

**EL PROCESO DE AJUSTE DE BALANZA DE PAGOS, LA
POLITICA DE TASAS DE INTERES Y SU EFECTO SOBRE EL
MERCADO FINANCIERO**

Roxana Lattanzi*

* Profesora-Investigadora del Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales de la Universidad Católica Andrés Bello.

La economía venezolana arriba a 1989 con serios desequilibrios acumulados a lo largo de los últimos años, tanto en el sector externo como en el sector interno. Los desequilibrios de balanza de pagos se deben en parte, al deterioro de los ingresos de divisas por concepto de exportaciones petroleras cuyo desenvolvimiento no vislumbra sustancial mejoría a corto y mediano plazo, y por otra parte, a un servicio de deuda externa que acelera la pérdida de reservas. A estos factores estructurales del déficit en los pagos externos se suman los altos niveles de importaciones y la escasa gravitación de las exportaciones no tradicionales.

Junto al desequilibrio externo, la economía venezolana enfrenta otros desequilibrios macroeconómicos en el área financiera, el ámbito fiscal y de precios. Desequilibrios que acumulan distorsiones crecientes en los mercados internos, afectan la asignación de recursos y generan un cúmulo de restricciones internas, entre ellas los bajos niveles de ahorro interno que limitan el crecimiento económico.

Con el fin de corregir los desequilibrios existentes se formuló, a principios de 1989, un programa de ajuste que cuenta con la asistencia financiera del FMI.

I. PROGRAMA DE AJUSTE E INSTRUMENTOS DE POLITICA ECONOMICA

El esquema analítico básico que se ha intentado aplicar a las economías de los países que recurren a los programas de asistencia del FMI se basa, en términos generales, en una reducción de la demanda doméstica, a fin de limitar la expansión del crédito y el déficit fiscal, eliminando subsidios, incrementando impuestos y liberando precios controlados. El mecanismo de ajuste tiene como objetivo darle prioridad a la corrección del déficit del sector externo, acumulando reservas internacionales y reduciendo la disponibilidad de medios de pago en poder del público. Con esa contracción, debe descompresionarse la demanda agregada, de forma de liberar recursos, antes consumidos internamente, con el fin de emplearlos en la producción de bienes exportables y, además, restringir las importaciones.

1. Los Déficit Fiscales Recurrentes, la Demanda Agregada y el Desequilibrio Externo

En la economía venezolana, el Estado ha tenido una creciente significación por su activo papel en la provisión y orientación de los recursos productivos.

Especialmente en los últimos años, el Estado se ha desempeñado como el principal agente impulsor del crecimiento de los sectores productivos internos, a través de una política de gasto público caracterizada por tratar de contrarrestar la contracción experimentada en la actividad privada.

La política económica planteada a partir de 1986, se centraba en el incremento de la tasa de ocupación por encima de otros objetivos económicos, con tal fin la política fiscal se caracterizó por ser una política de expansión de la demanda agregada pública y, por inducción, de expansión de la demanda privada, exigiendo niveles crecientes de gasto público que se tradujeron en déficits fiscales recurrentes, en parte financiados inorgánicamente.

Otro elemento que paralelamente al déficit fiscal se constituyó en un mecanismo estimulador de la demanda fue la presencia de tasas de interés reales negativas. Las tasas de interés reales negativas propiciaron el consumo anticipado, en un contexto económico de expectativas

inflacionarias y de devaluación, generando una demanda de crédito subsidiada que se orientó a la adquisición de bienes de consumo durables e inmuebles, a la acumulación de inventarios y a la adquisición de activos externos.

El desequilibrio fiscal junto a tasas de interés reales negativas, condujo a una disparidad en el crecimiento de la demanda agregada con respecto al producto nacional. Esta disparidad en la demanda agregada y la oferta interna se solventó a corto plazo a través del crecimiento de las importaciones. Sin embargo, la política de amortización de deuda pública externa seguida a partir de 1986 conjuntamente con los déficits registrados en cuenta corriente, redujeron las reservas internacionales existentes a finales de 1988 (calculadas en 7,08 miles de millones de dólares, esto es, 3,92 miles de millones de dólares menos que a finales de 1987).

