



# BCVOZ

E C O N O M I C O

5 DEPARTAMENTO DE INFORMACION Boletín económico informativo mensual, agosto de 1999 • año 4

## ¿Está sobrevaluado el bolívar?

*Luis. E. Rivero M.*

*Asesor de la Presidencia del BCV*

El análisis de la supuesta sobrevaluación -como algunos apuntan, de 30%, 40% o más- puede enfocarse en una doble dirección: por un lado, en términos de los métodos para medir la sobrevaluación del bolívar, y por el otro, en relación a los hechos visibles, o consecuencias, del valor que tiene el bolívar frente al dólar en la actualidad.

Ciertamente, en el Banco Central se hacen mediciones sobre el valor externo del bolívar con la idea de usarlos como referencia indicativa, dentro del conjunto de elementos que confluyen para la toma de decisiones. Y no son puestos a disposición del público porque el Banco se cuida de no generar expectativas por la vía de la divulgación de ejercicios teóricos y proyecciones hipotéticas.

En todo caso, y esto es lo importante, esos análisis basados en modelos económicos no arrojan resultados que preocupen a las autoridades del Instituto. En tal sentido, la comunidad venezolana puede estar tranquila acerca del manejo del mercado cambiario que la autoridad está haciendo.

Por el otro lado: el de los hechos, se confirma lo expresado. Una moneda sobrevaluada afecta negativamente las reservas internacionales. Estas, por el contrario, han crecido en los últimos meses.

Con la sobrevaluación tienden a disminuir las exportaciones no tradicionales y a aumentar las importaciones. Las exportaciones no

tradicionales, sin embargo, aumentaron sostenidamente durante 1996, 1997 y 1998. En el primer semestre de 1999 disminuyeron, pero en su retroceso ha pesado mucho más la recesión por la que atraviesa Colombia. Con esto se ha demostrado que las fluctuaciones del ingreso nacional de ese país son más determinantes en nuestras exportaciones que el precio relativo de nuestras mercancías. Téngase presente que con respecto a la sobrevaluación de una moneda, lo que más interesa es el precio, no el ingreso.

Por el lado de las importaciones, también se ha presenciado una caída fuerte en el primer semestre del año, de 43% según cifras del Seniat. Si el bolívar estuviera fuertemente sobrevaluado, las importaciones mostrarían tendencia a crecer. Nuevamente, la caída del ingreso nacional, en este caso de Venezuela, explica más el comportamiento de las mismas que su precio.

Con relación al mercado financiero, la sobrevaluación de la moneda de un país incentiva un aumento de las tasas de interés internas, como compensación por las expectativas de devaluación que se crean. En Venezuela, al contrario, las tasas han venido cayendo.

Las expectativas de devaluación crecen con la sobrevaluación de la moneda. En Venezuela, hoy en día, pocos dudan sobre la sostenibilidad de los parámetros de la banda cambiaria en un plazo razonable, lo que equivale a descartar expectativas sombrías sobre esta variable.

El mismo comportamiento de la tasa de cambio observada rechaza la idea de la sobrevaluación. Es verdad que durante 1996 y 1997 hubo distanciamiento entre el diferencial de inflación de Venezuela y sus socios comerciales, por un lado, y la velocidad a la que se depreció el bolívar. Pero también es cierto que al abrirse el mercado cambiario durante 1996, luego del control de los dos años previos, se partió de una subvaluación notable del bolívar, producto de las fuertes devaluaciones acaecidas en 1995 y ese mismo año de 1996.

Durante 1998 y 1999, por su parte, la diferencia entre la inflación del país y la tasa de depreciación ha bajado drásticamente, al punto que a la fecha, la depreciación acumulada para el año 1999 es de 8,9%, mientras que la inflación acumulada llega a 11,9%, sólo 3 puntos porcentuales de diferencia, a la cual todavía hay que restarle la inflación de nuestros socios comerciales. La diferencia en la cual se podría basar la idea de una sobrevaluación, es pequeña.

