima autoridad de su administración interna. Los miembros del Directorio son elegidos por un período de 6 años, después de los cuales pueden ser reelectos. A este respecto, la Ley no es precisa en cuanto al número de veces que pueden ser reelegidos. Esto naturalmente tiene sus desventajas, toda vez que una extensión demasiado amplia del mandato de un miembro del Directorio puede traducirse en dificultades para interpretar tendencias cambiantes en las preferencias de la sociedad.⁶

Precisamente en esa dirección, la Ley vigente contempla en sus disposiciones transitorias períodos diferentes de nombramiento para los miembros iniciales del Directorio (designaciones respectivas por 2, 3, 4, 5 y 6 años, hasta tanto se normalice el nombramiento de los directores en períodos distintos), a los efectos de permitir una cierta rotación entre sus miembros. Esto podría interpretarse positivamente como un intento por buscar equilibrio entre visiones cambiantes en el corto plazo y continuidad en la toma de decisiones entre los integrantes de la autoridad monetaria.

Los miembros del Directorio tienen prohibición expresa de ejercer actividades políticas y otras funciones directivas en organizaciones gremiales, vecinales, académicas, etc. durante el período de duración de esa responsabilidad. Este aspecto también representa un factor positivo en camino a moderar la influencia de grupos de interés distintos al gobierno en la toma de decisiones de la autoridad monetaria. No obstante, la Ley abre espacio para la participación relativa de los grupos de interés a través de la creación de un Consejo Asesor del BCV, con eminente carácter corporativo (el Consejo está representado por integrantes del Consejo Bancario Nacional, la federación de gremios empresariales y la federación de gremios laborales).

Tres de los Directores distintos al Presidente del BCV son designados directamente por el Presidente de la República y están obligados a la dedicación exclusiva a ese cargo. Otro de los Directores es escogido entre los altos funcionarios de la administración nacional, con la sola exclusión del Ministro de Hacienda. La exigencia de dedicación exclusiva a tres de los miembros del Directorio del BCV, constituyó un paso de avance en la conformación de la estructura gerencial de esta agencia. En el pasado, una parte importante de los directores ejercían otras importantes responsabilidades públicas que no sólo impedían su concentración en tan especializada materia, sino que además sus objetivos asociados a esas otras funciones podían entrar eventualmente en conflicto con los objetivos de la política

⁶ Tal como se reseña en la literatura económica, la rotación de los miembros del Directorio es un importante factor en la búsqueda de una mayor expresión de las preferencias del votante medio.

monetaria. Probablemente, el caso más patético en el pasado fue el del Ministro de Hacienda como integrante del Directorio.

La Ley vigente exige que el nombramiento de los tres miembros mencionados del Directorio y del Presidente del BCV por parte del jefe del ejecutivo nacional sea autorizada por una mayoría calificada del senado de la República. Sin embargo, algunos juristas consideran que en ausencia de tal autorización, los miembros del Directorio designados por el Presidente de la República pueden fungir como encargados, ejerciendo las mismas funciones que sus colegas autorizados.⁷ Se trata, sin dudas, de una puerta de entrada para lesionar la autonomía efectiva del instituto emisor, derivado de reglas jurídicas insuficientemente bien definidas, que facilitan esta ausencia de control sobre el cumplimiento de las Leyes de la República.

Finalmente, cabe destacar que las normas para remoción del Presidente del BCV y otros miembros del Directorio, contemplan que el Presidente de la República sólo podrá destituirlos de sus cargos en casos de falta de probidad, conducta inmoral, acto lesivo, perjuicio material grave, condena penal e incumplimiento de las obligaciones inherentes a su cargo. Hipotéticamente, ello le confiere a las autoridades monetarias un punto más a favor de su autonomía formal.

La nueva Constitución aprobada en 1999 no hace consideración ninguna con respecto al nombramiento del Presidente y los miembros del Directorio del BCV, elementos que podría decirse están fuera de su alcance y que seguramente serán desarrollados por una nueva reforma a la Ley del BCV.

3.4. Objetivos del Banco Central de Venezuela

La Ley vigente confiere al BCV la *misión* de crear condiciones favorables a la estabilidad de la moneda, al equilibrio económico, al desarrollo ordenado de la economía y a la continuidad de los pagos internacionales del país. Para tal fin, el legislador enumera un conjunto de *objetivos* más específicos a través de las cuales se espera que el instituto emisor actúe:

- (i) Promover la adecuada liquidez del sistema financiero;
- (ii) Procurar la estabilidad del valor interno y externo de la moneda;
- (iii) Centralizar las reservas internacionales del país;
- (iv) Emitir billetes y acuñar monedas con carácter exclusivo;
- (v) Regular las actividades crediticias de las instituciones financieras;
- (vi) Ejercer los derechos y obligaciones de la República con el FMI; y
- (vii) Efectuar cualquier otra operación compatible con su naturaleza de banco central.

⁷ Este vacío legal se extiende inclusive al mismo Presidente del BCV, lo cual ha permitido que el Presidente recién salido del cargo ejerció durante seis años sin la autorización por parte del Senado, toda vez que el mismo asumió esa responsabilidad ante la renuncia de su predecesora, sin que se procediera a solicitar su ratificación en el cargo.

Debe destacarse que en comparación con la Ley que estuvo vigente durante el período 1987-92, la normativa actual relativa a los objetivos del BCV dio un paso adelante, al eliminar el rol protagónico que el instituto emisor debía ejercer en cuanto a la política de soporte a las instituciones públicas de crédito, así como su responsabilidad en la promoción de la solvencia del sistema bancario. Como se sabe, tanto a nivel de los responsables gubernamentales de las políticas económicas como en los medios académicos tiende a existir un creciente consenso acerca de la necesidad de transferir esas competencias de apoyo crediticio y regulación financiera a otras entidades del sector público. En el caso específico de Venezuela, ello se materializó a través de funciones específicas atribuidas a el Ministerio de Fomento, la Superintendencia de Bancos y el Fondo de Garantía de Depósitos (FOGADE).

Aun con estos avances, no puede dejar de señalarse que aquella variedad de objetivos puede aparentar ser un obstáculo para una mayor y mejor concentración de las autoridades del BCV en los ámbitos propios de la estabilidad monetaria. Cabe preguntarse entonces si esos objetivos definidos en la Ley vigente son incompatibles para la consecución de esa estabilidad monetaria. En nuestro entender, las funciones de emisión monetaria, control del medio circulante, regulación de las actividades crediticias de las instituciones financieras y estabilidad del valor interno y externo de la moneda, constituyen indudablemente tareas de manejo de la estabilidad monetaria. De modo que, bien puede decirse que el BCV cuenta con una línea prácticamente única para orientar sus acciones. Afortunadamente, el Artículo 318 de la Constitución aprobada en 1999 le atribuye al BCV un objetivo mucho más concentrado: "... lograr la estabilidad de precios y preservar el valor interno y externo de la unidad monetaria."

En realidad, el problema para la consecución del objetivo de estabilidad monetaria en el caso venezolano no reside en una aparente variedad de objetivos, que como se ha visto previamente no es tal. La dificultad fundamental para el logro de esa estabilidad radica más bien en las particularidades de los mecanismos y fuentes de generación de dinero en la economía venezolana. En efecto, en la medida en que la principal fuente de generación de recursos del país son las divisas provenientes de las ventas de exportación petrolera en los mercados internacionales, una parte significativa de las cuales pasan casi automáticamente a manos del gobierno por la vía del pago de la renta petrolera al fisco nacional, es prácticamente imposible bajo el actual arreglo institucional que el BCV pueda alcanzar una efectividad significativa en el control de los recursos monetarios que fluyen hacia la economía interna, mediante mecanismos de esterilización.⁸

El mecanismo de transmisión monetaria inhibe así cualquier compromiso creíble de control sobre la oferta monetaria, particularmente en el contexto de cambiantes condiciones en los términos de intercambio, que le imprimen una significativa volatilidad a la economía

⁸ Este rasgo estructural de la economía venezolana ha conducido a algunos economistas a recomendar el diseño de un efectivo fondo de estabilización macroeconómica. Aunque tiende a existir consenso a este respecto, Grisanti (1999) ha señalado que esos fondos no garantizan el uso conservador de los ingresos financieros, toda vez que los mercados financieros internacionales constituyen una fuente alternativa de inyección de capital y, por ende, de entradas no controladas de capital.

venezolana y que impiden al BCV suavizar los movimientos monetarios que se producen como consecuencia de este y otros shocks externos a los que está expuesta con cierta frecuencia nuestra actividad económica.⁹ Es evidente que *bajo estas particulares circunstancias, la autonomía real del instituto emisor está continuamente puesta en entredicho y es probablemente muy poco lo que puede hacerse para modificar esta situación, en el contexto del actual arreglo institucional.*

Es evidente que cualquier modificación del diseño institucional en camino a elevar la autonomía del BCV, pasa necesariamente por la constitución de algún mecanismo de estabilización en el flujo de ingresos de divisas y su correspondiente drenaje a los distintos sectores de la economía interna. De lo contrario, *no habrá nunca autonomía suficiente conferida por Ley que pueda hacer real una política monetaria efectiva en presencia de shocks de oferta como los que caracterizan a la economía venezolana.*

3.5. Mecanismos de Monitoreo sobre el BCV

La Ley que entró en vigencia a finales de 1992 exige al BCV presentar trimestralmente a su Asamblea los resultados obtenidos en materia de política monetaria, “con indicación del grado de cumplimiento de sus objetivos y metas...”. Independientemente de las observaciones previamente realizadas respecto a la “composición” de esa Asamblea en tanto parte interesada, cabe saludar como positivo este hecho, al dar unos primeros pasos en camino a hacer más específico el monitoreo sobre la política monetaria.

