

II. LA BASE MONETARIA

El estudio de la evolución de la base monetaria se ha constituido en un tema de interés general debido, fundamentalmente, a la nueva dinámica que impera en la economía venezolana, especialmente a partir de febrero de 1983. Ella, tal como su mismo enunciado lo expresa, constituye el pilar básico sobre el que se eleva la liquidez. La relación entre aquella y ésta se encuentra influida tanto por la acción de las autoridades monetarias como por la del público que se expresa en lo que se conoce como el multiplicador de la base monetaria. El mayor o menor control que el B.C.V. pueda tener sobre la liquidez, va a depender en buena parte de como pueda influir sobre ese multiplicador, por un lado, y sobre la base monetaria, por el otro, la que también depende, en principio, de la acción de la política fiscal.

La evolución de la base monetaria será analizada a partir de enero de 1983 hasta abril de 1985. Durante este período no ocurren saltos violentos en la base monetaria, y comienza, prácticamente, con el mes en que se declara la crisis del sector externo. Varios meses antes, en setiembre de 1982, la base monetaria sufre cambios sustanciales producto de la revalorización del oro y de la centralización de divisas. Estos cambios hicieron que algunas variables fundamentales se situaran sobre un nuevo nivel, y luego siguieran una evolución considerada normal.

1. Evolución de la Base Monetaria

Tal como se observa en el cuadro 1, la base monetaria tiende a crecer en forma significativa para el período, pues de 25.588 millones de bolívares para enero de 1983, sube a 36.410 millones de bolívares en enero de 1985, lo que representa 42% de crecimiento. Sin embargo, si se observa el crecimiento mensual de la base monetaria se aprecian altibajos en su evolución. Durante casi todo el año 1983 se observa creci-

Cuadro 1

CUENTAS FUNDAMENTALES DE LA BASE MONETARIA
(millones de bolívares)

AÑO.MES	BASE								
	MONETARIA	RI	IVG	RYA	DCI	ATN	OCG	FDVSA	OTRAS
1983.01	25588	40869	3091	4357	11473	5272	3881	7880	17169
2	27611	38092	3422	3754	11608	2154	4276	5993	16842
3	28974	37871	3394	3702	11750	2446	1715	4995	18587
4	29915	39116	6690	2978	11835	5094	2105	9371	14134
5	31390	40459	6543	2290	11874	3483	1908	3982	20403
6	31819	41121	6454	2052	11807	1091	8624	4203	15697
7	35284	42782	6199	1446	11777	2203	3747	4826	16144
8	36359	45118	5893	1733	11698	2122	4222	5620	16119
9	36069	46482	5152	1562	11568	1324	4194	6634	16543
10	35977	47850	4641	1676	11560	1140	4014	7604	16792
11	36730	49961	4583	1738	11307	1577	4430	6588	18264
12	39591	48448	2141	1868	12649	1061	5468	7067	11899
1984.01	36962	48399	1492	1979	12556	1188	5710	5928	14740
2	36656	47842	1392	1972	12513	2840	5682	8580	9961
3	35469	50077	1269	2408	12463	6740	4315	8895	10818
4	35331	54053	1203	2502	12485	8004	3882	9740	13286
5	32465	56928	976	3138	12320	8488	3793	12355	16261
6	33524	60021	1031	3948	12894	6829	7228	14285	16028
7	32937	63452	944	3926	12943	5467	7657	16504	18700
8	33598	66451	1454	2920	14592	6655	6342	18938	19884
9	33577	67162	1540	2933	14212	6682	6569	17787	21232
10	32197	68370	1679	2989	14655	6444	5759	20989	22304
11	33562	67703	2345	5745	14887	6630	6841	19783	23864
12	38128	69048	4926	4407	15285	3873	9902	20486	21277
1985.01	36410	69583	2804	3484	11167	5099	9168	21014	14347
2	37009	70845	2568	3091	12323	6373	9886	21197	14362
3	38993	71880	2480	3067	13862	9644	10628	16777	15247
4	40500	74421	2109	3102	14408	15417	3097	18480	16546
Media de 1983	32942	43181	4650	2430	11742	2414	4050	6247	16549.41
Media enero-1984 abril-1985	35457	62827	1888	3226	13355	6648	6654	15734	16803.56

