

**Colección
Banca Central y Sociedad**



BANCO CENTRAL DE VENEZUELA

Alternativas antiinflacionarias con referencia a los objetivos de inflación

José Guerra

**Serie Documentos de Trabajo
Gerencia de Investigaciones Económicas**

Versión enero 1999

17

Las ideas y opiniones contenidas en el presente Documento de Trabajo son de la exclusiva responsabilidad de sus autores y se corresponden con un contexto de libertad de opinión en el cual resulta más productiva la discusión de los temas abordados en la serie.

Resumen

Este documento considera las estrategias antiinflacionarias haciendo énfasis en sus ventajas y desventajas. Se analiza, en primer lugar, el caso del tipo del cambio fijo por estimar que es la más utilizada cuando se trata de estabilizar los precios. Se hacen un conjunto de observaciones acerca de las restricciones que enfrenta la aplicación de una estrategia de esta naturaleza a las condiciones actuales de la economía venezolana. Seguidamente, se estudian las metas monetarias, destacándose las dificultades que enfrentan las autoridades monetarias, en una economía globalizada, para controlar eficientemente la oferta monetaria. Finalmente, se trata el caso de las metas de inflación y los requisitos técnico e institucionales que la adopción de una estrategia de este tipo demanda.

Abstract

This paper deals with strategies for controlling inflation stressing the pros and cons of such strategies. The case of the exchange-rate based stabilization program is considered since it is the most used policy framework to stabilize inflation. Some remarks are made about the constraints that the Venezuelan economy currently faces to implement this kind of policy. Using monetary targets leads to several difficulties, mainly because in a global economy it is very complicated for the monetary authorities to exert an efficient control of monetary aggregates. Finally, the case of inflation targets as well as their technical and institutional requirements are regarded.

Alternativas antiinflacionarias con referencia a los objetivos de inflación

José Guerra

AUTORIDADES

BANCO CENTRAL DE VENEZUELA

DIRECTORIO

Antonio Casas González
Presidente

Manuel Lago Rodríguez
Armando León Rojas
Domingo Maza Zavala
Roosevelt Velásquez
Jorge Giordani
(Representante
del Ejecutivo Nacional)

ADMINISTRACION

Antonio Casas González
Presidente

Marcos Sandoval
Primer Vicepresidente

Eddy Reyes Torres
Segundo Vicepresidente

COORDINACIÓN Y PRODUCCIÓN

**Gerencia de Investigaciones
Económicas**

*Avenida Urdaneta, Esquina de Las Carmelitas.
Caracas 1010
Teléfonos: 801.53.55-801.89.84
Fax: 58-2-801.83.78*

PRODUCCION EDITORIAL

**Gerencia de Comunicaciones Institucionales
Departamento de Publicaciones
ISBN 980-6395-36-0**

Información

Departamento de Publicaciones BCV

*Torre Financiera, piso 14, ala sur.
Esquina de Las Carmelitas.
Dirección Postal: Apartado 2017. Carmelitas
Fax: 801.87.06
Internet: <http://www.bcv.org.ve>*

Indice

INTRODUCCIÓN	7
I El tipo de cambio fijo como alternativa antiinflacionaria	13
I.1. Planteamiento general: Ventajas y desventajas del tipo de cambio fijo	13
I. 2. La Caja de Conversión	16
I.3. El Crawling Peg	17
II. Metas monetarias	21
III. Objetivos de inflación	23
III.1. Algunas definiciones básicas	23
III.2 Metas de inflación y metas monetarias	24
III.3. Aspectos operativos de las metas de inflación.....	27
1. El anuncio	27
2. ¿Qué tipo de indicador utilizar?	28
3. Forma del anuncio: Anual o multianual	28
4. Naturaleza del anuncio: Banda o Meta puntual	29
5. Cláusula de escape.....	30
6. Transparencia	30
7. Indicadores de seguimiento de la Meta de inflación.....	31
III.4. Requisitos para la adopción de metas de inflación	32
1. Requisitos técnicos	32
2. Requisitos institucionales	33
III.5. Consideraciones acerca de su aplicabilidad en Venezuela.	34
BIBLIOGRAFIA	37

Introducción

Desde finales de los setenta y comienzos de los ochenta, la economía venezolana ha presenciado un crecimiento casi permanente tanto de los precios como de su variabilidad. La inflación no solamente es creciente sino también oscilante, reflejando la desalineación de los fundamentos de la economía, en particular, la situación fiscal y el descontrol monetario.

Adicionalmente, la aceleración de la inflación ha coincidido, sin que hasta ahora se haya precisado el orden causal, con un decaimiento de la actividad económica. En efecto, después de exhibir durante prácticamente tres décadas tasas de crecimiento muy superiores a la de la población, Venezuela ha presenciado desde 1978 un proceso vertiginoso de caída del PIB per cápita. Se ha argumentado que uno de los factores que incide sobre este comportamiento es justamente los elevados y variables niveles de inflación. La evidencia internacional (Barro, 1995) y de algunos países de América Latina (De Gregorio, 1992), tienden a respaldar el criterio de que altas tasas de inflación afectan negativamente el desempeño de la economía.

Para enfrentar el alza de precios, en Venezuela se han ensayado un conjunto de planes de estabilización de diversos tipos, sin que ninguno de ellos haya mostrado resultados satisfactorios. La cronología más reciente de esos planes se remonta a 1979, cuando se esbozó un plan de estabilización encaminado a dominar las presiones inflacionarias derivadas del recalentamiento de la economía que tuvo lugar entre 1975 y 1978, a raíz del primer boom petrolero. Ese programa de ajuste, a todas luces incompleto, contemplaba el mantenimiento del tipo de cambio fijo, liberación de los precios de los bienes y servicios, reducción del gasto público y liberalización y reducción de los aranceles¹.

¹ Para detalles sobre la política cambiaria y la estabilización en Venezuela ver (Guerra, 1997) y Guerra y Sáez (sf).