Las restricciones en los medios de pago externos, ante presiones de demanda interna, originaron situaciones de desabastecimiento y presiones inflacionarias, que se sumaron al impacto que por vía de costos habían surgido a raíz de las devaluaciones efectuadas a partir de 1983.

2. Modelo Utilizado por el FMI, para el Manejo y Control de la Demanda Agregada.

El Modelo utilizado por el FMI plantea la interrelación entre las cuentas externas y monetarias de una economía, puesto que considera el problema de la balanza de pagos como un fenómeno monetario. Ello implica resolver el desequilibrio externo por medio del ajuste del stock de dinero. Las vías que permiten dicho ajuste se dirigen, en primer lugar, a la contracción y control de la creación del crédito interno y, en segundo lugar, a las variaciones en los flujos de reservas internacionales.

La contracción de la cantidad de dinero en una economía, hace que suban los tipos de interés y disminuya el gasto de los agentes económicos, con el fin de eliminar el exceso de demanda de dinero.

Bajo el modelo de enfoque monetario, la tasa de interés pasó a constituir el instrumento que equilibra la balanza de pagos. Los supuestos que conducen a esa conclusión son, en primer lugar, que la demanda de exportaciones e importaciones son inelástica; en este caso la devaluación no tendría el efecto de corregir el desequilibrio existente en la cuenta corriente (la devaluación sólo puede afectar el desequilibrio de balanza de pagos a través del mecanismo de saldos reales, reduciendo el gasto interno).

En segundo lugar, se asume una alta sensibilidad de la cartera de activos financieros a las tasas de interés interna; es decir, basta un pequeño diferencial entre la tasa de interés interna y externa para que se produzca un flujo de capitales financieros hacia el país que permita equilibrar la balanza global, a través de un superávit en la balanza de capital.

En esencia, el modelo se puede resumir por medio de las siguientes ecuaciones (expresadas en términos de flujos): ¹

$$\begin{aligned} VM &= VRI + VCI \\ VMD &= F(VP, Vy, Vri, Vre, Vtc, Vu) \\ VM &= VMD \end{aligned}$$

donde:

VM es la variación en la oferta nominal de dinero, en base al balance del sistema bancario consolidado. Esta magnitud se iguala a la variación de reservas internacionales (VRI), como saldo de la balanza de pagos, más las variaciones en el crédito interno (VCI) del sistema monetario dirigidas al sector público y privado.

VDM es la variación en la demanda de dinero, en función de la variación de los precios internos (VP), la variación del ingreso real (Vy), la variación de las tasas de interés interna (Vri) y externa (Vre), la variación en las expectativas sobre el tipo de cambio (Vtc) y la variación de otros elementos (Vu), tales como innovaciones financieras y regulaciones.

El modelo supone que el mercado monetario alcanza el equilibrio dentro del período de duración del programa, dado que dicho mercado se equilibra permanentemente por medio de las variaciones de las reservas internacionales, es decir que la oferta monetaria se iguala siempre a la demanda de dinero.

Al definir la meta de balanza de pagos (VRI), queda determinado el tope de crédito interno como:

$$VCI \leq VM - VRI$$

Esta identidad es la base de la programación monetaria del modelo. Ella se centra en la adopción de un techo a la expansión del crédito interno al sector público y privado no bancario compatible con el saldo entre la creación de base monetaria y la variación en las reservas internacionales.

El modelo plantea una política monetaria restrictiva que utiliza la limitación del crédito como vía para equilibrar la balanza de pagos. El control del crédito interno se lleva a cabo a través de una política monetaria restrictiva.

Esta política logra ser efectiva, en la medida que el BCV pueda ejercer control sobre la cantidad de dinero que, en una economía abierta con tipo de cambio fijo, se localiza en el manejo de los activos internos. Ello es así, porque la exigencia de satisfacer la demanda de divisas producto del mantenimiento del tipo de cambio a los niveles fijados, deja como único instrumento de control monetario a los activos internos netos, que se componen principalmente del crédito interno.

¹ Ver: Roberto Zahler, "Política Monetaria y Financiera", Políticas Macroeconómicas, René Cortázar, CIEPLAN, 1987.

Al aplicar este modelo, la fuente de crecimiento monetario queda reducida al incremento de reservas o del endeudamiento externo.