RI: Reservas Internacionales

IVG: Inversiones en Valores del Gobierno

RYA: Redescuentos y Anticipos

DCI: Otras Colocaciones e Inversiones

ATN: Agencia de Tesorería Nacional

OCG: Otras Cuentas del Gobierno

FDVSA: Reservas de Petróleos de Venezuela

F U E N T E: BCV. Boletines Mensuales, abril 1984 y 1985

Cuadro 2

EVOLUCION DE LAS CUENTAS FUNDAMENTALES DE LA BASE MONETARIA
(enero de 1984=100)

AÑO.MES	BASE							
	MONETARIA	RI	IVG	RYA	OCI	ATN	OCG	FDVSA
1983.01	69	84	207	220	91	444	68	133
2	75	79	229	190	92	181	75	101
3	78	78	227	187	93	206	30	84
4	81	81	448	150	93	429	37	158
5	85	84	439	116	94	293	33	67
6	86	85	433	104	93	92	151	71
7	95	88	415	73	93	185	66	81
8	98	93	395	88	92	179	74	95
9	98	96	345	79	91	111	73	112
10	97	99	311	85	91	96	70	132
11	99	103	307	88	89	133	78	111
12	107	100	143	94	100	89	96	119
1984.01	100	100	100	100	100	100	100	100
2	99	99	93	100	99	239	100	145
3	96	103	85	122	99	567	76	150
4	96	112	81	126	99	674	68	164
5	88	118	65	159	97	714	66	208
6	91	124	69	199	102	575	127	241
7	89	131	63	198	102	460	134	278
8	91	137	97	148	115	560	111	319
9	91	139	103	148	112	562	115	300
10	87	141	113	151	116	542	101	354
11	91	140	157	290	118	558	120	334
12	103	143	330	223	121	326	173	346
1985.01	99	142	188	176	88	429	161	354
2	100	146	172	156	97	536	173	358
3	105	149	166	155	110	812	186	283
4	110	154	141	157	114	1298	54	312

Fuente: Cálculos propios en base a cuadro 1.

miento de la variable, con sólo dos meses en que disminuye; no es así en el año 1984, en el que predominan los meses de disminución. Para 1985 la tendencia al crecimiento vuelve a ser más evidente.

2. Comportamiento de los Principales Determinantes de la Base Monetaria.

Las Reservas Internacionales representan el componente básico de la base monetaria, siendo la fuente de creación de dinero más importante; ella depende en lo fundamental de la evolución de las divisas que, como ingresos petroleros, tiene el país y de la estructura de tipos de cambio que se aplique tanto a los ingresos como a los egresos de divisas del B.C.V. Concretamente, los ingresos de divisas petroleros contabilizados en bolívares, que incrementan la base monetaria, se han elevado debido a la revaluación que ha sufrido el dólar petrolero, en tanto que los egresos de dólares del B.C.V. por concepto de importaciones, pago de Deuda Externa y otros, se han contabilizado en bolívares a un tipo de cambio promedio superior, lo que significa un incremento de la base menor que proporcional al incremento de las Reservas Internacionales en divisas.

Las Reservas Internacionales aumentaron en el período observado en 82% debido a: 1. un aumento progresivo de las reservas internacionales en dólares y 2. la revaluación del dólar petrolero. Viendo la evolución anual, la expansión de las Reservas Internacionales en 1983 es mucho más lenta que en 1984, lo que contrasta con el movimiento anual comentado para la base monetaria, evidenciándose así la influencia que sobre ésta tienen otros factores. Sin embargo, a partir de febrero de 1984, con la nueva política cambiaria, las reservas internacionales en bolívares crecen en menor proporción que su base en dólares, debido al diferencial cambiario antes comentado. Esto influye contractivamente sobre la Base Monetaria al retirarse dinero de la circulación como

resultado del proceso de compra-venta de divisas por parte del B.C.V. El dinero que se retira es la utilidad cambiaria del instituto emisor, parte de la cual regresa a la circulación al ser traspasada al Fisco en forma de utilidades, según el Convenio Cambiario que regula la materia, y el resto, o sea el 60%, queda inmovilizado en el instituto emisor.