La corrección fiscal fue insuficiente e inconsistente con el objetivo de aplacar las tensiones inflacionarias y no se avanzó en aspectos institucionales para mejorar la tributación interna. Los resultados inmediatos de ese plan fueron una contracción de la economía y un salto de la inflación por primera vez hasta dos dígitos. Como resultado de lo anterior, la tasa de cambio se apreció considerablemente en términos reales, lo que desencadenó una crisis de balanza de pagos en febrero de 1983, que llevó a la implantación de un esquema de control de cambios conjuntamente con una devaluación efectiva de 40%.

A partir de 1984, los intentos de controlar la inflación fueron tímidos y consistieron fundamentalmente en un estrechamiento del control de precios en el marco del régimen de controles cambiarios. Hasta 1988 resultó muy claro para las autoridades que la orientación básica de la política económica radicaba en estimular el crecimiento. No obstante esa orientación, la economía mostraba una importante restricción en su sector externo que hacía inviable la consecución de tasas sostenidas de crecimiento, sin que simultáneamente se exacerbaban las presiones inflacionarias, contenidas artificialmente por el sistema de precios administrados.

Durante ese período (1984-1988) la tesis subyacente era que una tasa de cambio preferencial sobrevaluada para las importaciones catalogadas como esenciales, dentro del esquema de control de cambios y de precios, era una herramienta contra la inflación independientemente de los resultados de la gestión fiscal. Más pronto que tarde se evidenció la inviabilidad de tal propuesta, debido a la pérdida sostenida de reservas internacionales.

Al cierre de 1988 era evidente que la economía arrastraba un estrangulamiento de su sector externo y una situación precaria en sus cuentas fiscales, reflejado en sendos déficit en la cuenta corriente y en la gestión fiscal de 8% y 10% del PIB, respectivamente. Estos resultados forzaron la adopción de un nuevo programa de estabilización, esta vez con el soporte del FMI y el Banco Mundial. Ese programa se fundamentó en un componente de estabilización y otro de reforma estructural. La estabilización pretendía conferirle

viabilidad a la balanza de pagos y reconstruir la posición de activos externos del BCV, seriamente debilitada por los déficit en cuenta corriente y las salidas de capital de corto plazo, a pesar del control de cambios.

Para tal propósito se liberó el tipo de cambio, al tiempo que se desmontó en un solo acto el esquema de administración del tipo de cambio vigente desde febrero de 1983. La lucha contra la inflación se circunscribió al ámbito de la política monetaria a través de la definición de una senda para la expansión de los agregados monetarios y crediticios según lo dictaminaba el programa financiero convenido con el FMI. La política fiscal, en términos enunciativos, debía encaminarse al restablecimiento del equilibrio presupuestario para respetar la trayectoria prevista de los agregados monetarios.

La reforma estructural se centró principalmente en el desmontaje de una compleja estructura arancelaria y para-arancelaria que restaba toda posibilidad de ganar competitividad al sector productor de bienes transables. En efecto, fueron eliminadas las licencias y cupos para la importación y la reducción arancelaria se adelantó con base a un cronograma que privilegiaba la gradualidad y mantenía la protección, transitoriamente, al sector agrícola. Igualmente, se otorgó relevancia a un ambicioso plan de privatizaciones de empresas públicas con el objeto de delimitar y hacer más eficiente la acción del estado en la economía.

En realidad, el esfuerzo de abatir decididamente la inflación no era la primera prioridad de este plan. Se concedía más importancia al objetivo de alcanzar la diversificación de la economía y al logro de tasas de crecimiento elevadas que permitieran recuperar e inclusive superar, el nivel de ingreso por habitante del que había disfrutado Venezuela hasta mediados de los setenta.

Como resultado de la invasión de Kuwait por parte de Irak y la posterior escalada bélica en el Golfo Pérsico, los precios del petróleo repuntaron, lo cual mejoró notablemente la situación fiscal. En ese

contexto no parecía necesario continuar instrumentando medidas de ajuste fiscal, dado la fuerte contracción que experimentó la economía en 1989 al inicio del programa. De hecho las propuestas para introducir el IVA y reformar la legislación fiscal fueron pospuestas con base en un argumento de corto plazo, según el cual los ingresos petroleros extraordinarios eran suficientes para enjugar los desbalances fiscales.

A partir de 1991, el gobierno cambió de curso y persiguió una política fiscal expansionista, que si bien se tradujo en altas tasas de crecimiento, no permitía que la inflación disminuyera sustancialmente, lo que implicó que la variación de precios se situara en el entorno del 30% y con fuerte resistencia a disminuir.

Ese programa de ajuste fue abandonado a finales de 1992 en medio de una severa crisis política que complicó todavía más el manejo de la política macroeconómica. En octubre de ese año se adopta un sistema de minidevaluaciones para estabilizar el tipo de cambio real y otorgarle sostenibilidad al sector externo. Sin la debida corrección fiscal el *crawling peg* contribuyó a que la persistencia de la inflación aumentara, lo que en la actualidad dificulta su reducción.

Entre 1994 y 1996, Venezuela continuó experimentando con diversos tipos de ajustes parciales e incoherentes que evitaban ir al fondo de la problemática de las cuentas del sector público, requisito fundamental para el diseño y puesta en práctica de cualquier intento serio de estabilizar la economía y reanudar su crecimiento. Finalmente, en abril de 1996 se alcanza un acuerdo con el FMI, cuya principal virtud consistió en el desmantelamiento del rígido esquema de controles cambiarios adoptado en junio de 1994. Se definió entonces una política cambiaria con referencia en un sistema de bandas, en la cual se suponía que el tipo de cambio fungiría como ancla nominal, vista la menor tasa de depreciación de la paridad central respecto a los diferenciales de inflación interna y externa. Igualmente, se consideró que un mejor control de la evolución de los agregados monetarios, ahora posible dada la relativa flexibilidad que permitía la amplitud de la banda, contribuiría a disminuir la inflación.