En la medida que el Banco Central de Venezuela opte por mantener el tipo de cambio sin grandes oscilaciones alrededor de un valor determinado (flotación sucia), perderá un instrumento de control monetario, pudiendo afectar la creación de dinero únicamente por la vía de los activos internos netos al establecer limitaciones a la expansión del crédito interno.

Dada la relativamente baja gravitación de los instrumentos tradicionales de redescuento, anticipos e inversiones en valores y el peso determinante que tiene el gasto fiscal en el comportamiento de la liquidez, la política monetaria pierde en alto grado su autonomía.

Si bien este modelo es de aparente precisión en la recomendación de política económica, constituye una política económica muy dura para el logro del equilibrio externo, dado que el logro de este objetivo supone someter a la economía a una fuerte recesión, como consecuencia de la restricción monetaria y/o el incremento en las tasas de interés.

3. Esquema de Ajuste Desarrollado por Venezuela

El programa financiero que las autoridades venezolanas se han comprometido a alcanzar, impone políticas fiscales y monetarias restrictivas que contribuirán a solventar el desequilibrio del sector externo, a costa de un menor crecimiento del nivel de actividad económica interna, al menos en el corto plazo.

El esquema de ajuste que ha venido desarrollando el Gobierno en estos meses se caracteriza por:

1. La reducción del déficit del sector público consolidado, corrigiendo los atrasos existentes en los precios de los bienes y servicios que produce el sector público y acotando el nivel de gasto público con el nivel de recursos disponibles.

El saldo global del sector público no financiero (incluyendo las pérdidas cambiarias del BCV) se proyecta que baje de un déficit cercano al 8% del PTB en 1988 a 3% del PTB en 1989 y revierta a un equilibrio o ligero superávit en el período 1990-1992.

2. La aplicación de una política monetaria restrictiva. Esta política es manejada a través de límites en el crecimiento de los medios de pagos, en base a metas de incremento de las reservas internacionales del BCV. El manejo operativo de la política monetaria establece metas de crecimiento a la base monetaria, al crédito bancario y al aumento de activos domésticos netos del BCV. Por otro lado, se establece un sistema de tasas de interés máximas y mínimas, revisadas semanalmente por el BCV, para lograr que su nivel guarde relación con la inflación (tasas de interés reales positivas), con el fin de fomentar el ahorro, incentivar el retorno de capitales y combatir la inflación.

Estas políticas, tienden a contraer el nivel de actividad económica, elevar el desempleo y reducir el nivel de bienestar social. Esto puede impulsar al Estado a aplicar una serie de políticas de subsidios e ingresos dentro de programas de carácter social que se traduzcan en una elevación del déficit fiscal. En este sentido, el programa de ajuste enfrenta un claro conflicto, en el corto plazo, entre estabilidad de precios y crecimiento.

4. Principales Metas a Alcanzar de Acuerdo al Esquema de Ajuste

- **Reservas:** Los organismos oficiales esperan que las reservas internacionales netas del Banco Central registren un aumento que permita alcanzar el saldo de 5.435 millones de USA dólares a finales de diciembre de este año, meta que puede ser ajustada de acuerdo a las variaciones en los ingresos por exportación.
- **Activos internos:** Los niveles máximos trimestrales de los activos internos netos del Banco Central de Venezuela, calculados como la diferencia entre el dinero base del Banco Central y los niveles mínimos de reservas internacionales netas del Banco Central. Esta meta será ajustada por las autoridades económicas de acuerdo a las variaciones registradas en el monto programado de las letras del tesoro mantenidas por los bancos comerciales en sustitución de encaje legal (11.4 miles de millones de bolívares), así como alteraciones en los niveles alcanzados por el dinero base.
- **Crecimiento e inflación:** De acuerdo a las metas establecidas por el Gobierno, el impacto de la aplicación del programa permitirá generar, un crecimiento con baja inflación a partir de 1990. La tasa de inflación promedio podría alcanzar, como mínimo un 80% para finales de año. Para reducirse a un nivel entre 20% y 25% a finales de 1990. Por otra parte, se espera una contracción en el PTB total real para finales de este año que se ubicará entre 7% y 9%, así como un crecimiento en el mismo de aproximadamente un 3.9% a finales de 1990.