Las Reservas Internacionales constituyen, normalmente, una fuente no manejable de la base monetaria, si se supone un tipo de cambio constante. No obstante, a la base contribuyen otras fuentes que son el producto de la política del B.C.V., quien actúa teniendo en consideración los efectos de las reservas internacionales y de otras cuentas que afectan la base monetaria tales como las reservas de PDVSA, depositadas en el Instituto Emisor, la Agencia de Tesorería Nacional (ATN) y Otras Cuentas del Gobierno (OCG), entre las más importantes. Estas cuentas constituyen pasivos para el B.C.V., y su efecto monetario consiste en retener, en esta institución, el dinero que, de otra forma, circularía por los diferentes canales del sistema económico.

La evolución de estos pasivos observados por separado es muy dinámica. Así, las Reservas de PDVSA, que durante todo 1983, excepto abril, estuvieron por debajo del nivel de enero de ese año, aumentan significativamente durante 1984, exactamente en 245% entre enero y diciembre, tendencia que continúa en 1985; esta evolución fue determinada por la revaluación del dólar petrolero, el aumento de los ingresos de divisas en relación a 1983 y el redimensionamiento de los planes de inversión de las petroleras. El otro pasivo importante, la Agencia de Tesorería Nacional, si bien creció para el período enero 1983 - abril 1985 en 195%, tiene un comportamiento muy disímil al observarlo más de cerca. Así, en 1983 la Agencia de Tesorería Nacional se contrajo fuertemente y en forma sostenida en términos mensuales; en tanto que para 1984 aumenta entre enero y mayo en 614%, conservando un alto nivel du

rante casi todo el año y terminando en diciembre 3,3 veces superior a enero, acelerándose dramáticamente la tendencia para los primeros cuatro meses de 1985.

El otro pasivo del B.C.V., que afecta la base monetaria es el rubro Otras Cuentas del Gobierno, compuesta por una serie de depósitos especiales que realizan los entes oficiales, y que alteran el circulante. Su evolución ha sido hacia el crecimiento, aunque no sostenidamente. Durante gran parte de 1983 esta cuenta gira en torno a los 4.000 millones de bolívares como promedio mensual, en tanto que para 1984 y primeros meses de 1985, el promedio mensual tiende a ser muy superior, 6.000 y 9.000 millones de bolívares respectivamente, indicando una clara tendencia a la acumulación de los saldos del Ejecutivo Nacional.

Si se viera en forma conjunta la Agencia de Tesorería Nacional y Otras Cuentas del Gobierno (Recursos Oficiales en el B.C.V.) -ver cuadro 1-, que caracterizan la acción del Gobierno y su efecto sobre la base monetaria, se concluye que durante 1983 el Gobierno tendió a tener bajos saldos en el B.C.V., mientras que a partir de los primeros meses de 1984, éstos tienden a aumentar en forma violenta (entre enero de 1984 y marzo de 1985 el aumento es prácticamente de 200%).

3. La Acción Contrarrestante del B.C.V.

La evolución de las variables presentadas hubiera llevado, de no haber actuado el Instituto Emisor, a una mayor contracción de la base monetaria, pues las tendencias mostradas no reflejan otra cosa que el aumento de los stocks de dinero, pasivo monetario del B.C.V., en las cuentas pasivas del mismo -pasivo no monetario-. Esta tendencia de la base monetaria obliga al B.C.V. a actuar mediante su política monetaria, que se instrumenta a través del mercado abierto y de los redescuentos y anticipos a la Banca, a fin de evitar tendencias indeseables.

Esta actuación se puede presentar en forma resumida en la cuenta Política Monetaria (PM), que presenta el agregado de las cuentas Inversiones en Valores del Gobierno (IVG), Otras Colocaciones e Inversiones (OCI) y Redescuentos y Anticipos (RYA) (Ver cuadro 1).

La evolución de las variables a través de las cuales actúa la Política Monetaria es relativamente lenta, pero con la característica de que sus magnitudes son muy importantes. Durante 1983 las variables de Política Monetaria tuvieron una lenta disminución, debido a una baja sostenida de Redescuentos y Anticipos, y una baja, especialmente para los últimos meses del año, en las Inversiones en Valores del Gobierno, que refleja -especialmente esta última cuenta- una política monetaria relativamente contractiva, teniendo presente que Otras Colocaciones e Inversiones se mantuvieron prácticamente constantes. Sin embargo, para el resto del período en estudio, especialmente a partir de junio de 1984, las variables de Política Monetaria adquieren dinamismo; así, entre mayo de 1984 y abril del año siguiente crece en 19%, siendo este porcentaje muy significativo dadas las magnitudes de este agregado (el crecimiento absoluto es de 3.200 millones de bolívares).