En el área fiscal si bien se aprobó el impuesto general a las ventas, para ser rigurosos, no existió un plan para otorgarle solvencia al fisco. Quizás ello pueda explicarse por la mejora en la situación petrolera que significó ingresos fiscales no previstos que, al igual que en 1990-1991, motivó la posposición de los aspectos centrales de la reforma fiscal y de la seguridad social, la mayoría de los cuales terminaron aprobándose con considerables desfases en 1998.

De esta manera, no es aventurado aseverar que los altos y persistentes niveles de inflación que se observan en Venezuela desde los inicios de los ochenta, obedecen al hecho que no se ha adelantado de manera consistente un plan de estabilización bien estructurado, acompañado de los cambios institucionales necesarios, de forma tal de crear incentivos y compromisos serios con el propósito de abatir la inflación. Contrariamente, se ha presenciado un desgaste de los modelos de ajuste recesivos tradicionales, basados en ajustes fiscales parciales e incompletos, restricción monetaria transitoria y devaluación del tipo de cambio.

La situación inflacionaria de Venezuela y sus secuelas sobre el crecimiento ameritan el diseño de un esquema de política global. Este trabajo se focaliza en el análisis de las distintas alternativas antiinflacionarias, considerando las ventajas y desventajas de cada una de ellas, haciendo mención a ciertos parámetros de la economía venezolana que condicionan la efectividad de las diferentes opciones de política.

Se hace especial referencia al caso de las metas de inflación por considerar que se trata de un tópico reciente que está recibiendo cada vez mayor tratamiento en la literatura. En la primera sección de este trabajo se analiza el tipo de cambio fijo, el cual es visto como el referente obligado cuando se habla de estabilizar la economía, en la segunda se da cuenta de la estrategia basada en metas monetarias y finalmente las metas de inflación.

I. El tipo de cambio fijo como alternativa antiinflacionaria²

La fijación del tipo de cambio se refiere a una situación en la cual la autoridad monetaria compra y vende divisas a una tasa fija. La fijación del tipo de cambio puede adoptar varias modalidades entre las cuales destacan tres: el esquema tradicional en el cual el tipo de cambio puede ajustarse ante cambios en los fundamentos de la economía, la fijación irreversible (Caja de Conversión) y el *crawling peg*.

1.1. Planteamiento general: Ventajas y desventajas del tipo de cambio fijo

En general, los regímenes de tipo de cambio fijo tienen las siguientes ventajas:

1.a. Proveen un ancla nominal visible y transparente. Si se cumple la ley de un solo precio, la inflación doméstica estaría determinada por la del país cuya moneda actúa como ancla. Más allá de las imperfecciones del mercado, debería existir una tendencia a la convergencia entre las tasas de inflación interna y externa.

Además, bajo un régimen de paridad fija, en principio, no hay espacio para la discrecionalidad, toda vez que el sostenimiento del régimen evita que se incurra de manera permanente en políticas expansionistas so riesgo que el sistema colapse (Krugman, 1979 y Flood y Garber, 1984).

1.b. Es simple de entender. Esta es una de las principales virtudes de este esquema. Usualmente la cotización de la moneda encabeza la

² Se sigue la exposición de Mishkin (1997).

lista de titulares de los medios de comunicación social y su lectura es fácilmente comprensible. Un tipo de cambio estable se asocia, *ceteris paribus*, con una economía igualmente estable y con mayores estímulos a los flujos de comercio.

1.c. Permite ganar credibilidad. Si la fijación del tipo de cambio es creíble, es decir, si los agentes confían en que el banco central tiene el compromiso de mantener la paridad y que la política fiscal y monetaria es la adecuada, se importa la reputación antiinflacionaria del país cuya moneda sirve de ancla.

No obstante esas virtudes, la fijación del tipo de cambio también presenta sus desventajas manifiestas.

1.d. Se pierde la autonomía monetaria. Dada la existencia de movilidad de capital, las tasas de interés internacionales y domésticas tienden a igualarse. En ese caso son muy pocos los grados de libertad de la autoridad monetaria para influir sobre la demanda interna como mecanismo de regulación de la economía. Una política monetaria expansiva (contractiva) se traduce en salidas (entradas) de capital sin que se altere la oferta monetaria de forma permanente. Adicionalmente, debido a la pérdida de dos instrumentos de política, la cambiaria y la monetaria, el sostenimiento de la estabilidad en el corto plazo recae exclusivamente sobre la política fiscal, la cual ha probado ser inflexible tanto por la rigidez como por lo costoso de reducciones nominales del nivel de gasto.

1.e. Aumenta la exposición a shocks externos. En vista que el tipo de cambio no puede ajustarse, la economía interna tiende a reflejar los eventos que afectan a la moneda de referencia y los propios del mercado internacional sin que se pueda activar la política cambiaria para mitigar tales impactos. Así, por ejemplo, ante un shock en los términos de intercambio, como los que frecuentemente afectan a Venezuela, las autoridades monetarias estarían imposibilitadas de neutralizar su impacto negativo sobre la balanza de pagos mediante un ajuste del tipo de cambio.

1.f. Se propende a ataques especulativos. Son conocidos los frecuentes ataques a los cuales están expuestas las economías que mantienen fija la tasa de cambio. En 1992, los países del Sistema Monetario Europeo encararon una presión en el mercado cambiario que propició la salida de algunas monedas de la banda de flotación. En otros casos, tales ataques han conducido al abandono del régimen cambiario y la adopción de una política cambiaria diferente.

1.g. Puede conducir a crisis financiera. En los países donde los sistemas financieros no tienen la profundidad necesaria ni estrictas normas de supervisión, usualmente las crisis cambiarias y financieras ocurren simultáneamente. La compra de moneda extranjera provoca corridas de depósitos, lo cual altera la liquidez de los bancos y eventualmente su solvencia.