Las autoridades del BCV han expresado formalmente que no se debe esperar una depreciación -y menos una devaluación- que iguale a la inflación observada. Tal política conduciría a la perpetuación del círculo vicioso inflación-devaluación. En todo caso, están comportándose dentro de una óptica de no irse a ese extremo ni al otro: el de mantener fijo el cambio, sin que se haya resuelto el problema del déficit fiscal.

## El Banco Central de Venezuela: Autonomía y Derecho Constitucional

*Los días 19, 20 y 21 de julio de 1999 se realizó el III Encuentro Internacional de Economía "Economía y Derecho Constitucional», organizado por la Revista BCV. ¿El objetivo? Analizar las materias constitucionales que atañen a las relaciones económicas en momentos cuando el país se abría a un proceso de definición de la nueva base constitucional de la República. Se convocó a personas con experiencia reciente en procesos similares, como es el caso de Rodrigo Llorente y Roberto Junguito, director del Banco de la República, ambos involucrados en la Constituyente de Colombia en 1991. También asistieron académicos de las universidades de Yale (EEUU), Cambridge (Inglaterra) y España. El tema de la autonomía del BCV en el marco del Derecho Constitucional fue uno de los temas que concitó mayor interés. El análisis se realizó simultáneamente en Caracas y Maracaibo, vía videoconferencia. Participaron la ex presidenta del BCV, Ruth de Krivoy; el ex director del Instituto, Carlos Hernández Delfino; el economista Hugo Faría y los abogados Luis José Oropeza y José Benjamín Escobar. Opiniones coincidentes en la necesidad de dar rango constitucional al BCV y su autonomía institucional y funcional.*

### Ruth de Krivoy

*"Un objetivo claro"*

Si queremos tener un Banco Central realmente fuerte debemos establecer una institución cuya legitimidad democrática se fortalezca con el tiempo. Démosle un mandato claro en la Constitución, pero un mandato que implique al Ejecutivo en cuanto a la coordinación de políticas; al Legislativo, en cuanto a la consecución de los fines de la política monetaria; y al Poder Judicial para el cumplimiento de la ley. Cosa muy importante para nuestro régimen constitucional y legal es que no debe haber institución alguna en el sector público en Venezuela con potestad para juzgar la política monetaria.

No puede haber política monetaria autónoma si no está resuelto el problema fiscal, si la política cambiaria no cuadra con la política económica y si el sistema financiero no es sólido y suficientemente desarrollado y profundo en cuanto a reducir la dependencia con respecto a la banca comercial, pues en un país donde el sistema de pagos y la intermediación financiera descansan en la banca comercial y la banca comercial tiene debilidades, allí hay una reacción en cadena que en definitiva reduce el espacio y la independencia de la política monetaria.

¿Qué le falta a la legislación venezolana para fortalecer la autonomía?

1. Rango legal.
2. Que el Banco Central tenga un objetivo claro.
3. Reglas para la resolución de conflictos. Debe haber una solución operativa más fuerte para el tema de la coordinación del Banco Central con la supervisión bancaria y la supervisión del sistema de pagos.
4. Mayor seguridad jurídica para directivos y funcionarios. Debe quedar establecido que no puede haber responsabilidad personal por decisiones de política monetaria.
5. Normas más claras sobre la regla fiscal con la que se va a manejar el país y los mecanismos de estabilización, porque sin ellos la política monetaria y la autonomía quedarían como letra muerta.
6. La Constitución venezolana es bastante flexible en cuanto a la declaración de estados de excepción. Reglamentemos en la Constitución el ámbito, el propósito y el alcance de los estados de excepción para que todo lo demás tenga sentido.

### Luis José Oropeza

*"Equilibrio presupuestario"*

El concepto de autonomía del Banco Central precisa la separación de dos aspectos: se le confiere al instituto emisor absoluta autonomía para decidir en cuanto a los instrumentos de política monetaria, ya sea el arbitraje de la tasa de interés, las operaciones de mercado abierto y la fijación de los requerimientos de reserva para activar un control decisivo y efectivo sobre la inflación. Al mismo tiempo, debe entenderse esa autonomía como la inmunidad que debe tener el Banco para que ninguno de los poderes públicos, ni siquiera la opinión pública, pueda hacer revertir una decisión que éste adopte en el ejercicio de sus funciones soberanas.