III. DOS PERIODOS CARACTERISTICOS

Observando en su conjunto los agregados arriba presentados, se podrá concluir que existen dos períodos claramente diferenciados en la evolución de los mismos. La base monetaria crece rápidamente durante 1983, pero a partir de los primeros meses de 1984, tiende a la contracción, siendo, para la mayor parte de 1984, menor al nivel alcanzado durante los últimos meses del año precedente. Sin embargo tiende a dinamizarse para finales del período.

Por su parte, las Reservas Internacionales, que tienen un crecimiento sostenido, lo hacen lentamente durante 1983, y rápidamente durante el resto del período analizado. El primer período está bajo el signo de tipos de cambio diferenciales, donde el dólar petrolero es convertido a 4,30 bolívares al ingresar al B.C.V. El incremento de las reservas en bolívares es el resultado de un balance mensual en divisas favorable, que no es contrarrestado suficientemente por el tipo de cambio promedio al que el B.C.V. vende sus dólares. El segundo período, está asignado por tipos de cambio diferenciales, donde el dólar petrolero es convertido a Bs. 6 al ingresar al B.C.V.; esto, automáticamente, aumenta el valor en bolívares de las Reservas Internacionales que se crean, fundamentalmente, con el flujo de divisas petroleras. Además, influye sobre el dinamismo el balance de divisas positivo en casi todos los meses del segundo período.

A pesar de ello, en el primer período la base monetaria se expande con cierto dinamismo debido a que los factores contractivos de la misma no actúan con suficiente fuerza. El comportamiento de los Recursos Oficiales en el B.C.V. se caracteriza por permitir que los flujos de ingresos petroleros en bolívares sigan su curso ininterrumpido hacia

el público a través del gasto del Gobierno que, operativamente, se canaliza a través de la Agencia de Tesorería Nacional. Por el contrario, durante el segundo período el comportamiento de los Recursos Oficiales refleja un aumento de los saldos en la Agencia de Tesorería Nacional y en Otras Cuentas del Gobierno. Para tener una idea de esta diferencia es oportuno señalar que la Agencia de Tesorería Nacional mantuvo un saldo promedio para 1983 de 2.414 millones de bolívares, en tanto que en el resto del período fue de 6.648. En el caso de las Otras Cuentas del Gobierno también ocurre un incremento del promedio al pasar de 4.050 millones de bolívares a 6.654. Si se agregan estas dos categorías, se podrá concluir que el movimiento de estos recursos tuvo una importancia fundamental en la contracción de la base monetaria durante el segundo período.

Es importante señalar que el aumento promedio anual de los Recursos Oficiales no se podría explicar por el aumento de los ingresos fiscales; en principio, es aceptable pensar que el aumento de éstos lleve, por razones normales de manejo presupuestario, a un aumento del saldo promedio mensual; sin embargo, en el caso que se analiza, el aumento del saldo promedio de depósitos para el año 1983 en relación a 1982 fue 55%, en tanto que los ingresos fiscales disminuyeron; para 1984 el saldo promedio aumentó en 34%, en tanto que el ingreso fiscal lo hizo en 28% -una relación más explicable-, pero para 1985 la situación es inexplicable desde este punto de vista, pues el promedio aumentó en 92%, mientras que el presupuesto sólo lo hizo en 10%.

1. ¿Qué papel han jugado los Depósitos de PDVSA?

La explicación más generalizada señala que los depósitos de PDVSA en el B.C.V. -que desde el punto de vista de la base monetaria tienen el mismo carácter de la Agencia de Tesorería Nacional y Otras Cuentas del Gobierno, es decir, pasivos no monetarios-, al crecer en forma acelerada, especialmente durante el segundo período (desde enero de 1984 hasta abril de 1985), se ha constituido en un elemento que contrae la