Relacionado con lo anteriormente expuesto, dos aspectos merecen ser comentados. En primer lugar, el cumplimiento de la ley de un solo precio no siempre se verifica, debido a un conjunto de distorsiones, tales como la presencia de impuestos y aranceles, así como por la composición de la canasta de consumo entre bienes transables y no transables. En consecuencia, los precios internos pueden converger muy lentamente a los precios internacionales, lo cual llevaría, en el ínterin, a la acumulación de una apreciación cambiaria considerable que puede cuestionar la fijación del tipo de cambio. Se requeriría un esfuerzo fiscal importante para aliviar la presión de demanda sobre los precios de los no transables. Adicionalmente, habría que propiciar una apertura total de la economía para fortalecer la competencia y evitar el arbitraje de precios.

En segundo lugar, cabe hacer un comentario sobre la relación existente entre régimen de tipo de cambio fijo y disciplina fiscal. Un argumento en favor de la adopción de un tipo de cambio fijo, es que se crean incentivos para mejorar la gestión fiscal, por cuanto el desbalance de las cuentas públicas expande la oferta monetaria más allá de la demanda, lo que causa una pérdida sostenida de reservas internacionales. Ni la teoría ni la evidencia empírica apoyan el postulado anterior. Tornell y Velasco (1994) argumentan que el efecto disciplinante

de un esquema cambiario depende de la tasa de descuento subjetiva del hacedor de política. Si las autoridades fiscales son pacientes, es decir, que valoran más los resultados futuros que los inmediatos, en otras palabras, que tienen una tasa de descuento muy baja, entonces los costos futuros de la indisciplina fiscal de hoy lo inhibirán de adoptar políticas de demanda no apropiadas.

Contrariamente, si los gestores de la política fiscal son impacientes, porque su tasa de descuento es muy alta, le asignarán mayor ponderación a los logros inmediatos. Luego, como los efectos de la política económica expansiva se evidencian rápidamente en fluctuaciones del tipo de cambio e inflación, habrá mayores incentivos para ordenar las cuentas fiscales bajo un esquema de tipo de cambio flexible.

Por otra parte, el estudio de experiencias de planes de estabilización en América Latina durante los años setenta, ochenta y noventa, sugiere que ningún país, exceptuando Argentina en 1991, que emprendió un ajuste macroeconómico basado en el tipo de cambio, sin antes efectuar la corrección fiscal, logró hacerla durante la vigencia del programa.

1. 2. La Caja de Conversión

El esquema de caja de conversión es una manera especial y extrema de fijar el tipo de cambio con altos costos de abandono. En esta modalidad de arreglo cambiario, la autoridad monetaria emite dinero, convertible a una moneda de reserva a una tasa fija con plena convertibilidad (Hanke y Schuler, 1991). Los elementos que diferencian la caja de conversión de un esquema de fijación del tipo de cambio convencional son el respaldo oficial de la oferta monetaria con reservas internacionales, la prohibición al banco central de extender crédito interno y el acuerdo institucional por medio del cual se establece el tipo de cambio. Por lo general, las cajas de conversión contemporáneas estipulan un pleno respaldo del dinero en circulación con oro o divisas y la determinación de la paridad cambiaria se basa en la Constitución del país o en una ley especial (Ghosh, *et al*, 1998 y Baliño y Enoch, 1996).

Este último elemento le confiere credibilidad si el respaldo es superior al 100% y si, además, el país en cuestión ha emprendido un conjunto de reformas en el ámbito fiscal, arancelario y laboral, con el propósito de flexibilizar la determinación de los precios de los bienes y servicios.

La caja de conversión representa una opción de política cambiaria factible para aquellos países con inflaciones altas que han visto minada su credibilidad, debido a la secuencia de programas de ajustes incompletos, de corta duración, detrás de los cuales el deterioro de la confianza de los agentes en las autoridades económicas se acrecienta. La razón fundamental estriba en el hecho de que un sistema de caja de conversión tiende a solventar el problema de la inconsistencia temporal que surge de la discrecionalidad en el manejo de la política económica, cuando la autoridad monetaria tiene más de un objetivo que cumplir u objetivos contradictorios.

1.3. El Crawling Peg

El *crawling peg*, por su parte, hace posible acomodar los diferenciales de inflación al tiempo que permite algún grado de certidumbre sobre la tasa de cambio real a futuro. Este sistema usualmente ha sido instrumentado en situaciones en las cuales las autoridades enfrentan restricciones en el sector externo y tratan de asegurarse un tipo de cambio real que preserve la competitividad del sector transable, para promover las exportaciones y la diversificación de la economía. Sobre este aspecto hay que señalar que es muy cuestionable obtener ganancias permanentes de competitividad con base en devaluaciones nominales, debido a que ésta no garantiza necesariamente una devaluación real, y además, porque el tipo de cambio real obedece a otros determinantes, tales como la productividad, que no se alcanzan devaluando periódicamente la moneda.

La desventaja esencial del esquema de minidevaluaciones, aparte de las ya señaladas en relación al tipo de cambio fijo, es que tiende a perpetuar la inflación, toda vez que la regla de corrección de la paridad, generalmente se establece con base en los diferenciales de inflación de períodos anteriores.

En el caso concreto de Venezuela, el establecimiento de un régimen de tipo de cambio fijo, bajo la modalidad de fijación convencional, es decir, ajustable según los fundamentos o la caja de conversión, debe ponderar los siguientes elementos. En primer lugar, la exposición de la economía venezolana a frecuentes shocks en los términos de intercambio (equivalentes en promedio a 5% del PIB en 1986, 1991 y 1998), que afectan tanto al sector externo como a las cuentas fiscales. La dinámica de la fijación de precios del petróleo en el mercado internacional obedece hoy a una lógica diferente a la de hace dos décadas, lo que acrecienta la volatilidad de la formación de los ingresos externos de Venezuela. Las enormes fluctuaciones del mercado petrolero ocurridas en 1974-1975, 1979-1980, 1986, 1990-1991 y 1998 se han transmitido a la economía venezolana con una severidad tal que han propiciado ciclos perniciosos de auges y caídas frecuentes, entre otras cosas, porque la economía carecía de un fondo de estabilización que garantizara una senda estable del gasto fiscal; aunque hay que destacar que la existencia de ese fondo no evita el riesgo externo que pende sobre la economía, sólo lo matiza. ¿Cómo hace frente una economía que renuncia a la política cambiaria a la magnitud de esos shocks? ¿Estará siempre el mercado internacional de capitales presto a desembolsar el financiamiento externo necesario para compensar la disminución de los ingresos petroleros a un país ya endeudado?, además, ¿por cuánto tiempo?