Como se comentó anteriormente, la Constitución aprobada en 1999 también dio pasos positivos en esa dirección. En su artículo 319, esa Constitución es explícita al señalar que el BCV “también rendirá informes periódicos sobre el comportamiento de las variables macroeconómicas” y contempla la remoción del directorio y sanciones administrativas en caso de incumplimiento injustificado de esas responsabilidades.

No obstante, la rendición de cuentas de la autoridad monetaria debería ser extendida al máximo espectro posible del público, desde el reporte formal a los poderes ejecutivo y legislativo hasta su publicación en los medios de comunicación a los efectos de mantener informados a todas las partes interesadas en su conocimiento. Es positivo reconocer el esfuerzo sostenido que ha venido haciendo el BCV en los últimos años, en términos de difusión de la información producida por ese instituto.

El manejo privado de esa información por parte de las autoridades monetarias puede interpretarse, de acuerdo con algunos enfoques rezagados de la política económica, en un elemento estratégico que permite dar “sorpresas” a los agentes económicos, en complicidad con la política fiscal, para por esa vía alcanzar metas coyunturales de interés para el

⁹ Es interesante notar que las llamadas “cláusulas de escape” en la literatura sobre independencia de los bancos centrales deberían funcionar al revés en el caso venezolano, toda vez que la política fiscal se ve prácticamente compelida a una sobre expansión en presencia de shocks externos positivos o a un sobre ajuste cuando los shocks de oferta son negativos. Un fondo de estabilización macroeconómica, apropiadamente diseñado, podría actuar como “cláusula de escape inverso” en Venezuela.

gobierno. Desafortunadamente para esos interpretes de la función de la política monetaria, un volumen creciente de literatura teórica y empírica ha puesto en evidencia en los últimos años no sólo lo efímero de esas ganancias de corto plazo, sino además las ineficiencias que esas políticas generan en términos de asignación de recursos económicos.

Efectivamente, ello es así porque ese tipo de prácticas elevan los costos de transacción de operar en economías donde prevalece la incertidumbre y exigen a los agentes económicos invertir en aprendizaje del comportamiento de las autoridades públicas. Sí el BCV no cuenta con los mecanismos institucionales para hacer frente a semejante comportamiento estratégico de los responsables de otras políticas públicas, se generará una secuela de volatilidad y crecimiento inestable en la actividad económica, así como pérdidas de bienestar social. En consecuencia, son cuestionables las ganancias netas que pueden obtener las autoridades económicas del aprovechamiento de las eventuales inconsistencias temporales de las políticas económicas.

En este sentido, la autonomía del BCV se podría ver expuesta a una pérdida creciente de credibilidad y reputación en sus acciones futuras en materia de política monetaria, si no cuenta con mecanismos específicos para sobreponerse a eventuales presiones del gobierno en la dirección mencionada. Esto conduce directamente a señalar la necesidad de tomar acciones concretas que le den credibilidad pública al compromiso del BCV con el objetivo prioritario de estabilidad monetaria. Para ello, el arreglo institucional que norma las decisiones del instituto emisor debe contener explícitos indicadores sobre los cuales debe evaluarse el desempeño de la política monetaria, así como sanciones específicas a las que deberán atenerse las autoridades monetarias cuando se alejen de forma clara y deliberada de las metas trazadas. La nueva Constitución aprobada en 1999 da un paso correcto en esta dirección. Por supuesto, un apropiado diseño institucional para la acción del BCV también debe prever condiciones generales en las cuales se abre margen para cambiar de rumbo bajo razonable justificación y establecer mecanismos fluidos para la renegociación entre las autoridades monetarias y otras autoridades económicas.

De lo que se trata entonces en el futuro inmediato es de incorporar en la legislación del BCV el mandato previsto en la Constitución de 1999; es decir, mecanismos institucionales concretos a través de los cuales las autoridades monetarias revelen información sobre sus políticas inmediatas y sobre su desempeño a toda la sociedad. En ese sentido, evidentemente la actual Ley del BCV registra una falla, cuya corrección podría contribuir a reducir los costos de transacción de operar en una economía impregnada de incertidumbre por factores que van más allá de la propia política monetaria.

De ese modo también es probable que el revelamiento de esa información a un espectro más amplio de partes interesadas contribuya también, paradójicamente, a potenciar la autonomía real de las autoridades monetarias frente a grupos de presión que se benefician con la posesión exclusiva de la información sobre el desempeño reciente y programación futura de la política monetaria. Es un hecho reconocido que el monopolio sobre información relevante para la toma de decisiones económicas no sólo tiene efectos negativos sobre la

eficiencia económica, sino también indeseables consecuencias redistributivas, que pueden afectar la equidad social y eventualmente generar conflictos políticos.

Adicionalmente, a partir de un estudio sobre diseño político de la regulación (Barons, 1996), es posible inferir las ventajas de contar con mecanismos para que las partes interesadas expresen sus puntos de vista sobre la política monetaria deseable y/o sobre los efectos que puede estar ocasionando una medida puesta en práctica en esta materia. Ello puede constituirse en una válvula de escape para reducir las presiones que los grupos de interés ejercerán sobre otras instancias del Estado (particularmente el poder legislativo, y en menor medida el poder judicial) para que intervengan las acciones del banco central, cuando esas políticas los afectan sensiblemente.

En este sentido, *tomar la iniciativa de formalizar y poner en práctica esos mecanismos de expresión para los grupos de interés, se constituye en un movimiento estratégico del instituto emisor para incrementar su autonomía real*. Con ello se crea una barrera efectiva contra acciones que puedan lesionar la independencia del BCV en el largo plazo y se disminuyen los costos sociales de acciones de “presión oculta” sobre las mencionadas instancias públicas.

3.6. Relaciones del BCV con el Gobierno

Como se señaló antes, la Ley del BCV aprobada en 1992 persiguió un redimensionamiento de las relaciones del banco con el gobierno. Este propósito se materializó mediante la prohibición explícita al instituto emisor de otorgar créditos directos al gobierno nacional, así como de garantizar las obligaciones de cualquier ente público. En esa misma orientación, se acentúa el compromiso con la independencia del BCV frente al gobierno, al sujetar toda compra de valores públicos en sus operaciones de mercado abierto a los lineamientos de política monetaria fijados por el Directorio. En principio, se supone que esta nueva aproximación garantizaría que el gobierno no pudiera financiar sus déficit fiscales mediante la monetización.

Este nuevo enfoque de las relaciones entre el BCV y el gobierno, vino a sustituir una peligrosa salida contenida en la Ley de 1987, cuyos artículos 36 y 56 establecían que el instituto emisor podía prestar al gobierno recursos destinados “a cubrir deficiencias transitorias en la caja de la Tesorería Nacional”, siempre que no excedieran del 10% de los ingresos ordinarios anuales del Estado en los últimos cinco años, extensibles hasta 20 años con el voto favorable de seis miembros del Directorio.

Era obvio que estas cláusulas mencionadas podían abrir paso a presiones para que el instituto emisor apoyara de modo continuo esa monetización del déficit fiscal, lo cual era fácil además lograrlo en el contexto de que la Ley de 1987 asignaba al Presidente de la República el nombramiento directo de cuatro miembros del Directorio (tres de los cuales eran funcionarios de alta jerarquía del gobierno), además del Presidente del BCV; sólo hacia falta “cuadrar” uno más de los restantes tres directores, para prorrogar hasta 20 años los mencionados préstamos.

Algunos analistas también consideran que por la magnitud de las operaciones de mercado abierto del BCV a través de sus títulos (primero los llamados Bonos Cero-Cupón y luego los Títulos de Estabilización Monetaria), se introducen algunas distorsiones tanto sobre el crecimiento del segmento privado del mercado de capitales (generando un efecto de desplazamiento) como sobre otro de sus instrumentos propios de política, como lo es la tasa de interés.

En realidad, el análisis de la intervención del BCV en el mercado de capitales lleva asociado un examen simultáneo de su participación en el mercado cambiario. En otras palabras, el BCV ha intentado durante toda la década de los 1990 coordinar la política cambiaria con sus operaciones de mercado abierto, como instrumentos fundamentales para la consecución de su objetivo supremo de estabilidad monetaria. Ello ha generado en oportunidades pérdidas patrimoniales para el instituto emisor. Evidentemente una evaluación de semejantes políticas escapa al alcance de esta sección del trabajo.

Otra modificación importante introducida por la Ley aprobada en 1992 fue la relativa a la posibilidad de que el BCV transfiriera al gobierno, en común acuerdo, las pérdidas generadas al instituto emisor como consecuencia de decisiones de política económica emanadas del poder ejecutivo y de las cuales la agencia monetaria sólo actúa como administrador. Este es el caso, por ejemplo, de las pérdidas cambiarias por diversos conceptos (deuda privada, importaciones, etc.) que le ocasionó al BCV la administración del régimen de cambios diferenciales durante el período 1983-1989. Ante circunstancias semejantes, el ejecutivo nacional está ahora en la obligación de reponer al patrimonio del BCV dichas pérdidas, mediante aportes presupuestarios y en las condiciones establecidas por la Ley.