base monetaria y, por lo tanto, la liquidez. Esta apreciación, a nuestro entender, no es acertada, siendo producto de la visión aislada de las cuentas de la base monetaria. En efecto, cualquier depósito en el B.C.V. de organismos que no formen parte del sistema financiero constituye un pasivo que contrae la Base, evitando así que el dinero primario fluya hacia el torrente circulatorio. Ahora bien, los depósitos de PDVSA surgen porque, previamente, la Empresa ha entregado sus dólares al B.C.V., debido a la Centralización de Divisas, haciendo que las Reservas Internacionales contabilizadas en bolívares, es decir, dinero primario, aumenten en el producto de multiplicar los dólares por el tipo de cambio petrolero. De esta manera, en principio, la cantidad adicional en que aumentó la base monetaria por el incremento de las Reservas Internacionales debido a la centralización de divisas, es inmediatamente disminuida al tener la Empresa que depositarla, según la Ley, en el B.C.V. El resultado es un movimiento neto nulo, que ni expande ni contrae la base monetaria. Si se regresara a la situación anterior a la medida de centralización de divisas de 1982 y se devolvieran las divisas a PDVSA, no ocurriría absolutamente nada, en términos netos, en la base monetaria, pues disminuirían las Reservas Internacionales en bolívares en la misma magnitud en que lo harían los depósitos de PDVSA. El cambio ocurriría solamente en el nivel de las Reservas Internacionales en dólares que posee el B.C.V.

Sin embargo, es obvio que la utilización de los recursos que PDVSA mantiene en el B.C.V., a fin de hacerlos circular en la economía interna, tendrá un efecto expansivo de la base monetaria, pero el no utilizarlos no significa lo contrario.

Habiendo quedado explícito el papel no contractivo de los depósitos de PDVSA, se puede agregar que el monto de los mismos, así como su velocidad de crecimiento, estará en función, en primer lugar del monto de los ingresos en divisas; en segundo lugar, del diferencial entre la

tasa de revaluación del dólar petrolero y la tasa de crecimiento de los gastos operativos internos de PDVSA; además de la tasa a la que cambie el porcentaje que de sus ingresos deben pagar las operadoras petroleras, sea como Impuesto sobre la Renta o como regalía. Así, una revaluación de 25% del dólar petrolero, tal como está planteado para el año 1986, incrementará en forma sustancial la velocidad a la que se acumulen los depósitos de PDVSA; difícilmente los gastos operativos internos del sector petrolero podrán aumentar a la velocidad necesaria para disminuir la tasa de crecimiento de los depósitos, lo que tendería a crear más presiones sobre la utilización de los mismos para actividades diferentes a las que deben ser normalmente destinados. Sin embargo, este supuesto aumento en la velocidad a la que crecerían los depósitos, estará frenado por el aumento previsto de la regalía petrolera (el incremento será de 57% por barril de petróleo). El incremento de la regalía tiene un efecto mayor en cuanto a la recaudación fiscal que la disminución del impuesto sobre la renta que significa el pasar de un margen legal de 25% a 20% a los efectos de calcular el valor de exportación petrolera.

Regresando al problema central, ciertamente, la base monetaria tuvo una tendencia contractiva durante el segundo período, pero, tal como quedó demostrado, no se debió al comportamiento de los depósitos de PDVSA, sino más bien al que registraron las cuentas del Gobierno, según lo que muestra la evolución de las mismas evidenciada anteriormente.

2. Las Respuestas del B.C.V. ante las Tendencias Contractivas Creadas por los Depósitos Oficiales.

Durante el primer período -es decir, el expansivo de la base monetaria-, las cuentas que resumen la política monetaria tienen una tendencia contractiva, en tanto que en el segundo período comenzó a ser expansiva, especialmente a partir de marzo-abril de 1984, cuando la acción total de la Política Monetaria contribuyó a la expansión de la

base monetaria desde un promedio de 16.175 millones de bolívares hasta 19.514 en marzo-abril de 1985. No obstante, durante este último período la base monetaria pierde su dinamismo, que se recupera sólo a principios de 1985, cuando logra niveles similares a los de finales de 1983. Contrariamente a lo que se piensa, la base monetaria se contrajo, precisamente, cuando la política monetaria fue expansiva. Este período evidenció la debilidad creciente de la política monetaria, en el caso venezolano, cuando ésta no sólo no podía imprimir un ritmo a la base monetaria -e, indirectamente a la liquidez-, sino que incluso no fue capaz de imprimirle su signo.