Los shocks externos anteriormente señalados tienden a ser asimétricos. Lo que es un shock desfavorable para los Estados Unidos (aumento del precio del petróleo) mejora los términos de intercambio de Venezuela. Usualmente la Reserva Federal responde a esos eventos con una política de restricción de la demanda, propiciando un alza de la tasa de interés para mitigar el impacto inflacionario. En Venezuela, la tasa de interés, bajo un régimen de tipo de cambio fijo, debería seguir la tendencia de la tasa de interés que marca la Reserva Federal, lo que implicaría que la economía no se beneficiaría de la mejoría de los términos de intercambio.

En segundo lugar, la experiencia venezolana no parece favorecer la suposición según la cual la fijación del tipo de cambio conduce o

crea los incentivos para la disciplina fiscal. Entre 1974 y 1982, Venezuela, bajo un sistema de cambio fijo, mantuvo un desarreglo fiscal importante. Así, por lo menos en tres años de ese período, la gestión financiera del gobierno central arrojó déficits fiscales. En 1982, por ejemplo, el sector público consolidado cerró con un desbalance de 10% del PIB cuando todavía estaba vigente el esquema de tipo de cambio fijo. En otras palabras, el tipo de cambio fijo *per se* no es garantía para equilibrar las cuentas fiscales. Todo depende, más bien, de un conjunto de reglas institucionales que enmarquen la gestión presupuestaria y su financiamiento.

Finalmente, cabe interrogarse si un esquema de fijación del tipo de cambio es compatible con el posible curso, algo expansivo, que se anticipa para la política fiscal en el futuro inmediato. Esto sin entrar a considerar la relación entre composición de la estructura productiva, el privilegio a la economía real y la diversificación y la prevalencia de un anclaje absoluto del tipo de cambio.

II. Metas monetarias

El control de los agregados ha sido una de las herramientas más utilizadas en la lucha contra la inflación. Su explicación subyacente es la ecuación cuantitativa del dinero, según la cual, para un nivel de producto de largo plazo y para una velocidad de circulación constante, las variaciones de precios son proporcionales a los cambios en la oferta monetaria. De ahí entonces la relevancia que el control monetario le asigna al abatimiento de la inflación.

Su principal ventaja radica en la independencia de la política monetaria para enfrentar la coyuntura económica. Mediante el manejo de los instrumentos de política monetaria, el banco central puede influir sobre los niveles de la demanda agregada y por ende sobre los precios y la actividad económica.

El anuncio de una meta de expansión de los agregados monetarios transmite señales sobre el compromiso de las autoridades con el objetivo antiinflacionario y cualquier desvío es interpretable como un relajamiento de ese compromiso. Esta ventaja de la meta monetaria hace referencia al principio de la rendición de cuentas (*accountability*) del cual deben ser objeto los diseñadores de la política económica.

Las desventajas de esta estrategia guardan relación con dos elementos. En primer lugar, con el conocido problema de la estabilidad de la relación entre agregado monetario e inflación, y en segundo término, con la controlabilidad del agregado monetario o crediticio relevante. No es obvia que la relación agregado-precios se haya mantenido en el tiempo, de hecho, el cambio hacia nuevos enfoques y prácticas de la política monetaria, como por ejemplo, las metas de inflación, obedece tanto al debilitamiento de esa relación como a la creciente dificultad que afrontan los bancos centrales para controlar

agregados cada vez más amplios en un contexto de globalización de los mercados de capital. En la sección que sigue, se adelanta una opinión más exhaustiva sobre las diferencias y similitudes entre las metas de inflación y las monetarias.

Aunque las funciones de demanda de dinero que utiliza el BCV (Sánchez, 1994 y Cartaya, Sánchez y Roo, 1997) parecen indicar que la relación entre saldos reales y sus determinantes es estable, la controlabilidad de los agregados monetarios sí parece representar un serio escollo para continuar utilizando metas de dinero. Los factores que crean y destruyen dinero en Venezuela son extremadamente volátiles y ajenos al control del BCV. Los movimientos de los fondos de la Tesorería Nacional y la cuenta de Pdvs, en muchas circunstancias condicionan el comportamiento de la base monetaria independientemente del signo que el instituto emisor le imprima a la política monetaria. Adicionalmente, no siempre tiene el BCV la fuerza persuasiva o la que deviene del uso de sus instrumentos, para encausar la conducta del sistema bancario.

Puede agregarse también, que el BCV no maneja una cartera de activos con los cuales hacer política monetaria. Recientemente se ha recurrido a la emisión de títulos propios, debido a la ausencia de papeles públicos con condiciones de mercado. Ello tiende a crear una dinámica de acumulación de deuda, expansiones monetarias *a posteriori* y a desintermediar la economía, todo ello con altos costos en términos de actividad económica.

Por último, la movilidad internacional de capital cuestiona todavía más el uso de metas monetarias. Ello es evidente cuando el BCV intenta una política restrictiva que hace subir la tasa de interés. De inmediato se desalinea la ecuación de arbitraje, entran capitales de corto plazo, el BCV deja de intervenir en el mercado cambiario y la base monetaria vuelve a expandirse hasta su nivel anterior, sin que se logre la contracción deseada. Lo anteriormente expuesto, da cuenta de las dificultades que enfrenta el BCV para colocar los agregados en un nivel predeterminado.

III. Objetivos de inflación

III. 1. Algunas definiciones básicas

Desde marzo de 1990 el Banco Central de Nueva Zelanda (Banco de la Reserva de Nueva Zelanda-BRNZ-) adoptó un enfoque novedoso para instrumentar su política, al descartar el uso de un agregado monetario como la variable intermedia de la política monetaria. Tal cambio se produjo como resultado de la aprobación de la nueva Ley del BRNZ en 1989, que define las funciones del banco central en la cual se establece como función primordial de la política monetaria el mantenimiento de la estabilidad de precios. Bajo el nuevo esquema de política monetaria, el BRNZ intenta alcanzar una meta de inflación preestablecida, para lo cual utiliza toda la batería de instrumentos a su disposición.