Esta nueva restricción constituye una medida correcta en dirección a alinear los incentivos de los responsables de las políticas económicas con objetivos sostenibles en el largo plazo. En efecto, si el gobierno sabe que las pérdidas financieras generadas por una determinada política (cambiaria, subsidios de tasas de interés, etc.), deben ser incorporadas a su siguiente ejercicio presupuestario, tal como está planteado en la Ley de 1992, es por supuesto mucho menos probable que el ejecutivo nacional emprenda acciones en esa dirección, toda vez que en ese caso es él quien debe asumir la carga de esas políticas y no un tercero, como sucedía en el pasado. Durante ese período, el BCV debía hacerse responsable de esas pérdidas, ocultando el déficit explícito del gobierno (obviamente, el déficit cuasi-fiscal reflejaba las mencionadas pérdidas), sin que por ello se detuvieran los indeseables efectos de presión alcista sobre el nivel de precios.

En cualquier caso, en lo que respecta al tópico básico del presente estudio, uno puede calificar esos dos mecanismos contemplados en la Ley para normar la relación entre el BCV y el gobierno como *favorables elementos del diseño institucional, a través de los cuales se le confiere a las autoridades monetarias una cierta autonomía frente a las potenciales pretensiones del ejecutivo nacional para influir sus decisiones*. Puede decirse entonces, que de ese modo se crean barreras de entrada para las presiones que la política

fiscal podría ejercer sobre el BCV, lo cual se espera potencie la efectividad de la política monetaria en la consecución de la estabilidad monetaria y de precios.

3.7. Relaciones del BCV con las Instituciones Financieras

La Ley del BCV aprobada en 1992 también contempla una re-concepción de las relaciones de esta agencia pública con las instituciones financieras. Como se adelantó previamente, el arreglo institucional vigente está mucho más orientado a dotar al BCV de funciones de estricta naturaleza monetaria e intenta reducir a su mínima expresión su participación en funciones de regulación financiera. En términos de autonomía institucional, este enfoque debería permitir una menor exposición a presiones por parte de los grupos financieros afectados por esas actividades de regulación, ahora transferidas a la Superintendencia de Bancos y al Fondo de Garantía de Depósitos. Dos modificaciones introducidas en esta Ley ameritan particular comentario.

En primer lugar, se deja a juicio de las autoridades del BCV la potestad de ejercer la facultad de fijar las tasas de interés activas y pasivas con las cuales deben operar las instituciones financieras. Puede resultar sorprendente una norma como esta en un mundo de libertades económicas, pero antes de la entrada en vigencia de aquella Ley, las autoridades del BCV estaban *obligadas* a fijar tales tasas. Bajo el actual arreglo institucional se concibe más pertinente dejar a cada negocio financiero la determinación de la remuneración al ahorro y del costo del dinero a cargar sobre sus operaciones de crédito. Se entiende también que el instituto emisor no renuncia completamente a ejercer influencia sobre esas tasas de interés en el mercado, por la vía de la fijación de las tasas de descuento y redescuento que aplica en sus operaciones directas con las instituciones financieras,¹⁰ sin sacrificar con ello las virtudes potenciales de la competencia en el sector financiero.

En segundo lugar, se reduce considerablemente el plazo de otorgamiento de créditos por parte del BCV a las instituciones financieras, desde 360 días contemplados en la Ley anterior a 30 días (prorrogables por igual lapso en una sola oportunidad) en la normativa vigente. Es evidente que de este modo se pasa de un concepto de crédito orientado a solventar en muchos casos problemas de solvencia (360 días) a un enfoque donde priva el objetivo de promover la adecuada liquidez del sistema bancario (30 días).

De hecho, esta re-concepción del crédito ofrecido por el BCV a las instituciones financieras se materializa también a través de la eliminación de una cláusula establecida en la Ley de 1987, según la cual el instituto emisor podía conceder esos préstamos a una institución financiera con garantía de los llamados “otros elementos de su activo”; esto naturalmente constituía una transferencia de los problemas de solvencia hacia el BCV, incrementando su exposición al riesgo. Una vez más, al transferir a FOGADE las funciones de regulación sobre la solvencia de las instituciones financieras, se buscaba reforzar las posibilidades de hacer efectiva la política monetaria. Como se verá en el examen de la crisis

¹⁰ Evidentemente, una política con estas características era prácticamente inaplicable durante el largo período en el que las instituciones financieras se abstuvieron de utilizar la figura del redescuento ofrecida por el BCV.

financiera, sin embargo, en presencia de crisis sistémicas se requiere una respuesta pronta y firme del banco central que invalide todo intento de dejar a los reguladores financieros la exclusiva responsabilidad de monitorear la solvencia de las instituciones financieras.

En este sentido, es interesante observar que en un contexto de liberación de tasas de interés para su fijación por parte de las mismas instituciones financieras, no renunciar a este tipo de cláusulas de salvamento a los negocios con problemas de solvencia, constituye una suerte de seguro a favor de las instituciones más propensas al riesgo. Esto se traduce usualmente en presiones alcistas sobre las tasas de interés de corto y mediano plazo, así como en una mayor probabilidad de que se presenten eventuales problemas de insolvencia generalizada en el futuro.¹¹ La experiencia venezolana con la crisis financiera de 1994 parece ilustrar algunas de estas apreciaciones.

En todo caso, parece evidente a primera vista que normas como las mencionadas pueden contribuir a proteger al BCV de presiones innecesarias por parte de las instituciones financieras, bien sea para mover las tasas de interés en la dirección de su conveniencia, así como para requerirle su participación en operaciones de salvamento sobre instituciones financieras con problemas de solvencia. Esto naturalmente debería traducirse entonces en un aumento en el grado de autonomía real del BCV.

Desafortunadamente no puede decirse lo mismo de la decisión del Congreso de la República de no acoger la propuesta del ejecutivo nacional anterior a la aprobación de la Ley actual, para que se eliminara la norma que facultaba al BCV a fijar topes de crecimiento de los préstamos e inversiones de las instituciones financieras. Por si fuera poco, tampoco se aceptó la propuesta de eliminar la aplicación selectiva de este tipo de medidas (por sectores, zonas, bancos, etc.). Hasta donde entendemos, los Directorios que han sucedido a la aprobación de la presente Ley no han hecho uso, afortunadamente, de esta potestad otorgada por el poder legislativo.

Una medida como ésta no sólo abre paso a una injerencia de las autoridades públicas en el propio negocio de una institución financiera, violando innecesariamente los principios básicos de libertad económica, sino lo que es peor a los efectos del tema que nos ocupa en este estudio: ello puede invitar a quienes practican la competencia desleal a intentar influir en alguna circunstancia para que las autoridades monetarias tomen medidas en esta dirección y, con ello, debilitar a sus competidores. Es cierto que se trata sólo de una posibilidad remota, pero no deja de ser plausible ante la eventualidad de un futuro Directorio del BCV capturado por grupos de interés que puedan verse tentados a utilizar este instrumento. En este contexto, es obvio que la autonomía institucional del BCV podría verse vulnerada ante este aparentemente inofensivo artículo de la Ley.

¹¹ Como bien a reseñado la literatura financiera y económica, en presencia de información asimétrica entre las partes interesadas, este tipo de estructura de incentivos da lugar a comportamientos definidos como de riesgo moral, bajo los cuales los agentes económicos que poseen información privada sobre sus condiciones de operación sacan provecho a su favor de esa ventaja informativa para obtener rentas.

3.8. La Burocracia del BCV

El arreglo institucional que norma actualmente al BCV (Ley y estatutos internos) concede a los funcionarios del instituto emisor una suerte de régimen especial de personal, en el cual si bien estos se definen como empleados públicos, gozan de ciertas prerrogativas que los colocan en ventaja laboral frente a sus colegas del grueso del sector público (salarios más altos, bonos especiales, préstamos preferenciales para vivienda, cobertura médica de mayor alcance, etc.).

En la literatura económica y sobre administración pública, este tipo de prácticas están plenamente justificadas sobre la base de las trascendentales responsabilidades que este tipo de agencias tienen a su cargo y el característico mayor nivel técnico requerido para ejercerlas. Esto amerita que el personal de estas instituciones reciba una remuneración acorde con su mayor nivel de especialización, a la vez que se reducen los incentivos para que ese personal se vea expuesto a prácticas reñidas con un ejercicio más objetivo de sus responsabilidades, así como a ser atraídos continuamente por el sector privado. Bajo estas circunstancias, acompañadas de una menor exposición a movimientos de posición frente a cambios de gobierno, se espera que ello redunde también en una mayor estabilidad laboral y continuidad en las actividades profesionales de este organismo.

De acuerdo a entrevistas realizadas a ex Presidentes y directivos del BCV, ese tratamiento diferencial del personal del BCV, ha conducido a gestar una organización con alto grado de cohesión interna y amplio desarrollo de sus valores propios, que se traduce a nivel de sus técnicos en significativa independencia de criterios frente a los planteamientos de otras instituciones públicas y privadas. La calidad de sus departamentos de investigación, aunque criticada en oportunidades en forma privada, se ha merecido un respeto que pocas otras instituciones públicas pueden mostrar en Venezuela. El nivel de los informes económicos que periódicamente publica el BCV es relativamente bueno frente a sus equivalentes en América Latina y su reputación profesional lo ha llevado en muchas oportunidades a ser depositario de responsabilidades que deberían estar a cargo de otras agencias del sector público.

Sin embargo, por muchos años ese sentido de comunidad característico de la cultura organizacional de los funcionarios del instituto emisor desarrolló un cierto ostracismo profesional, que en ocasiones los mantuvo al margen de avances en investigación y consultoría económica generados en instituciones académicas y centros privados que generan conocimiento de interés para la formulación y seguimiento de la política económica. En ese sentido, existe la percepción entre algunos miembros de la profesión económica que ello ha conducido a generar una suerte de agenda propia de actividad profesional que no siempre se corresponde con las necesidades institucionales para un ejercicio más cabal de sus funciones como entidad responsable de la política monetaria.