En general, se puede decir que la acción de la política monetaria tendió a ser cada vez menos significativa en cuanto al poder para contrarrestar los efectos ocasionados por los movimientos en cuentas que están fuera del control del instituto emisor. Al comparar los recursos creados por la política monetaria con los depósitos oficiales (ver cuadro 3) se podrá observar que, a medida que se avanza en el período analizado, son más los bolívares que se inmovilizan con los depósitos oficiales por cada 100 bolívares que se crean como resultado de la política monetaria; así, si se toma marzo de 1983, se destruyen 22,1 bolívares solamente y, en octubre, 28,8; ya para marzo de 1984 son 68,4 y para marzo de 1985 la cifra llega a 104,4 bolívares. Lo anterior demuestra que la posibilidad de acción eficaz del B.C.V. sobre la base monetaria es, para el período analizado, cada vez más limitada. La razón de esta situación se encuentra en la estructura de la base, en la que las Reservas Internacionales, por un lado, y las cuentas de la Gestión Fiscal, por el otro, tienen un peso decisivo, y creciente, en cuanto al signo de la evolución de la base monetaria.

Una simulación de lo que hubiera ocurrido con la base monetaria de haberse dado un máximo de eficiencia de la Gestión Fiscal, entendi-

Cuadro 3

AGREGADOS DE LA BASE MONETARIA

AÑO.MES	ATN (1)	OCG (2)	RO (3=1+2)	IVG (4)	RYA (5)	OCI (6)	PM (7=4+5+6)	RO/PM
1983.01	5272	3881	9153	3091	4357	11473	18921	48.4
2	2154	4276	6430	3422	3754	11608	18784	34.2
3	2446	1715	4161	3394	3702	11750	18846	22.1
4	5094	2105	7199	6690	2978	11835	21503	33.5
5	3483	1908	5391	6543	2290	11874	20707	26.0
6	1091	8624	9715	6454	2052	11807	20313	47.8
7	2203	3747	5950	6199	1446	11777	19422	30.6
8	2122	4222	6344	5893	1733	11698	19324	32.8
9	1324	4194	5518	5152	1562	11568	18282	30.2
10	1140	4014	5154	4641	1676	11560	17877	28.8
11	1577	4430	6007	4583	1738	11307	17628	34.1
12	1061	5488	6549	2141	1868	12649	16658	39.3
1984.01	1188	5710	6898	1492	1979	12658	16129	42.8
2	2840	5682	8522	1392	1972	12513	15877	53.7
3	6740	4315	11055	1269	2408	12483	16160	68.4
4	8004	3882	11886	1203	2502	12485	16190	73.4
5	8488	3793	12281	976	3138	12320	16434	74.7
6	6829	7228	14057	1031	3948	12894	17873	78.6
7	5467	7657	13124	944	3926	12943	17813	73.7
8	6655	6342	12997	1454	2920	14592	18966	68.5
9	6682	6569	13251	1540	2933	14212	18685	70.9
10	6444	5759	12203	1679	2989	14655	19323	63.2
11	6630	6841	13471	2345	5745	14887	22977	58.6
12	3873	9902	13775	4926	4407	15285	24618	56.0
1985.01	5099	9168	14267	2804	3484	11167	17455	81.7
2	6373	9886	16259	2568	3091	12323	17982	90.4
3	9644	10628	20272	2480	3067	13862	19409	104.4
4	15417	3097	18514	2109	3102	14408	19619	94.4

NOTA: RO: Depósitos del Gobierno en el BCV
PM: Resultados de la Política Monetaria

FUENTE: BCV. Boletines Mensuales
Cálculos Propios

da como el saldo mínimo en las cuentas del Gobierno en el B.C.V. (4.161 millones de bolívares, correspondiente al mes de marzo de 1983) con un mínimo de Política Monetaria (15.877 millones de bolívares, para el mes de febrero de 1984), dejando que el resto de los factores actúen de acuerdo a su comportamiento registrado, daría un crecimiento de la base de 86% (el registrado realmente fue de 58%) para el período analizado, mientras que considerando sólo la segunda parte del mismo, sería 30% (el registrado fue 9,6%).