El uso de dichos instrumentos va más allá del establecimiento de una cierta tasa de crecimiento de la oferta monetaria. En lugar de ello, los agregados monetarios se utilizan como uno de los indicadores del grado de cumplimiento de la meta de inflación y cuando, por una u otra razón, la inflación observada se desvía de la inflación objetivo, el BRNZ acciona sus instrumentos de política para procurar que la inflación regrese a la meta establecida.

Con la determinación de una inflación meta se intenta:

- Tener el objetivo final de la política monetaria perfectamente claro y delimitado, para que los agentes económicos interpreten adecuadamente la orientación de la política.
- Hacer específico, cuantificable, el compromiso de llevar a cabo la estabilización de los precios.

- Dar indicaciones claras de que no obstante desviaciones o shocks transitorios, existe un compromiso antiinflacionario firme por parte de las autoridades económicas.

Cuando los agentes asumen que los diseñadores de la política tienen claramente definido su objetivo final y que además tienen los instrumentos para hacerlo cumplir, la meta de inflación actuará como guía de las expectativas inflacionarias, contribuyendo a que en la formación de los precios adquiera mayor importancia el anuncio de política antes que el comportamiento de la inflación en el pasado (Leiderman y Svensson, 1995).

El argumento fundamental de la estrategia al definir una meta directa de inflación, es que los agentes económicos basan sus decisiones en toda la información disponible, de manera que su proyección de la tasa de inflación esperada resulte más importante para la fijación de los precios actuales que la inflación de períodos anteriores. Es decir, los agentes incorporarían el anuncio de la meta de inflación en sus decisiones.

III. 2. Metas de inflación y metas monetarias

Usualmente los bancos centrales conducen su política monetaria basados en una estrategia en dos niveles. En el primero se define la variable final de la política monetaria, generalmente referida al logro de una determinada tasa de inflación, nivel de ingreso o equilibrio externo. En el segundo nivel se precisa aquella variable intermedia, a través de la cual se pretende impactar la variable final. Subyace a esta estrategia el planteamiento de que el banco central, como organismo especializado en la instrumentación de la política monetaria, actúa por delegación de la sociedad en el propósito último de alcanzar el bienestar, el cual se materializa a través de los resultados de un conjunto de indicadores, tales como bajos y estables niveles de inflación y tasas de crecimiento económico aceptables. La misión del banco central es, entonces, crear un entorno apropiado para que ese bienestar se realice.

A su vez, lograr que la economía se sitúe en un sendero de baja inflación, implica la escogencia de la variable que con mayor certidumbre afecte la inflación y la selección de la autoridad especializada en el control de esa variable. La variable intermedia, por lo general, se define en términos de un agregado monetario o de la tasa de interés, en tanto que el banco central es el órgano mejor equipado para ejecutar el control monetario.

Lo anterior presupone que el banco central tiene pleno control sobre la variable intermedia y que además la relación entre la variable intermedia y final es estrecha y predecible. Este esquema de política funcionó con relativa eficacia hasta finales de los setenta, período a partir del cual se empezó a observar algún debilitamiento de la relación entre el agregado monetario y la inflación. Tal debilitamiento se explica, principalmente, por dos factores: la inestabilidad de la demanda de dinero y las innovaciones financieras.

Es muy probable que el surgimiento de nuevos instrumentos en el mercado financiero conjuntamente con la creciente globalización y movilidad de capital, hayan constituido elementos cuestionadores de la hasta entonces estrecha y predecible relación entre agregados monetarios e inflación. En su intento por adecuar los niveles de oferta monetaria a la demanda estimada, los bancos centrales tendían a utilizar conceptos restringidos de dinero, en la instrumentación de la política monetaria. En la medida en que esos agregados restringidos fueron perdiendo su capacidad para incidir sobre la inflación, se comenzaron a usar definiciones más amplias de dinero, las cuales tendían a estar más asociadas a la evolución de los precios, pero que se hacían prácticamente incontrolables por las autoridades monetarias con los instrumentos existentes (Bowen, 1995, Freedman, 1995 y Ayuso y Escrivá, 1993).

El uso de agregados más amplios entrañaba un conflicto entre la estrecha asociación de esos agregados con la meta final y la dificultad para su control efectivo. La situación empeoró cuando los agregados más amplios también comenzaron a perder potencia como variables intermedias por lo débil de su vinculación con la variable final de la

política monetaria. Así, los bancos centrales de países desarrollados presenciaron un desfile de agregados monetarios y crediticios sin que ninguno de ellos resultase efectivo para alcanzar la meta final. Ello condujo a situaciones singulares como la del Banco de Canadá que, estableciendo la estabilidad de precios como objetivo final, condujo su política monetaria sin utilizar objetivos intermedios (Freedman, 1995).

Las serias dificultades que confrontaron los bancos centrales para conducir una política antiinflacionaria basada en la fijación de metas cuantitativas para una variable intermedia, centró la discusión en el rol del anuncio de una meta de inflación como variable intermedia de la política monetaria. Svensson (1997) sugiere que el anuncio de una meta para la inflación, puede constituir una variable intermedia de la política monetaria por su alta correlación con la inflación observada.

Tanto en la estrategia en dos niveles como en la referida al establecimiento de una meta directa para la inflación, la variable objetivo de la política monetaria es el crecimiento de los precios. Sin embargo, una comparación sistemática entre ambos enfoques de política, permite poner de relieve las siguientes diferencias:

En primer término, cuando se establece una meta directa de inflación ésta se convierte en la variable fundamental del programa económico y en el caso de surgir algún conflicto de objetivos, prevalece la meta de inflación (Debelle, 1997). Este nivel de compromiso con la variable final no se observa cuando la política monetaria intenta alcanzar el objetivo de inflación indirectamente, toda vez que su cumplimiento pasa principalmente por conseguir la meta intermedia sin que ello garantice que la meta final sea logable.