II. EFECTOS DEL PROGRAMA DE AJUSTE Y LA POLITICA DE TASAS DE INTERES SOBRE EL MERCADO FINANCIERO

Los desequilibrios presentes en el mercado financiero venezolano, a lo largo de los últimos años, llevó a distorsiones en el uso del crédito, a una creciente desintermediación y al encarecimiento del dinero por los mayores costos operacionales asociados a estas transacciones. Estas distorsiones produjeron el surgimiento de un mercado informal y un menor desarrollo del mercado financiero formal. Esto último condujo a una menor disponibilidad de recursos para financiar proyectos de inversión de lenta maduración y el estímulo a la demanda crediticia con fines especulativos y de anticipación del consumo.

La importancia de normalizar el funcionamiento del mercado financiero viene dada como requisito previo para lograr el proceso de crecimiento económico, debido a que canaliza los flujos de ahorro-inversión.

1. Liquidez Monetaria y sus Componentes

Durante el período 1984-1988 la liquidez monetaria estuvo compuesta principalmente por cuasi dinero, evidenciando sin embargo, una tendencia decreciente en su peso relativo frente al circulante, tal como lo indica el cuadro I.

CUADRO I

COMPOSICION DE LOS AGREGADOS MONETARIOS

Semestres	M1 / M2	E / M1	DV / M1	CUA / M2	DA / CUA
1984	1 0,37	0,22	0,78	0,63	0,36
	2 0,39	0,22	0,78	0,61	0,36
1985	1 0,38	0,20	0,80	0,62	0,37
	2 0,40	0,21	0,79	0,60	0,41
1986	1 0,41	0,18	0,82	0,59	0,42
	2 0,42	0,20	0,80	0,58	0,44
1987	1 0,42	0,18	0,82	0,58	0,45
	2 0,46	0,19	0,81	0,54	0,47
1988	1 0,45	0,18	0,82	0,55	0,46
	2 0,48	0,20	0,80	0,52	0,46
1989	1 0,40	0,23	0,77	0,60	0,35
	2 0,35	0,22	0,78	0,66	0,32

(*) Comprende sólo el tercer trimestre.

En donde: E = billetes y monedas; DV = depósitos a la vista;
DA = depósitos de ahorro; M1 = circulante; CUA =
cuasidinero; M2 = liquidez monetaria.

Fuente: - B.C.V., Boletín Mensual, enero, 1985-1988.

- B.C.V., Boletín de Indicadores Semanales, octubre 12, 1989.

- Cálculos propios

La tendencia hacia una mayor participación del circulante, en especial de los depósitos a la vista, en la liquidez monetaria se debe, entre otras causas, a las bajas o negativas tasas de interés pasivas reales, a la elevación de precios que conduce a mayores requerimientos de circulante para las transacciones (en especial a partir de 1986) y a las expectativas de devaluación que conlleva a los agentes a tener más circulante para aprovechar las posibles ganancias en especulación con divisas.

En el cuadro II se presenta el análisis de las tasas de variación de los distintos componentes de la liquidez. Se observa, durante el período, que el circulante crece a una tasa superior a la del cuasidinero, aumentando su participación en la liquidez.

CUADRO II
AGREGADOS MONETARIOS
(Tasas de Variación Interanual)

	E	DV	M1	DA	DP
1984	2,54	8,93	7,48	3,12	13,56
1985	6,94	13,81	12,32	21,13	-1,84
1986	15,90	24,58	22,79	20,38	7,11
1987	32,84	36,15	35,51	24,09	9,63
1988	25,83	20,27	21,33	9,66	11,73
1989 (1)	4,29	-12,15	-8,89	-1,76	58,38
(2)	-6,84	-16,95	-14,95	5,00	89,93

(1) Tasas de variación entre diciembre 1988 y junio 1989.

(2) Tasas de variación entre diciembre 1988 y setiembre 1989.

Fuente: - B.C.V., Boletín Mensual, enero, 1985-1988

- B.C.V., Boletín de Indicadores Semanales, octubre 12, 1989.

- Cálculos propios

En 1988 se registra un menor incremento en todos los agregados monetarios, con respecto a 1987 (excepto en los depósitos a plazo), a consecuencia de una fuerte contracción no compensada de medios de pagos por la vía de las operaciones cambiarias.