De nada vale que hagamos todas las previsiones constitucionales en torno a la cuestión monetaria si la cuestión fiscal sigue caminando sin regulaciones, aparte de toda restricción de orden jurídico y constitucional. Creo que en Venezuela ha llegado la hora de incorporar la proposición de James Buchanan, economista de la Universidad de Virginia, Estados Unidos: consagrar en Venezuela, definitivamente, un equilibrio presupuestario, porque no hay política monetaria que valga que sea capaz de tener potencial y habilidad y eficacia para manejarse en un clima donde el Estado, el otro brazo de la política económica, tenga discrecionalidad para gastar impunemente.

### José Benjamín Escobar

*"BCV sin representación del Ejecutivo"*

Algunas ideas para el debate constitucional:

- \*Delimitar el objeto del Banco Central, cual es la estabilización de precios.
- \*Coordinar la política cambiaria con ese objetivo.
- \*Eliminar la representación del Ejecutivo en el directorio del Banco para hacer de éste un órgano más profesional.

\*Establecer principios para resolver los conflictos que pudiesen presentarse entre la autoridad monetaria y la autoridad de política fiscal. En algunos países se encuentran acuerdos para fijar metas de inflación que permiten medir el ritmo en que se están cumpliendo esas metas a través del ejercicio económico de la política monetaria del Banco Central. En caso de que existan diferencias, debería predominar el objetivo antiinflacionario.

\*Relegar la función de prestamista de última instancia a la asistencia de liquidez genuina y no al otorgamiento de financiamiento para remediar problemas de sobrevivencia bancaria.

\*Sentar principios para hacer más transparente y más efectiva la economía financiera del Banco en todo lo que se refiere a la constitución de reservas y al otorgamiento de utilidades.

\*El control del Banco debería quedar expresamente establecido, de tal forma que comprenda no solamente la acción de la Superintendencia de Bancos, sino que dé lugar a auditorías externas de firmas calificadas y que quede enunciado que el control externo ejercido por la Contraloría General de la República atañe a la sinceridad de las operaciones realizadas por el Banco para la consecución de sus objetivos.

---

**Carlos Hernández Delfino**  
*"Legislación especial"*

---

Otorgar rango constitucional a la autonomía del Banco Central exige que se incorporen también a la Constitución previsiones que den contenido a este concepto y que permitan el desarrollo ordenado de una legislación especial que regule las actividades del Banco Central. En primer lugar, debe establecerse el papel fundamental del presupuesto público, de la política fiscal y de la política de financiamiento público en función de la estabilidad macroeconómica y la sostenibilidad fiscal de mediano plazo. El presupuesto no debe ser un hecho politizado anual, inconexo con las implicaciones previas y posteriores que tiene el ejercicio

presupuestario, sino que debe estar enmarcado en un concepto amplio de programación.

El tratamiento de este problema es incompleto en nuestra Constitución. El presupuesto se define como una previsión normativa en la que mecánicamente se define el concepto de balance entre ingresos y gastos, incluyendo dentro de los ingresos aquellos que resultan del endeudamiento, y no se hace ninguna referencia ni ninguna conexión entre temas presupuestarios y fiscales y los temas de financiamiento.

No entiendo un Banco Central que esté privado de la competencia de ejecutar la política cambiaria porque ésta es la imagen espejo de la política monetaria en determinados regímenes cambiarios. Si bien la política monetaria debe ser exclusiva responsabilidad del Banco Central de Venezuela, el régimen cambiario debe ser el resultado de una acción concertada entre éste y el Gobierno.

La definición precisa de los objetivos permite que no se recurra con frecuencia a la interpretación de éstos. Si uno lee el objeto del Banco Central de Venezuela podría ser interpretado de manera distinta por distintos hacedores de políticas, dando lugar entonces a un resultado que no es el socialmente óptimo.