Particular mención, en este sentido, amerita la tendencia de muchas unidades del BCV a reservarse para sí información que en muchas oportunidades carece de valor estratégico y/o a cambiar/eliminar series sobre variables económicas previamente publicadas. En algunos casos, ello se traduce en costos transaccionales adicionales para la sociedad, que podrían ser medidos a través de los gastos en consultoría económica que deben hacer tanto los particulares como otras instancias del sector público.

4. Caso 1: El rol del Banco Central de Venezuela en la crisis financiera de 1994-95.

Durante los años 1994-95, Venezuela sufrió una crisis financiera de significativas proporciones que afectó directamente al 60% de las instituciones bancarias. Escapa al alcance de esta sección un examen de ese evento económico y el análisis se limita aquí a identificar cuál fue el rol del BCV en esa crisis, bajo una perspectiva muy específica: tratando de visualizar si su desempeño fue afectado por el grado de autonomía institucional que le fuera conferida en la Ley de 1992.

En una primera aproximación uno podría evaluar ese desempeño del BCV a partir de su capacidad para lograr el objetivo de la estabilidad monetaria y de precios; sin embargo, parece evidente que en el contexto de una crisis financiera, que logra afectar una porción considerable de las instituciones bancarias de una economía, ese objetivo de máxima prioridad para el banco central, puede entrar en conflicto con el rol de “prestamista de última instancia” que le correspondía ejercer al BCV en este caso particular examinado en esta sección.

De esta manera, si bien luce relativamente claro el tipo de actuación que puede esperarse de un BCV autónomo en sus funciones de contención de políticas fiscales expansivas bajo circunstancias “normales” de la economía, no es de sorprender que aparezcan dilemas de política para el instituto emisor cuando este tiene que servir de soporte de la actuación de las autoridades fiscales y de los reguladores financieros en su propósito de brindarle credibilidad a su intervención sobre las instituciones bancarias.

En otras palabras, uno podría esperar razonablemente que el BCV estuviera dispuesto a sacrificar sus metas de control de la inflación en el corto plazo, en un contexto donde la expansión de la oferta monetaria era requerida para inyectarle credibilidad a la estrategia de recuperación de la confianza de los depositantes y evitar la exacerbación del llamado “efecto contagio” propio de las crisis financieras de carácter sistémico.

Esta sección está basada fundamentalmente en el estudio sobre la crisis financiera, realizado por García, Rodríguez y Salvato (1998), pero bajo ninguna circunstancia constituye un examen de ese acontecimiento de la historia económica de Venezuela. En este sentido, se intenta evaluar la autonomía del BCV en sus actuaciones durante la crisis (auxilios financieros, política de tasas de interés), pero sin ninguna pretensión de realizar un examen completo de la misma. También se excluye el análisis de la política cambiaria, por cuanto este será abordado en la siguiente sección de este trabajo.

4.1. Los antecedentes: situación acumulada a finales de 1993

Para comprender de forma más precisa la actuación del BCV durante la crisis financiera vale la pena detenerse brevemente en algunos hechos estilizados en los ámbitos monetario y financiero de la economía venezolana a finales de 1993, justo antes de que afloraran a la luz pública las primeras manifestaciones de esa crisis.

En el período presidencial 1989-93, el gobierno había procedido a la liberalización de las tasas de interés, contribuyendo a generar una intensificación de la competencia por captaciones en el sector financiero, vía tasas de interés cada vez más altas. Ello derivó en un crecimiento acelerado inicial de los depósitos del público que, conjugado con una serie de limitaciones para desarrollar un volumen correspondiente de colocaciones, terminó produciendo un peligroso nivel de desintermediación financiera.

Por otra parte, el BCV en su intento por atenuar una política fiscal expansiva y presiones de demanda sobre el mercado cambiario, recurrió progresivamente a una oferta de tasas de interés elevadas para sus propios títulos financieros, conocidos como bonos cero cupón (BCC). Esto redundó en una creciente presión al alza de las tasas de interés en toda la economía. Asimismo, durante 1992-93¹² se fue registrando una significativa incertidumbre política y económica, que derivó en una reducción sostenida de la demanda de dinero, manifestada en cambios en la composición de las carteras de activos del público desfavorable a tenencias en moneda doméstica.

Desde mediados de 1993, algunas instituciones bancarias comienzan también a recurrir crecientemente a cuantiosos anticipos y redescuentos del BCV para cubrir sus insuficiencias. Frente a estos hechos, esta institución envía diversas comunicaciones al gobierno sobre la delicada situación del sistema financiero; sin embargo estas son desatendidas, en lo que podría calificarse como un caso de “regulación indulgente” por parte de las autoridades gubernamentales.

4. 2. El rol del BCV en la crisis financiera

La incertidumbre política y económica frente al nuevo gobierno constituye el contexto general en el que se produce en enero de 1994 la intervención del Banco Latino (el segundo banco en importancia en términos de depósitos del público). Por supuesto, en ausencia de un programa de recuperación del banco y de una posición clara frente a la devolución de los recursos de los depositantes, además de enfrentamientos entre las autoridades, era lógico esperar que se produjeran corridas masivas de los depositantes (efecto contagio). Se trata de

¹² Debido a dos intentos de golpe de Estado, la remoción de su cargo del Presidente de la República, así como por los anuncios efectistas de dos candidatos populistas con posibilidades de triunfo electoral.

un problema elemental de credibilidad en la política económica, donde el BCV debía ejercer un importante rol como prestamista de última instancia.

No obstante, en estas circunstancias el rol conferido por el ejecutivo al BCV se limita apenas a reducir el encaje legal y a su mayor presencia en el mercado inter-bancario como medidas tímidas para atenuar la crisis de liquidez en el sistema financiero. Las propuestas de la directiva del BCV de llevar adelante medidas de urgencia para atacar lo que parecía el inicio de una crisis financiera fueron sistemáticamente ignoradas por el nuevo equipo de gobierno que asumió en 1994.

Es necesario puntualizar aquí que, paradójicamente, la reducción de las competencias del BCV en los ámbitos de regulación financiera en la Ley de 1992, le impidieron una actuación más decisiva para enfrentar los primeros síntomas de la crisis. Naturalmente, ello también pone en evidencia la carencia de mecanismos efectivos de coordinación entre los reguladores del sistema financiero y el BCV, lo que en nuestro entender *pone en entredicho la autonomía real del instituto emisor en circunstancias que ameritan su intervención inmediata para restituir la estabilidad monetaria.*

García, Rodríguez y Salvato (1998) observan que en la segunda “ola” de la crisis financiera, cuando se procede a la intervención de otros ocho bancos, se cometen nuevos errores en el manejo de esa crisis. Los mencionados autores señalan que sin la remoción de sus juntas directivas y con anuncios de auxilios financieros “irrestringidos” por parte del BCV, se genera una nueva ola de retiro de depósitos y se acrecienta la percepción sobre la confusión reinante entre las autoridades gubernamentales. Por si fuera poco, los anuncios de auxilios financieros “irrestringidos” por el BCV (convertido en el hiper-prestamista de última instancia cuando los recursos por garantías de FOGADE ya no se dan abasto para atender los requerimientos de inyección de dinero a la economía) van a incrementar los problemas de riesgo moral entre algunas instituciones bancarias, agravando las presiones sobre el sistema financiero.

En abril de 1994 se nombra un Comisionado Presidencial para la Reforma del Sistema Financiero, quien propone romper con las prácticas del BCV de monetizar las obligaciones de FOGADE y de la emisión de BCC para absorber liquidez. Este Comisionado plantea llenar el espacio de los BCC con la emisión de letras del tesoro. En opinión de García, Rodríguez y Salvato (1998), ello debía generar una mayor presión fiscal, incrementar la liquidez y la presión inflacionaria. Sin embargo, en nuestro entender, bien concebida, esta propuesta podía haberse constituido en la vía para convertir un problema de política monetaria de “corto” plazo (representada por los auxilios financieros del BCV) en uno de política fiscal de largo plazo (títulos de deuda pública para compensar parcialmente a los depositantes), atenuando en el tiempo el costo financiero de la crisis.

En todo caso, el enfrentamiento entre el mencionado Comisionado y la Presidenta del BCV conducen a la renuncia de esta última (quien argumenta la violación de la autonomía del BCV en materia de política monetaria), generando una aceleración del clima de desconfianza en la capacidad del gobierno para manejar esta crisis financiera. Con la

renuncia de la Presidenta del BCV y dos de los integrantes de la junta directiva del instituto emisor se abre también un espacio para el nombramiento de miembros más cercanos a la concepción de política del gobierno de turno. Con ello también se produce lo que podría interpretarse como *una violación de la autonomía política del BCV*, al quebrar la posibilidad de que el nombramiento de una parte de los integrantes del directorio no obedezca al llamado ciclo político-electoral.

De este modo, en ausencia de un programa consistente y creíble de intervención pública, los auxilios financieros se multiplican incesantemente, inyectando un volumen descomunal de recursos a la economía, con su consecuente efecto inflacionario (la inflación más alta de la historia de Venezuela). Esto permite hacer algunas acotaciones con respecto a los límites necesarios que debe conllevar el rol de prestamista de última instancia de un banco central, para hacerlo razonablemente compatible con su función de garante de la estabilidad monetaria y de precios. Pareciera que el gobierno, la gerencia de las instituciones financieras y el mismo público depositante pueden verse compelidos a conductas oportunistas cuando perciben al banco central como un garante ilimitado de los recursos del sistema financiero, conduciendo a lo que en anterior oportunidad se calificó como autonomía “perversa”.