Si se analiza el primer semestre de 1989, se puede observar un cambio en la tendencia anteriormente registrada en la composición de la liquidez. El circulante decrece durante el semestre, en especial los depósitos a la vista, de forma que el cuasidinero aumenta su participación en la liquidez alcanzando el nivel que tenía para el segundo semestre de 1985. Esta tendencia se evidencia en el comportamiento de los agregados monetarios durante el tercer trimestre de 1989, cuya estructura alcanza los niveles del primer semestre de 1984.

El principal motivo que explica el cambio en la composición de la liquidez en 1989, es la tendencia alcista de las tasas de interés que eleva el costo de oportunidad de la tenencia de circulante, la carga financiera del crédito y la liquidación de activos financieros externos que, por otro lado, ha reducido parte de la presión sobre el mercado de divisas.

2. Evolución de las Reservas Requeridas y Mantenido de los Bancos Durante 1989

La contracción monetaria en términos reales registrada durante el primer semestre de este año, ha impulsado a los bancos a hacer uso de sus reservas excedentes, de forma que el encaje mantenido se ubicó en los niveles cercanos al mínimo requerido por ley. El nivel más bajo durante el semestre se registró en el mes de abril, cuando el encaje mantenido se ubicó en 37.319 millones de bolívares frente a un encaje requerido de 36.215 millones de bolívares. Adicionalmente, se intensificó el uso de la asistencia financiera del Banco Central (los

redescuentos, anticipos y reportos se elevaron durante el primer semestre en alrededor de un 19% respecto a los niveles de diciembre de 1988).

La competencia por los fondos llevó a algunos bancos a fijar tasas de interés pasivas crecientes que les ocasionó una menor utilidad en el proceso de intermediación.

En cambio, durante los primeros meses del segundo semestre se ha registrado una mayor acumulación de reservas líquidas por parte de los bancos. La diferencia entre el encaje mantenido y el encaje requerido (10.455 millones de bolívares) se ha triplicado con respecto a los niveles registrados durante el primer semestre de este año, además de reducirse la asistencia financiera del Banco Central en relación al primer semestre. Todo ello ha disminuido temporalmente las presiones sobre los niveles de las tasas de interés.

Esta mayor acumulación de reservas por parte de los bancos está vinculada en primer lugar al crecimiento experimentado por la liquidez (15.56% para finales de setiembre). En segundo lugar a la baja actividad crediticia y por último a la previsión del aumento de solicitudes de préstamos (que aún no se han materializado en su totalidad) para financiar las cartas de crédito que fueron reconocidas parcialmente al cambio preferencial.

3. Evolución Previsible de la Liquidez y el Comportamiento del Mercado Financiero

La liquidez monetaria nominal ha registrado un crecimiento de apenas 15.56% durante los tres primeros trimestres de 1989. Esto implica que para alcanzar el incremento de liquidez previsto en el programa de ajuste, esta deberá crecer en un 30.4% durante el cuarto trimestre. En presencia de una tasa esperada de inflación de por lo menos 80% en 1989, el mencionado crecimiento de la liquidez (en caso de alcanzarse) se traducirá en una contracción en términos reales.

El cumplimiento de la meta de liquidez en 1989 ha estado determinado, y continuará dependiendo de los siguientes elementos:

- La estabilidad del tipo de cambio. Una reducida presión sobre la demanda de divisas por parte del público, disminuirá la destrucción de medios de pago, afectando también por esta vía la magnitud de las reservas bancarias y por tanto la capacidad de expansión secundaria de medios de pago a través del crédito bancario.
- Las operaciones de conversión de deuda pública externa en inversión aumentan la liquidez puesto que se realizan mediante la venta de documentos de deuda pública (cotizadas por debajo de su valor nominal) al Banco Central, quien a cambio entrega al beneficiario su contravalor en bolívares para que lo utilice en la ejecución de proyectos de inversión.
- El efecto monetario expansivo de la política fiscal es menor a medida que se retrase la inyección de las erogaciones fiscales. Este efecto será aún menor, en la medida en que las inyecciones de recursos fiscales se vean compensadas con la detracción de medios de pago del sector privado al sector público.