En segundo lugar, bajo un esquema de metas de inflación se explota toda la información disponible que afecte la inflación. Cuando la política monetaria se fundamenta en una variable intermedia, el conseguir el nivel deseado de la variable final, depende casi exclusivamente del

comportamiento de esa variable intermedia sin que se sigan con rigurosidad otros indicadores que impactan la inflación (King, 1995).

En tercer lugar, la activación de los instrumentos de política monetaria siguiendo un esquema de metas de inflación no responde a un desvío en el cumplimiento de la meta intermedia, sino más bien a la discrepancia de la inflación esperada respecto de la observada.

Finalmente, los criterios de seguimiento, relativos al cumplimiento del objetivo, son diferentes. En un caso se privilegia el objetivo final y en el otro la meta intermedia en el entendido que su logro lleva implícito alcanzar la variable objetivo.

Aunque las metas de inflación pueden representar un nuevo marco de referencia para la instrumentación de la política monetaria (Bernanke y Mishkin, 1997), persiste, sin embargo, la indefinición sobre el uso de las variables intermedias de la política monetaria, lo cual crea dificultades operativas importantes en el manejo de la política.

III. 3. Aspectos operativos de las metas de inflación

Poner en práctica una estrategia de política monetaria basada en el establecimiento de metas de inflación, conduce a dar respuesta a los siguientes aspectos operativos que viabilizan la estrategia.

1. El anuncio

El anuncio de la meta de inflación es importante en sí mismo. Pero aún más importante es quién hace el anuncio. La experiencia de los países que adoptaron las metas de inflación, sugiere que prevalece el anuncio conjunto entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda (Masson, *et al*, 1997), salvo la excepción que representa Inglaterra donde el Ministerio de Finanzas es el encargado de establecer la meta de inflación.

La situación de Inglaterra adquiere singularidad, por cuanto el ente encargado de fijar la meta es el Ministerio de Finanzas, pero el Banco Central está obligado a proveer una explicación al Ministerio y al parlamento cuando se observe un incumplimiento de la meta.

En cualquier caso, el anuncio conjunto resulta conveniente, porque favorece la coordinación de la política macroeconómica y tiende a disipar las dudas sobre objetivos encontrados entre los gestores de la política económica.

2. ¿Qué tipo de indicador utilizar?

Determinado quién hace el anuncio, se precisa conocer sobre cuál indicador se establece la meta. Entre los indicadores de inflación, el IPC tiene las siguientes ventajas: la oportunidad con la cual está disponible, su fácil interpretación por todos los agentes económicos y que no es objeto de revisiones frecuentes una vez calculado.

No obstante, el hecho de que la economía esté expuesta a shocks de ofertas y demandas frecuentes, demanda la exclusión de los elementos más volátiles de la composición del índice de precios o de aquellos bienes y servicios, cuyos precios no responden enteramente a las acciones de la política económica, como podrían ser algunos servicios públicos o los combustibles. Por estas razones algunos países han definido la meta con base en la inflación subyacente (Debelle, 1997 y Melcón, 1994).

3. Forma del anuncio: Anual o multianual

¿Deben las autoridades establecer la meta para un período específico (año, trimestre o mes) o más bien sobre un horizonte temporal?

La especificación de la meta en términos de un horizonte resulta conveniente, porque indica una senda clara sobre el descenso de la

inflación en el mediano plazo, lo cual contribuye a que las expectativas incorporen niveles de inflación cada vez menores. Adicionalmente, debido a los rezagos con los cuales generalmente actúa la política monetaria y cambiaria sobre la inflación, por la existencia de contratos y rigideces institucionales, resulta apropiado hacer el anuncio en función de un horizonte para otorgarle el tiempo necesario a los instrumentos de política para actuar sobre los precios.

4. Naturaleza del anuncio: Banda o Meta puntual

La escogencia entre un número específico o una banda para la meta de inflación expresa el dilema entre la credibilidad que tiene que ganar la política monetaria y la necesaria flexibilidad, expresión de un control imperfecto sobre las variables que actúan sobre los precios.

Cuando se selecciona un número se interpreta que las autoridades mantienen un compromiso firme con el anuncio y que cuentan con los instrumentos para alcanzarlo. Sin embargo, la rigidez de tal selección puede resultar desestabilizadora, porque su cumplimiento puede implicar un uso excesivo de la tasa de interés, con consecuencias indeseadas sobre la actividad económica o el sistema financiero (Svensson, 1997b).

Situar la meta en una banda reconoce la existencia de limitaciones de la política económica para afectar la inflación. Además, la inflación está sujeta a shocks estocásticos más allá del control de las autoridades, razón por la cual debe darse un margen para que la inflación refleje el impacto de esos eventos aleatorios. Ello, sin embargo, entraña la dificultad de ser interpretables como una muestra de incapacidad para controlar la inflación o que no se está seguro de contar con toda la determinación para abatirla.

Si se opta por una banda, subsiste el problema de establecer su amplitud. Una banda relativamente estrecha permite ganar credibilidad, al tiempo que fuerza un uso intenso de los instrumentos de política monetaria. Contrariamente, una banda amplia evidencia cierta

propensión, por parte de las autoridades, a ser más flexibles con la inflación y con la política antiinflacionaria.

Tres elementos tienden a favorecer la selección de una banda en lugar de un número específico para la inflación. En primer lugar, la inflación está influida por eventos reales y por la incertidumbre, los cuales tienden a responder con lentitud, cuando se activan los instrumentos de política monetaria. Segundo, la falta de precisión de los modelos que se utilizan para predecir la inflación. Finalmente, es más probable alcanzar una meta razonablemente bien establecida que un número específico. Ello puede contribuir a consolidar las ganancias de credibilidad en los diseñadores de la política.