Incapaces de soportar la estrategia de recuperación de la confianza de los depositantes y otros agentes económicos, hacia mediados de 1994 las nuevas autoridades del BCV apoyan la decisión del ejecutivo nacional de establecer un control cambiario y acomodan la política monetaria a las prioridades del gobierno, lo cual hace crecientemente negativas las tasas de interés. En consecuencia, la incertidumbre se acrecienta y se continúa debilitando la confianza del público en el bolívar, generando nuevas presiones sobre el nivel de los depósitos y el tipo de cambio (vía mercado paralelo).¹³

Por consiguiente, es posible señalar aquí que *una Ley que confería autonomía administrativa razonable al BCV para el ejercicio de su función de garante de la estabilidad monetaria y de precios, no fue en este caso condición suficiente para un “apropiado” desempeño del instituto emisor.*

Finalmente, después de una tercera y una cuarta ola de bancos intervenidos resultante de este clima de incertidumbres, la mayoría del sistema bancario logra conseguir en 1995 una senda para la salida de la crisis financiera: la combinación de ganancias especulativas en el mercado cambiario paralelo, una política de ampliación de los diferenciales entre tasas de interés activas y pasivas, así como la materialización de las devoluciones de las garantías a los depositantes por parte de FOGADE. Todo ello se consigue con el soporte financiero del BCV y con el apoyo del gobierno.

¹³ Alguno de nuestros comentaristas considera, no obstante, que la idea más importante en el momento era poner orden en los auxilios financieros, remover a los directores, y tomar control sobre los bancos “quebrados”, entre otros propósitos indirectos como el control sobre las tasas de interés.

El resultado es una recuperación apreciable del patrimonio del sistema bancario, pero con unos elevados costos fiscales para el país (más bien cuasi-fiscales, por las pérdidas patrimoniales del BCV) y una aceleración sin precedentes en la dinámica inflacionaria.

5. Caso 2: La Política Cambiaria durante los años 1990-1996

En una economía abierta la efectividad de la política monetaria depende del grado de movilidad de los capitales y del régimen cambiario. Sin embargo, en un contexto de movilidad de capitales donde los portafolios de inversión son sensibles a las desviaciones de las tasas de rendimiento respecto de la condición establecida por la paridad no cubierta de tasas de interés, la efectividad de la política monetaria dependerá en mayor medida del régimen cambiario que se adopte.

Esta interdependencia entre la política monetaria y la política cambiaria requiere que un banco central efectivamente autónomo tenga capacidad real para fijar, de manera independiente, un determinado esquema cambiario y de esta manera evite que cambios sistemáticos en el régimen o el nivel del tipo de cambio obstaculicen su objetivo de estabilidad de precios.

En este sentido, la ley actual del BCV otorga una “autonomía limitada”. En su artículo 89, la ley establece la figura de los convenios cambiarios entre el Ejecutivo Nacional y el Banco Central. Sin embargo, este esquema no establece las reglas para la resolución de potenciales conflictos en torno a la adopción de un régimen determinado. Esto puede implicar, como en efecto ocurrió en junio de 1994, que el Ejecutivo Nacional con el argumento de la emergencia constitucional, decida unilateralmente el régimen cambiario de su preferencia.

Si adicionalmente se incorpora al análisis el hecho de que en Venezuela el fenómeno de la inconsistencia intertemporal de la política económica se genera a través de la devaluación del tipo de cambio, entonces este punto constituye, sin duda alguna, una de las principales fallas en el diseño institucional actual del BCV.

En Venezuela el sector público es un exportador neto. Esta condición genera incentivos para que una vez acordado el monto del gasto público asignado, el Ejecutivo Nacional “sorprenda” a los agentes económicos con una devaluación que se traduce en una reducción de los salarios y de la deuda interna en términos reales. En este sentido, la devaluación ha constituido en esencia un mecanismo de corrección fiscal que permite al sector público obtener una fuente de ingresos adicionales (García *et al.*, 1997).

La manipulación del tipo de cambio como fuente de financiamiento sólo es efectiva en la medida que produzca efectos reales. Por lo tanto, el impacto de este tipo de medidas resulta intertemporalmente difuso e indeterminado. A corto plazo, una devaluación mejora las cuentas fiscales. No obstante, en la medida que la inflación se acelera, producto de la

expansión monetaria que causa el ajuste del tipo de cambio y cierre la brecha con el diferencial cambiario, las cuentas fiscales se deterioran y el efecto inicial de la devaluación es eliminado.

Cuadro 5.1 Causalidad entre el tipo de cambio y la aceleración de la inflación¹⁴

| | | |
|--|---------------|--------------|
| Test de Causalidad de Granger | | |
| Muestra: 1989:04 1999:12 | | |
| Rezagos: 6 | | |
| Número de Observaciones: 121 | | |
| Hipótesis Nula: | F-Estadístico | Probabilidad |
| ? 2LIPC no causa en el sentido de Granger a ? LTcambio | 1.85106 | 0.09593 |
| ? LTcambio no causa en el sentido de Granger a ? 2LIPC | 10.6714 | 2.7E-09 |

IPC: Índice de precios al consumidor.
Tcambio: Tasa de cambio nominal

Tomando como base datos mensuales, el Cuadro 5.1 muestra como las devaluaciones nominales en Venezuela son poco efectivas pues al estar acompañada de una aceleración de la tasa inflacionaria su efecto real es relativamente bajo.¹⁵

La situación anterior fue particularmente evidente en el año 1996, cuando gran parte del ajuste descansó en los ingresos fiscales (7,9% del PIB) obtenidos mediante la devaluación del tipo de cambio. Esta política de “*Stop and Go*”, genera un comportamiento volátil del tipo de cambio real en el corto plazo y reduce notoriamente el margen de maniobra en la conducción de la política monetaria por parte del BCV.¹⁶

Del análisis anterior se desprende la necesidad de llevar a cabo una reforma fiscal que minimice la vulnerabilidad externa de las cuentas fiscales y, por tanto, reduzca sustancialmente los incentivos de los hacedores de política para utilizar el tipo de cambio como un mecanismo de financiamiento fiscal. Adicionalmente, debe dotarse al BCV de

¹⁴ Una “L” antecediendo a una variable indica que se ha tomado el logaritmo, una “?” señala que se ha tomado la primera diferencia. El signo “?L” es igual a la primera diferencia del logaritmo que constituye una aproximación a la tasa de crecimiento de la variable y el signo “? 2L” indica la segunda diferencia o la aproximación a la aceleración de la variable.

¹⁵ Ambas variables son estacionarias en el mismo orden. Aunque el test se deriva generalmente de un modelo de vectores autorregresivos, aquí sólo se intenta describir la dirección de la causalidad entre ambas variables. Para un análisis completo del tema véase Guerra y Sanchez (1996).

¹⁶ García *et al.* (1998) señalan que en definitiva el BCV decide los resultados en términos de recesión o inflación de una devaluación en Venezuela. En este sentido, un ajuste del tipo de cambio acompañado por un incremento de forma sustancial en el monto de los títulos propios del BCV esteriliza el efecto monetario de la devaluación pero la hace altamente recesiva. Por otra parte, si el BCV no realiza una absorción de liquidez mediante la venta de sus títulos, el efecto de la devaluación será una alta expansión monetaria y con ella una aceleración en el incremento del nivel general los precios.

autonomía plena para diseñar y ejecutar la política cambiaria vista su interdependencia para la efectividad de la política monetaria.¹⁷

A continuación se analizará el papel del Banco Central en la decisión de adoptar un régimen de cambio fijo en junio de 1994 en medio de una fuerte crisis financiera y el funcionamiento del sistema de bandas cambiarias vigente desde junio de 1996. Finalmente se exponen algunas lecciones para el caso venezolano.

5.1. La política monetaria en el periodo 1989-1994: La transmisión de la volatilidad a los agregados monetarios

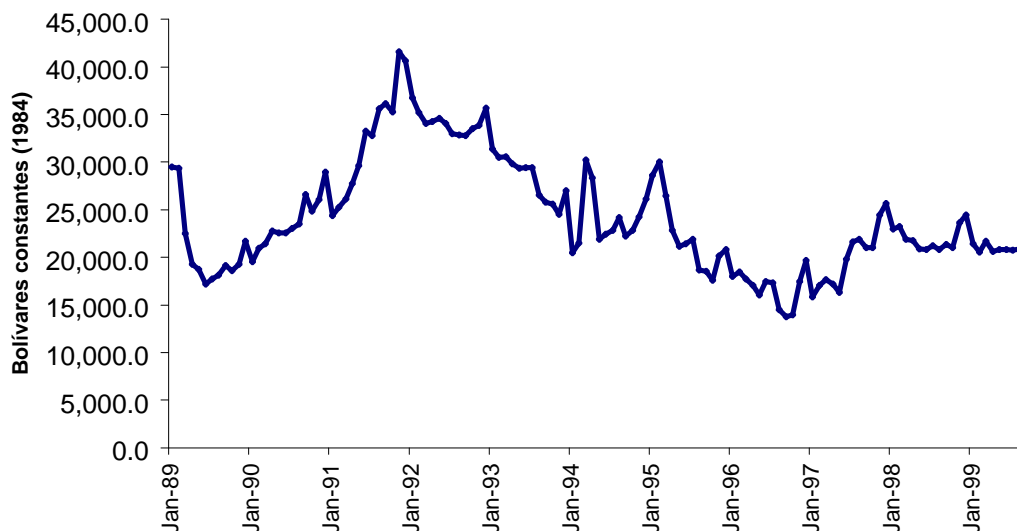
Como parte fundamental del programa de ajustes iniciado en febrero de 1989 se decidió establecer un régimen de tipo de cambio flexible que eliminara las distorsiones del régimen de cambios diferencial y que a su vez permitiera al banco central ganar espacio para la ejecución de la política monetaria.