La Ley Especial Orgánica que desarrolle la regulación de las actividades del Banco Central debe tener tal jerarquía que no sea posible su modificación desde afuera. El Ejecutivo no debe disponer de facultades regulatorias o reglamentación sobre el Banco Central. No me cabe la menor duda que en el contexto de la discusión fiscal monetaria debe haber una previsión inequívoca que señale la prohibición de que el Banco Central otorgue créditos al Gobierno.

---

**Hugo Faría**  
*"Estabilidad"*

---

El Banco Central tiene un rol fundamental como protector de la

propiedad privada, al preservar la integridad de la moneda. Entonces, ¿cómo lograr que el BCV proporcione un marco nominal de estabilidad para que pueda potenciarse, maximizarse el crecimiento económico del país?

Para lograr esto ayudaría el darle rango constitucional a la fijación de un único objetivo para el Banco Central de Venezuela, y éste debe ser el de la estabilidad de precios. En segundo término, darle rango constitucional a una promesa inquebrantable de estabilidad cambiaria, y tercero, una limitación al crédito doméstico.

La incorporación de estas reglas dentro de la nueva Carta Magna propiciaría, en primer lugar, la limitación de la sociedad política, que está basada en reglas coercitivas cuya hipertrofia disminuye la libertad individual, la responsabilidad personal y el crecimiento económico. Estas reglas son promotoras de la sociedad civil, la cual emana del mutuo consentimiento de asociaciones voluntarias, y promueven los derechos humanos, porque no olvidemos que el fruto de nuestro trabajo es sagrado; no olvidemos que el confiscar el fruto de nuestro trabajo, el no poder disponer libremente del fruto de nuestro trabajo, constituye una violación a un derecho humano.

Si no corregimos el desbalance que existe actualmente en Venezuela entre la sociedad política y la sociedad civil, desbalance que está representado por la inmensa riqueza encadenada en manos del Estado; si no comprendemos que el rol de la sociedad política es proteger a la sociedad civil y no crecer a expensas de ella; si no cambiamos en Venezuela la estructura de los derechos de propiedad, en síntesis, si no despolitizamos las instituciones que gobiernan el proceso económico, corremos el riesgo de continuar con regímenes populistas que asfixian el crecimiento económico y que por lo tanto exacerban nuestro principal problema, que es el de la pobreza.

### Reformas para la estabilidad económica

*(Extracto de la presentación de Manuel Lago Rodríguez en el marco del III Encuentro Internacional de Economía "Economía y Derecho Constitucional")*

**E**stamos transitando una etapa de cambios políticos y a las puertas de un proceso constituyente que debe aprovecharse al máximo para que la nueva legislación se oriente a fortalecer las instituciones fundamentales del país creando los incentivos necesarios para fomentar una economía de mercado eficiente y competitiva, desarrollar la iniciativa privada, profundizar la apertura económica y promover la firme inserción de Venezuela en la economía mundial. En este contexto, es de vital importancia la reforma en al menos cinco áreas que tienen un carácter prioritario para darle sostenibilidad en el tiempo a la estabilidad económica:

#### Area fiscal

\*Eliminar la asimetría asociada a la discrecionalidad del gasto público, que le da un carácter esencialmente procíclico a la política fiscal, impidiendo que ésta cumpla el necesario papel estabilizador en el contexto de la política económica global. Para lograr esto se requiere un conjunto de reglas de gasto asociadas a objetivos económicos o sociales que competen específicamente al Estado y que deberían concretarse en la producción de bienes públicos (defensa, seguridad ciudadana, salud, educación, administración de justicia, infraestructura, etc).

\*Contar con un genuino mecanismo de autoseguro para enfrentar los choques externos de origen petrolero, a objeto de reducir la incertidumbre y estabilizar la demanda interna y el crecimiento económico frente a la volatilidad de los ingresos petroleros.

\*Mejorar los mecanismos de control del gasto público y de la gestión presupuestaria, así

como la eficiencia de los instrumentos de recaudación impositiva.