- El saldo de balanza de pagos y el monto de asistencia financiera externa permite determinar la posición de reservas internacionales. Una mejora en el nivel de reservas ocasionará una expansión de la liquidez a través de su efecto en la base monetaria.

Por la vía de la expansión primaria de la oferta monetaria, podemos esperar sólo un moderado aumento de la liquidez durante el cuarto trimestre de este año. Este resultado se constatará en la medida en que la esterilización por la conversión en dólares de los depósitos constituidos por los importadores para garantizar las cartas de crédito no se vea reforzado por un mayor rezago en la ejecución del gasto fiscal o un déficit externo superior al previsto.

Por la vía secundaria tampoco se prevé una expansión significativa de la liquidez para el cuarto trimestre de 1989, como consecuencia de la reducción de las operaciones crediticias debido a las altas tasas de interés y a las garantías de las cartas de crédito.

En la medida que se eleve la disponibilidad de dinero del público por una vía distinta a la entrada neta de recursos financieros externos, ese aumento puede traducirse en una mayor demanda agregada que, de no compensarse de forma inmediata con una elevación de la oferta, puede producir aumento adicional de precios y pérdida de reservas en la medida que el exceso de demanda se satisfaga a través de importaciones.

4. Perspectivas del Mercado Financiero

Los resultados del programa de ajuste y el logro de las metas planteadas a corto plazo dependerán en gran medida de la entrada neta de recursos externos.

Dentro de este contexto es probable que para el cuarto trimestre de 1989 y para 1990, las tasas de interés internas presenten cierta inflexibilidad a la baja, dependiendo de:

- El éxito que se tenga en el control de la inflación y la firmeza pública en el mantenimiento de tasas de interés reales positivas.
- El signo astringente de la política monetaria, al succionar los excedentes de oferta monetaria existente en el mercado financiero con el fin de controlar la inflación y evitar una mayor depreciación del signo monetario doméstico.
- Los requerimientos de dinero por parte de los importadores para destinarlo a la compra de los pagarés emitidos sobre las cartas de crédito.
- El aumento del riesgo en la cartera de los bancos, ante el elevado índice de morosidad de los préstamos en una situación de decrecimiento en el nivel de actividad económica, obliga a las instituciones financieras a maximizar las ganancias ante una menor cartera productiva.

Las consecuencias de las elevadas tasas de interés en el mercado financiero durante el cuarto trimestre de este año, serán las siguientes. Las altas tasas de interés continuarán incidiendo favorablemente en el comportamiento de la captación de depósitos por parte de las instituciones financieras. Sin embargo, la demanda de crédito puede experimentar un comportamiento menos expansivo en la medida en que las tasas de interés cobradas por los

préstamos otorgados (tasas de interés activas) superen la rentabilidad normal de las actividades productivas.

Por otro lado, se espera una reducción en el crecimiento de las colocaciones de las instituciones financieras como resultado de la disminución en el número de oportunidades de inversión que permitan pagar la elevada carga financiera ocasionada por los elevados niveles de tasas de interés durante el período de préstamo, en especial bajo un contexto de reducción en el nivel de actividad económica.

En adición, altas tasas de interés pueden provocar un aumento del riesgo de la cartera de los bancos, a través de dos vías. La primera es producto de una menor capacidad de servir la deuda contraída por parte de los demandantes de préstamos ante la elevación de los costos financieros, y por la otra, en la posibilidad que la competencia en las colocaciones de los fondos entre las instituciones induzca a relajar las garantías exigidas para el otorgamiento de los préstamos, elevando el riesgo de incumplimiento de las colocaciones del sistema financiero.

Bajo estas alternativas, se espera una menor actividad de intermediación de las instituciones financieras en términos netos, lo cual conllevaría a una reducción en sus ingresos de operación, redundando en un menor nivel de utilidad.

De acuerdo a lo expuesto en las secciones anteriores, se concluye que de concretarse la asistencia financiera externa en los niveles que haga posible una reducción menos violenta de la liquidez en términos reales, se espera que produzca una mejor asignación de recursos que, a su vez, redunde en el incremento de la inversión e impulse el nivel de actividad económica con un menor desequilibrio vía precios o vía pérdida de reservas.