Sin embargo, contrario a lo esperado teóricamente, el comportamiento de los principales agregados monetarios durante el periodo que va desde 1989 hasta 1994 estuvo caracterizado por su alto grado de volatilidad. La base monetaria, por ejemplo, sufrió una caída en términos reales de 28% en 1989 para luego crecer un 37% en 1991 y volver a caer en 12% durante 1992 (véase Gráfico 5.1)

Por otra parte, la actuación del BCV no logró revertir el proceso de caída de la demanda de dinero iniciada en el año 1992 producto de la desaceleración del proceso de crecimiento, impulsado a su vez por la desaparición del shock externo positivo y el clima de incertidumbre política de ese año. La caída demanda de dinero unida a la escasa supervisión bancaria en aquellos momentos resultó un factor clave en la explicación de la crisis financiera iniciada en 1994.

¹⁷ La implementación de un fondo de estabilización macroeconómica que permita ahorrar recursos ante un shock externo de carácter transitorio puede igualmente contribuir al logro de este objetivo.

Gráfico 5.1 Evolución de la Base Monetaria Real en Venezuela



En el plano monetario, la crisis obligó al banco central a supeditar sus objetivos al logro de la estabilidad del sistema de pagos haciendo uso de su condición de prestamista de última instancia. La inyección de liquidez al sistema produjo una expansión de la base monetaria de aproximadamente 50% durante el mes de febrero de 1994 a través de la modalidad de auxilios financieros.

En medio de este escenario la demanda de dinero volvió a mostrar una tendencia a la baja lo que incrementó la presión sobre el mercado cambiario. De esta manera, la inyección monetaria del BCV, por medio de los auxilios financieros, y en un contexto de caída de la demanda de dinero implicaba una pérdida constante de reservas internacionales a través de fuga de capitales. Este proceso hizo insostenible el régimen de *crawling peg*, así como algunas modalidades de subasta de divisas implementadas durante los meses de abril y mayo de 1994.

En junio de 1994 el Ejecutivo Nacional decide unilateralmente, al margen del artículo 89 de la ley del BCV y de los acuerdos cambiarios anteriores, decretar un control de cambios. Este episodio constituye sin duda alguna el golpe más fuerte a la autonomía del Banco Central.

La decisión de establecer un régimen cambiario fijo que hacía endógena la política monetaria y la circunscribía a la determinación de un nivel estable de reservas internacionales no contuvo, sin embargo, el proceso inflacionario. Esto trajo como consecuencia un incremento en el grado de apreciación real del tipo de cambio, deterioro de la cuenta corriente y finalmente en una caída de las reservas internacionales que obligaron a dos nuevos ajustes cambiarios en diciembre de 1995 y abril de 1996 y que totalizaron una devaluación acumulada de 176%.

5.2. El esquema de bandas cambiarias (1996-1999)

El 8 de julio de 1996 comienza a operar formalmente en Venezuela el sistema de bandas cambiarias. El principal objetivo de este sistema era evitar las rigideces propias de los esquemas extremos y otorgar al banco central un cierto margen de maniobra para la instrumentación de su política monetaria.

En principio, un esquema de bandas creíble genera en el tiempo una mayor estabilidad del tipo de cambio real (Engel y Hakkio, 1993) lo cual constituía un régimen adecuado para la economía venezolana debido a su alto grado de vulnerabilidad externa.

Ahora bien, para que los objetivos del régimen de bandas cambiarias se cumplan, uno de los pre-requisitos debe ser la ausencia de intervenciones intra-marginales por parte de la autoridad monetaria, es decir, el tipo de cambio debe fluctuar libremente en el interior de la banda y una vez que se acerca a uno de los extremos, el sólo hecho de esperar la intervención por parte del banco central, induce a los agentes económicos a desistir de la compra o venta de divisas pues el valor esperado futuro del tipo cambio es contrario al necesario para llevar a cabo ganancias en el mercado cambiario.¹⁸

El cumplimiento de las dos condiciones anteriores depende crucialmente del grado de credibilidad que otorguen los agentes al compromiso de la autoridad monetaria para sostener el esquema de bandas. En caso que el régimen disfrute de credibilidad perfecta, se espera que el tipo de cambio sea más estable en los extremos de la banda que alrededor de la paridad central. Lo anterior es producto del proceso de reversión a la media que genera la intervención esperada por parte del banco central y que le otorga al tipo de cambio, cuando se ubica en alguno de los extremos, un comportamiento determinístico y no estocástico como ocurre cuando se encuentra alrededor de la paridad central.¹⁹

Adicionalmente, la reversión a la media implica que en la medida que el tipo de cambio se ubique próximo al piso o techo de la banda, el diferencial de intereses internos y externos, que refleja la devaluación esperada del tipo de cambio, tiende a eliminarse o inclusive en ausencia de primas de riesgo puede hacerse negativo.

Por otra parte, en presencia de credibilidad imperfecta, se observa que el régimen es mucho más estable alrededor de la paridad central que en los extremos debido a la existencia de intervenciones intra-marginales y a la expectativa por parte de los agentes económicos de realineaciones en la medida que se alcanzan alguno de los extremos. Esto implica que a diferencia de los esquemas con credibilidad perfecta, en sistemas de bandas cambiarias con

¹⁸ Incluso en el límite el tipo de cambio es tangente a los extremos de la banda y luego regresa hacia la paridad central. La condición de tangencia de los extremos se conoce como “smooth pasting” mientras que la trayectoria que sigue el tipo de cambio una vez que es tangente al piso o al techo de la misma se denomina reversión a la media.

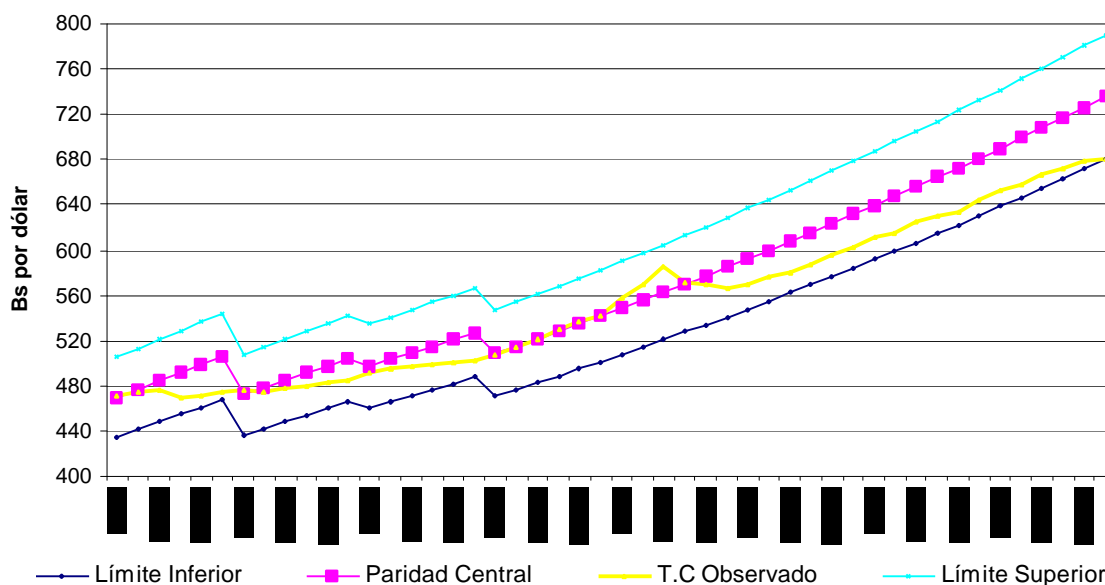
¹⁹ En el interior de la banda se supone que el tipo de cambio es función de los fundamentos macroeconómicos representados por la oferta monetaria y, la velocidad del dinero o el crecimiento del producto; estos fundamentos se comportan como un paseo aleatorio (Rogoff y Obstfeld, 1997).

poca credibilidad, el diferencial de intereses aumenta en la medida que el tipo de cambio se acerca a los extremos.

Alves, Fontes y Almeida (2000), demuestran que el caso brasileño es un buen reflejo de un modelo de credibilidad imperfecta al presentar no sólo cuatro re-alineaciones de la paridad central sino que los resultados de pruebas econométricas con datos de frecuencias diaria confirman las características teóricas de un régimen de bandas con baja credibilidad.

El caso venezolano presenta características similares al brasileño en el sentido que durante el lapso bajo estudio de este régimen, el BCV implementó tres realineaciones de la paridad central y de la tasa de deslizamiento mensual. Adicionalmente, en junio de 2000 se hizo claro que el BCV había alterado los parámetros de la banda nuevamente. A diferencia de las anteriores modificaciones esta nueva regla se anunció seis meses después de haber sido aplicada y luego que el tipo de cambio observado perforara el piso de la banda bajo los parámetros anteriores. La nueva regla se basa en una depreciación diaria de 0,34 bolívares por dólar, lo que implica una tasa decreciente de depreciación anual y convergerá en el tiempo hacia un tipo de cambio fijo.