\*Ordenar la política de endeudamiento del sector público sobre la base de los criterios de gasto indicados y su productividad económica y/o social, así como tomando en cuenta criterios de sostenibilidad intertemporal del equilibrio fiscal mediante la capacidad de generar los superávits primarios que requerirá el servicio de la nueva deuda pública.

\*Modernizar la estructura impositiva en el ámbito regional.

#### Area jurídica

Las reformas jurídicas deben orientarse a fortalecer la confianza de la sociedad en el Estado. Esa confianza deberá asegurarse con la certeza de que, sobre la base del ordenamiento jurídico que se establezca, el gobierno no va a intervenir arbitrariamente en la actividad privada y que se va a mantener fiel al cumplimiento de sus programas y obligaciones. Esa confianza también deberá permitir que los ciudadanos puedan tomar acciones para enfrentar decisiones arbitrarias o ilegales del Estado, así como asegurarles que se luchará a fondo contra la corrupción y que se combatirá con firmeza la delincuencia.

#### Derechos de propiedad

Constituyen una de las bases fundamentales de las economías que operan en el ámbito del mercado. Es necesario fortalecerlos con reglas precisas y transparentes. Esto facilita la toma de decisiones de la inversión privada, estimula la adopción de mecanismos de control y desarrolla las iniciativas del sector productivo.

#### Area financiera

Se hace necesario continuar fortaleciendo los mecanismos de supervisión y de regulación prudencial a objeto de minimizar el riesgo

moral y crear las necesarias redes de seguridad que incentiven cada vez más la confianza de la gente en el sistema financiero, el cual debe contar con la robustez suficiente para insertarse con firmeza dentro de los mercados emergentes del continente y del mundo.

#### Política monetaria

El Banco Central de Venezuela enfrenta importantes limitaciones en su papel fundamental de velar por la estabilidad monetaria, las cuales obedecen a la ausencia del papel estabilizador que debería jugar la política fiscal y a las restricciones propias de los instrumentos disponibles para llevar a cabo la gestión monetaria con mayor eficiencia. Este segundo aspecto necesita atención, particularmente en lo que se refiere a las operaciones de mercado abierto, cuyo desarrollo deberá orientarse a mejorar la eficiencia de las intervenciones en el mercado monetario, creando las condiciones para el uso de instrumentos de deuda pública que representen activos para el Instituto, así como impulsar el desarrollo de un mercado interbancario más diversificado y competitivo.

Se requiere también preservar y fortalecer la independencia y autonomía del Banco Central, tanto en lo formal como en lo funcional, como garantías esenciales de la libertad necesaria para adoptar las políticas y utilizar los instrumentos en función de los objetivos expresos que le asigna su ley. Esta libertad debe ejercerse en el marco de los objetivos generales de la política económica que le compete trazar al Ejecutivo Nacional y con la plena conciencia de que ellos se corresponden con la adopción de políticas globales consistentes y diseñadas en función de la necesaria estabilidad que permita el crecimiento sostenido y ordenado de la economía y el bienestar de la sociedad.

#### Presidente

Antonio Casas González

#### Primer Vicepresidente

Marcos A. Sandoval

#### Segundo Vicepresidente

Eddy Reyes Torres

#### Gerente de Comunicaciones

#### Institucionales

Mary Batista Lorenzo

#### Grupo Editor

Luis E. Rivero

Victor Fajardo Cortez

Maritza Reyes Santana

Txomin las Heras

Inger Pedrañez

#### Jefe del Departamento de Información

Txomin las Heras

#### Departamento de Información

Inger Pedrañez

María Fernanda Marcano

María M. Ramírez S.

Marthi Cardozo

Isabel Mora

#### Corrección

Solange Guanipa

#### Diagramación

Matiilde Salaverría

#### Impresión

Dpto. de Publicaciones

ISSN

1315-1407

Los artículos de opinión no reflejan necesariamente la política informativa del BCV.

El Grupo Editor evalúa los contenidos de esta publicación.