IV. EL RESULTADO FINAL DEL MOVIMIENTO DE LAS CUENTAS FUNDAMENTALES DE LA BASE MONETARIA.

Si se partiese del supuesto que el manejo de los recursos oficiales tuvo como objetivo coadyuvar al mantenimiento de la estabilidad de la liquidez y de los precios enmarcado en una política de pago de las deudas atrasadas del Gobierno con bonos de la Deuda Pública Nacional, cuya liquidez garantiza el B.C.V. con una política activa de mercado abierto, se podría decir que la evolución de la base monetaria es consecuente con ese objetivo. El mantenimiento de elevados saldos en las cuentas del Gobierno contrae, por ese concepto, la base monetaria, que será expandida con la política de mercado abierto para la adquisición de los bonos de la Deuda Pública. De no haber existido un manejo de los depósitos oficiales de esta naturaleza, el crecimiento de la Base que se hubiese registrado debido a los demás factores actuantes, pudo haber acentuado el proceso inflacionario, pues la economía, en general, se encontraba en un franco proceso de recesión. Cualquier aumento relativamente fuerte de base monetaria, suponiendo un multiplicador de la misma constante, hubiera significado un mayor nivel de oferta monetaria, que no habría tenido su contrapartida en bienes, condicionando así un incremento de precios mayor del realmente registrado y/o una mayor presión sobre el mercado cambiario.

Se puede también suponer, que la evolución de los depósitos oficial puesta en vigencia de leyes que afectan la gestión tal como la Ley de

Salvavarda del Patrimonio Público, la eliminación del financiamiento de grandes proyectos mediante aportes de capital y transferencias, etc.

Es evidente, pues, que el manejo de los depósitos oficiales ha ido adquiriendo importancia, hasta el punto que la mayor o menor eficiencia en el movimiento de los mismos, influye visiblemente en el resultado final de los agregados monetarios. De aquí la necesidad de analizar los factores que obstaculizan o aceleran el movimiento de las cuentas oficiales, a fin de evitar que la acción de los mismos sea inconveniente para los objetivos de la política económica, en general.

V. INFLUENCIA DE LA REVALUACION DEL DOLAR PETROLERO Y LA MODIFICACION EN LA CARGA IMPOSITIVA PETROLERA PARA 1986.

Para 1986 está prevista la unificación cambiaria al tipo de cambio de 7,50 bolívares. La influencia sobre la Base Monetaria de esta medida, e indirectamente sobre la liquidez, es clara. Las Reservas Internacionales expresadas en bolívares tenderán a evolucionar en forma casi proporcional al movimiento de las Reservas Internacionales en dólares, debido a que los diferenciales cambiarios tienden a disminuir. Consecuencia de ello, es que la utilidad cambiaria del B.C.V. tenderá a disminuir, lo que significa que se disminuye un pasivo no monetario de la base, que es consecuencia de los diferenciales cambiarios y que absorbe base monetaria. Ahora bien, si la dinámica de los ingresos petroleros en dólares tiende a ser cada vez más lenta, es decir, si al avanzar a lo largo de 1986, los ingresos petroleros en dólares tienden a disminuir, la base tendería también a hacerlo debido a que las reservas internacionales en bolívares seguirían un movimiento casi paralelo al de los ingresos en dólares. Aunado a lo anterior, las Reservas Internacionales en dólares tenderán a disminuir aún más debido a la necesidad de cumplir con los compromisos de la deuda externa, lo que hará aún más lenta la evolución de la base monetaria. Sin embargo, el rendimiento de cada dólar petrolero en cuanto a la base monetaria es mayor a partir de enero de 1986, cuando entra en vigencia el nuevo precio del dólar petrolero. Esto hace que la base cambie de nivel por este concepto, pero no influye sobre su evolución. Por otra parte, debido al aumento de la participación fiscal, resultado del aumento en la regalía y la disminución del margen legal para calcular el valor de exportación, los depósitos de PDVSA en el B.C.V. tenderán a aumentar en un valor menor al que resultaría de no cambiarse la participación fiscal. Esta medida tampoco influye sobre la evolución a lo largo del año, pero sí en el

Resumiendo, el comportamiento de la base monetaria para el año en trante estará fuertemente determinada por la tendencia a la caída en las Reservas Internacionales, lo que se reflejará en forma prácticamen te paralela en la base, debido a la política cambiaria. Sin embargo, el nivel de su evolución será mayor, dado el mayor rendimiento en bolívares de cada dólar y la mayor afluencia de bolívares hacia la Agencia de Tesorería del Gobierno en el BVC, que, de ejecutar los gastos acordados en forma eficiente, no permitiendo la acumulación de saldos importantes, puede contribuir a que el resultado del mayor rendimiento en bolívares de los dólares petroleros fluya hacia la economía interna.