Grafico 5.2 Esquema de Bandas Cambiarias en Venezuela. 1996-1999

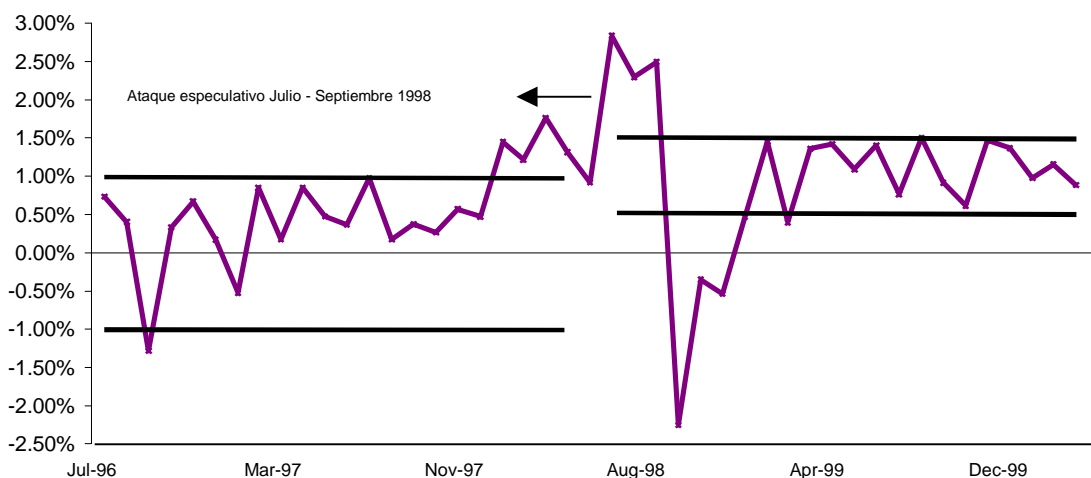


Fuente: BCV y cálculos propios

Adicionalmente, como lo señaló en 1999 la Oficina de Asesoría Económica y Financiera del Congreso Nacional, en la práctica el BCV ha operado sobre una mini banda,

es decir ha realizado de forma sistemática una política de intervenciones intra-marginales que no permite que el tipo de cambio se deslice más allá del uno o dos por ciento. Pero, incluso sobre el período de vigencia del esquema de bandas cambiarias puede distinguirse una realineación de la propia mini banda lo que revela el poco grado de compromiso que el BCV tiene con el actual esquema cambiario (ver Gráfico 5.3)

Gráfico 5. 3 Evolución de la tasa de variación del tipo de cambio observado. 1996-2000



Fuente: BCV y cálculos propios

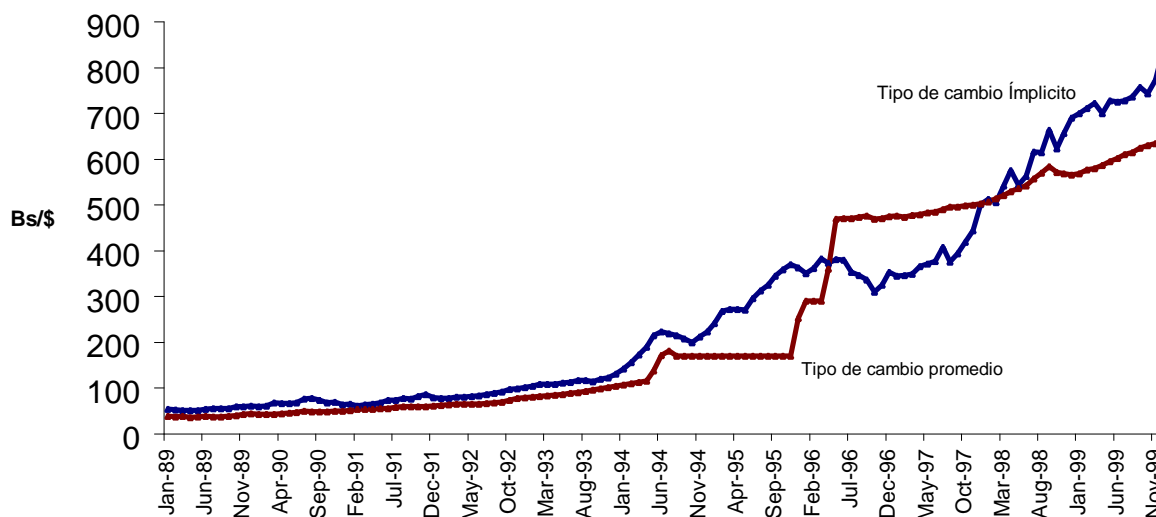
5.3. La credibilidad de la política cambiaria: lecciones del caso venezolano

La existencia de una mini banda sólo puede justificarse por la presencia de volatilidad dentro de la banda y más precisamente de un mecanismo acelerador de la misma. Es decir, una desviación por encima del promedio hoy genera una desviación mayor en la fecha siguiente y así sucesivamente. Este comportamiento, en el interior de la banda induce a la autoridad monetaria a realizar intervenciones intramarginales lo que difiere de lo esperado teóricamente y refuerza la tesis de la baja credibilidad cambiaria por parte del banco central de Venezuela en el manejo de la política cambiaria.

Ahora bien, si el propio BCV actúa violando el anuncio previo sobre los parámetros de la banda, entonces la señal que está transmitiendo es totalmente contraria a la que finalmente persigue ya que estas acciones deterioran su reputación en el manejo de la política cambiaria y, por tanto, acentúan el problema de la credibilidad.

Estudios realizados por técnicos del BCV reflejan que la persistencia inflacionaria en Venezuela es explicada en buena medida por la ausencia de credibilidad en la política económica. El modelo utilizado construyó dos índices de credibilidad: la razón de base monetaria respaldada con reservas y el diferencial de tasas de interés. Ambos indicadores resultaron estadísticamente significativos en la explicación de la persistencia inflacionaria en Venezuela (Guerra y Sánchez, 1997).

Gráfico 5.4 Evolución del tipo de cambio promedio y del tipo de cambio implícito en Venezuela, 1989-1999



Fuente: BCV y cálculos propios

Esta aproximación teórica pudiese explicar el porqué una economía con una caída del 7,2% del PIB y que acumula un grado de apreciación real significativo, presenta sin embargo un índice de inflación de veinte por ciento.

Un indicador intuitivo de credibilidad en la política económica es el tipo de cambio implícito definido como el respaldo en términos de reservas internacionales de la liquidez monetaria. Tal como se observa en el Gráfico 5.4 el tipo de cambio implícito se ubica en más de 800 bolívares, lo que refleja un margen de apreciación ligeramente superior al 25%. Adicionalmente al problema del tipo de cambio, otro de los factores que alimenta el problema de credibilidad lo constituye la reforma del fondo de estabilización macroeconómica implementada en mayo de 1999 así como la gerencia posterior de sus recursos.

El caso cambiario venezolano muestra claramente la existencia de un patrón de baja credibilidad por parte de los agentes económicos. Un grado bajo de credibilidad cambiaria reduce la efectividad de la política monetaria a través de varios canales²⁰. Identificar las fuentes del problema de credibilidad ameritaría otro estudio más amplio y que para el caso venezolano indudablemente pasa por analizar la gestión fiscal. Sin embargo, pueden adelantarse dos aspectos importantes. El primero tiene que ver con el grado de cumplimiento de los anuncios por parte de la autoridad monetaria con miras a elevar la

²⁰ Una de las principales vías ocurre a través de las intervenciones intra marginales dentro de la banda ya que las mismas aumentan el grado de endogeneidad de la política monetaria. Adicionalmente, una defensa del techo de la banda, que implica subir las tasas de interés, puede tener altos costos recesivos.

reputación de su actuación y la segunda implicación se circunscribe a la necesidad de dotar al BCV de plena autonomía en materia cambiaria dado que la vigencia de un marco legal asimétrico como el actual, donde se obliga al BCV a un acuerdo cambiario con el Ejecutivo Nacional y no al revés; conjuntamente con el incentivo fiscal a la devaluación, disminuye sin duda alguna, la credibilidad sobre el esquema cambiario vigente y con ello la efectividad de la política monetaria.

6. Conclusiones y Recomendaciones

Es evidente que ninguna ley, reglamentos y estatutos internos que norman las funciones de un banco central pueden prever las infinitas situaciones que deben enfrentar estas agencias públicas. Sin embargo, existe consenso derivado tanto de estudios académicos como de la misma experiencia, de ciertos elementos mínimos que debería contener un apropiado arreglo institucional para la actuación de las autoridades monetarias.

Por supuesto, uno de los retos centrales para lograr ese diseño cercano a un “óptimo relativo” es la aprobación y el compromiso creíble de los actores políticos y autoridades económicas de un arreglo formal que sienta las bases para un desempeño acorde con el objetivo de estabilidad de precios, pero a la vez con suficiente flexibilidad para desviarse temporalmente del mismo cuando se presentan condiciones económicas claramente preestablecidas por ese arreglo.

En líneas generales, en el caso venezolano se cuenta con muchos de los elementos institucionales calificados como requeridos para el ejercicio de la autonomía formal del BCV: objetivos e instrumentos aceptablemente bien definidos para la política monetaria, restricciones para financiar déficit fiscales y problemas de solvencia en el sector financiero, injerencia limitada del poder ejecutivo para la remoción de las autoridades, y mecanismos relativamente explícitos para la rendición de cuentas sobre su gestión, entre otros. Con algunas de las reformas introducidas en la Constitución de 1999 en estas materias, se dispone entonces de “derechos de propiedad” suficientemente bien especificados en el caso venezolano como para optimizar la actuación del BCV en materia de política monetaria.

No obstante, se han registrado algunas notables ausencias en el arreglo institucional vigente. En primer lugar, quizás valdría discutir sobre la conveniencia de una definición más “flexible” del objetivo de estabilidad monetaria, que permita la intervención independiente del BCV frente a situaciones de emergencia tales como las crisis financieras. En segundo lugar, se observa la carencia de mecanismos específicos para la coordinación entre las políticas fiscal y monetaria; en tercer lugar, se alega como una deficiencia de ese arreglo, la ausencia de sanciones a las autoridades del BCV por incumplimiento de metas de la política monetaria.

En lo que respecta a una definición más “flexible” del objetivo de estabilidad monetaria, es evidente que ese ideal viene acompañado en la realidad por una serie de dilemas de política pública: sí se mantiene una definición rígida de estabilidad de precios,

podemos encontrarnos con un banco central bastante atado de manos para intervenir en forma independiente frente a situaciones de emergencia. En su función de prestamista de última instancia, el BCV parece disponer de insuficientes grados de libertad para apoyar la actuación de instituciones como FOGADE y la Superintendencia de Bancos.

Así lo ilustra la experiencia en materia de crisis financiera presentada en el primer caso de estudio, pues como se ha dicho en la sección 4: si bien luce relativamente claro el tipo de actuación que puede esperarse de un BCV autónomo en sus funciones de contención de políticas fiscales expansivas bajo circunstancias “normales” de la economía, no es de sorprender que aparezcan dilemas de política para el instituto emisor cuando este tiene que servir de soporte de la actuación de las autoridades fiscales y de los reguladores financieros en su propósito de brindarle credibilidad a su intervención sobre las instituciones bancarias.

Pero también es cierto que una definición flexible del objetivo de estabilidad monetaria puede conducir a que las autoridades fiscales estén continuamente haciendo un llamado a la postergación de medidas de estabilidad monetaria. Es difícil, por no decir imposible, identificar cuál de esas alternativas tiene más costos y más beneficios. No obstante, es probable que esta segunda opción termine lesionando más directamente la autonomía real de un banco central y, por consiguiente, debe evaluarse con ponderación.

Con respecto al segundo de estos elementos, debe señalarse que más allá de una mención genérica a la obligación del BCV a “cooperar en la coordinación de la política monetaria con la política fiscal”, la Ley de 1992 carece de mandatos y mecanismos precisos para que las autoridades del instituto emisor puedan ejercer esta importante función. El problema en este caso es que, en ausencia de esos mecanismos, se potencia la que en definitiva es una de las mayores amenazas de la existencia de un banco central independiente: la posibilidad de que su autonomía genere fallas de coordinación en el resto de la política económica. La literatura teórica y empírica sobre independencia de los bancos centrales ha advertido reiteradamente los riesgos de que se produzca una autonomía “perversa”, creando conflictos innecesarios entre las autoridades monetarias y sus contrapartes económicas del gobierno.

En la Constitución de 1999 se establece un mandato para subsanar esta debilidad, creando la figura de un *acuerdo anual de políticas* entre el BCV y el Ministro de Finanzas, pero hasta tanto no se disponga de una nueva Ley para el BCV es poco lo que puede adelantarse sobre presuntas mejoras esperadas en la coordinación de las políticas monetaria y fiscal como resultado de ese enfoque contractual.

Respecto al tercero de estos aspectos, la ausencia de sanciones a los responsables de la política monetaria por incumplimiento de sus compromisos preestablecidos, más allá de condiciones específicamente definidas de antemano para desviar su actuación de los acuerdos contractuales (básicamente shocks de oferta), esto constituye una carencia importante en el arreglo institucional vigente que norma la actuación del BCV.

Sobre este particular, es útil mencionar brevemente algunas salidas institucionales que han sido experimentadas por otros países, no sólo a nivel de bancos centrales, sino inclusive en otras agencias gubernamentales. Por ejemplo, en el caso de Nueva Zelanda el arreglo institucional vigente desde 1989 contempla la destitución del Presidente de su banco central cuando no se cumplen las metas acordadas previamente con el gobierno en materia de estabilidad de precios, salvo en circunstancias bien especificadas en la ley.

En este sentido, sí se acepta que las autoridades monetarias tienen interés por conservarse en el cargo y además son elegidos por su reputación profesional, es de esperar que ellas tomarán todas las previsiones a su alcance para lograr esa estabilidad de precios. En el caso de ese país, la experiencia ha confirmado precisamente la hipótesis de que un alto grado de autonomía para el banco central se traduce en un bajo nivel de inflación.

Otras agencias gubernamentales, fundamentalmente responsables de competencias de regulación, han experimentado buenos resultados en su gestión cuando han sido expuestas a una estructura de incentivos y sanciones en el ámbito presupuestario. Por ejemplo, recortes e incrementos presupuestarios según el desempeño de una entidad pública, aprovechando los objetivos propios de toda burocracia, parecen promover una mejor gestión. La pregunta relevante es entonces si algunos de estos mecanismos son factibles de instrumentar en Venezuela y, particularmente, en el caso del BCV.

En principio, existen algunos factores asociados a la cultura institucional actual de la administración pública, y más específicamente en el ámbito presupuestario, que pueden atentar contra esa posibilidad (la forma como se “negocian” las partidas presupuestarias tanto a nivel del poder ejecutivo como del poder legislativo, las prácticas generalizadas de homologación en las remuneraciones, etc.). Quizás en este caso operen más bien incentivos vinculados a las relaciones políticas y profesionales de las autoridades monetarias, de modo que la referencia para evaluar su comportamiento y las señales a las que responden exigen otro tipo de hipótesis de trabajo.

No hay dudas que si uno concibe la autonomía institucional del BCV como un activo intangible requerido para producir apropiadas políticas monetarias, resulta apropiado dotar a esa agencia de los mecanismos formales para que optimice su desempeño. El reto, sin embargo, es lograr un equilibrio sostenible entre independencia administrativa y coordinación con otras instancias públicas. Esto es muy importante en una economía como la venezolana donde el mecanismo de transmisión monetaria inhibe cualquier movimiento creíble de control sobre la oferta monetaria, particularmente en el contexto de cambiantes condiciones en los términos de intercambio. Ello le imprime una significativa volatilidad a la economía venezolana, que impide al BCV suavizar los movimientos monetarios que se producen como consecuencia de este y otros shocks externos a los que está expuesta con cierta frecuencia nuestra actividad económica

Referencias Bibliográficas

- Alesina, A. y Summers, L. 1993. "Central bank independence and macroeconomic performance: Some comparative evidence". *Journal of Money, Credit, and Banking*. 25 (2): 151-162.
- Almeida, M., Arbex, M. y Fontes, R. 2000. "Perfect and Imperfect Credibility: A Brazilian Target Zone Analysis". Trabajo presentado en el Cuarto Seminario BALAS, Caracas, Venezuela.
- Baron, D. 1996. "The Economics and Politics of Regulation: Perspectives, Agenda and Approaches." En: J.S. Banks y E.A. Hanushek, editores. *Modern Political Economy: Old Topics, New Directions*. Cambridge, Reino Unido: Cambridge University Press.
- Constitución de la República Bolivariana de Venezuela. Asamblea Constituyente. Diciembre 1999.
- Cukierman, A. 1992. *Central bank strategy, credibility, and independence: theory and evidence*. Cambridge, Estados Unidos: MIT Press.
- Cukierman, A. y Webb, S. 1995. "Political influence on the central bank: international evidence". *World Bank Economic Review*. 9 (3): 397-423.
- Dorta, M.; J. Guerra, J. y Sánchez, G. "Persistencia inflacionaria en Venezuela". Caracas, Venezuela: Vicepresidencia de estudios económicos del BCV. Documento mimeografiado.
- Engel, C. y Hakkio, C. 1993. "Exchange Rate Regimes and Volatility". *Economic Review*. Federal Reserve Bank of Kansas City. 78 (3): 43-58.
- Fischer, S. 1995. "Central-Bank Independence Revisited". AEA Papers and Proceedings. *American Economic Review*. 85 (2): 201-206.
- García, G. 1997. "La Sostenibilidad de la Política Fiscal en Venezuela." Working Paper 317. Washington, DC, United States: Banco Interamericano de Desarrollo, Departamento de Investigación.
- García, G., Salvato, S. y Rodríguez, R. 1998. *Lecciones de la crisis bancaria de Venezuela*. Caracas, Venezuela: Ediciones IESA.
- Grilli, V., Masciandaro, D. y Tabellini, G. 1991. "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries". *Economic Policy*. 13.
- Guerra, J. y Sánchez, G. 1996. "Una década de inflación en Venezuela: un estudio con vectores autoregresivos". En: L. Vera, editor. *Contribuciones al análisis de la inflación: Anotaciones para el caso venezolano*. Caracas, Venezuela: Ediciones EVE.

Guerra, J., Sardi, R. y Sáez, F. 1996. *Aspectos teóricos y operativos para la definición de una banda cambiaria en Venezuela*. Caracas, Venezuela: Colección Premio Ernesto Peltzer del Banco Central de Venezuela.

Guerra, J., Rodríguez, P. y Sánchez, G. 1998. “Mecanismos de transmisión en la política monetaria en Venezuela.”. *Revista del Banco Central de Venezuela*. 12: 57-81.

Kydland, F. y Prescott, E. 1977. “Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans”. *Journal of Political Economy*. 85: 473-492.

Ley del Banco Central de Venezuela. Congreso de la República de Venezuela. Diciembre 1992.

Silva, C.R. 1990. *Medio Siglo del Banco Central de Venezuela*. Caracas, Venezuela: Academia Nacional de Ciencias Económicas.

Walsh, C. 1995. “Optimal Contracts for Central Bankers”. *American Economic Review*. 85 (2): 150-167.