5. Cláusula de escape

El incumplimiento de la meta de inflación tiene que ir acompañado por una respuesta de las autoridades. Son diversos los motivos por los cuales la inflación observada se puede alejar de la prevista en la meta. Dependiendo de la naturaleza y magnitud del desvío, las autoridades apelarán a los instrumentos de política monetaria. Por ejemplo, un shock real permanente en los términos de intercambio difícilmente puede contrarrestarse con una subida de la tasa de interés, la cual puede contribuir a desestabilizar aún más la economía. En ese tipo de situaciones, lo que se intenta evitar con política monetaria es la propagación del efecto inflacionario del shock inicial. Contrariamente, un shock transitorio de demanda, por ejemplo, puede ser enfrentado sin mayores costos con una política monetaria restrictiva.

6. Transparencia

Una estrategia monetaria basada en metas de inflación implica un elevado grado de discrecionalidad, lo cual crea un sesgo inflacionario en la política monetaria (Green, 1996). Una forma de mitigar ese sesgo inflacionario es mediante una clara y definida política de comunicación entre las autoridades y los agentes económicos, para hacer explícito la función objetivo de los encargados de la política monetaria.

La labor comunicacional adquiere diversas formas. Una de ellas es la publicación permanente de informes, donde se detalla la evolución de la inflación, sus proyecciones y la política del Banco Central para combatirla. Similarmente, se requiere que el Banco Central formalmente suministre una explicación exhaustiva cuando la meta de inflación no se cumpla. Todo ello tiene el propósito de fortalecer el compromiso de las autoridades con la política antiinflacionaria y que los agentes perciban los esfuerzos del Banco Central por abatir la inflación.

7. Indicadores de seguimiento de la Meta de inflación

Con propósito de hacer un seguimiento del cumplimiento de la meta, se construye un conjunto de indicadores que muestran las principales tendencias de las presiones inflacionarias en la economía.

Indicadores de demanda: Se utilizan, entre otros, la brecha del producto, cuando es posible estimarla con la periodicidad requerida, el índice de utilización de la capacidad instalada de la industria, el comportamiento de los agregados monetarios y las cuentas fiscales, el índice de las ventas al detal, la evolución del tipo de cambio nominal, así como otras medidas que expresan la presencia de factores propulsores de la inflación.

Indicadores de costos: Entre éstos debe prestarse atención a los costos laborales, los precios de las materias primas nacionales e importadas y los costos de financiamiento.

Indicadores de expectativas de inflación: Este tipo de indicadores es de difícil construcción. Generalmente se recurre a encuestas a informantes calificados, tanto fijadores de precios como a firmas calificadas en pronóstico, para tener indicios sobre la inflación que esperan los agentes económicos. Igualmente, se recurre a la construcción de curvas de rendimiento y a los diferenciales de tasas de interés interna-externa, como expresión del estado de la credibilidad en la política anunciada.

III. 4. Requisitos para la adopción de Metas de inflación

Poner en práctica una política monetaria fundamentada en metas de inflación comporta el cumplimiento de un conjunto de requisitos técnicos e institucionales.

1. Requisitos técnicos

El principal requisito para adelantar este tipo de estrategia es tener una política monetaria independiente, más allá de la autonomía legal en el manejo de los instrumentos de política (Masson, *et al*, 1997). Cuando hay dominio de la política fiscal por la existencia de altos niveles de déficit fiscal o endeudamiento público, es difícil que el banco central pueda ejercer un control eficiente sobre los agregados monetarios, debido a que las fuerzas autónomas de expansión y/o de contracción de la demanda de saldos reales, tienden a anular los esfuerzos de astringencia monetaria de las autoridades.

Esto suele ocurrir con mayor frecuencia en países con estructuras fiscales débiles que no cuentan con instrumentos de deuda atractivos o con mercados financieros profundos. En ausencia de esos instrumentos, se suele recurrir al señoreaje como mecanismo de financiamiento de la gestión fiscal. Igualmente, en países con inflaciones crónicas, las variables nominales tienden a exhibir un crecimiento inercial que lleva a instrumentar una política monetaria acomodaticia (Masson, *et al*, 1997).

En consecuencia, rescatar la independencia de la política monetaria comprende, como elemento insustituible, la consolidación fiscal para corregir la fuente de perturbación monetaria que causa el desequilibrio presupuestario.

Un segundo requisito guarda relación con la necesidad de no establecer otra meta para una variable nominal, distinta de la propia inflación (Masson, *et al*, 1997). Si se fijase el tipo de cambio, por ejemplo, las autoridades perderían grados de libertad en el manejo de

la política monetaria, lo que comprometería el cumplimiento de la meta inflacionaria. Adoptada la política de metas directas de inflación, los diseñadores de la política deben contar con la suficiente flexibilidad para mover la tasa de interés o el tipo de cambio según se observe una discrepancia entre la meta y la inflación observada.

Un tercer requisito tiene que ver con la estabilidad económica. Definir una meta de inflación que sea creíble, implica que la economía debe mantener cierta estabilidad, de manera de poder pronosticar la inflación con algún grado de fiabilidad.

2. Requisitos institucionales

Dos sustentos esenciales de la política macroeconómica para abatir la inflación, lo constituyen la existencia de un consenso social sobre el daño que causa la inflación y la presencia de instituciones públicas con objetivos claramente delineados. Cuando la sociedad internaliza que la inflación le está infringiendo costos, es más factible instrumentar políticas estrictas de ajuste con menor sacrificio en términos de producto y empleo. En muchos casos ese consenso se tiende a alcanzar a niveles muy elevados de inflación o en casos extremos, como el de una hiperinflación, cuando ya se ha experimentado infructuosamente con diversos programas de estabilización. El tema de las inflaciones intermedias es más complejo, por cuanto la sociedad aprende a convivir con ella y desarrolla sus mecanismos de defensa, todo lo cual tiende a perpetuarla.

El sustento institucional lo representa un banco central independiente en el sentido de Cukierman (1995). La experiencia sugiere que no es suficiente la autonomía formal, toda vez que un banco central independiente pero con objetivos contrapuestos puede resultar tan desestabilizador como uno carente de autonomía legal.

Un segundo requisito está asociado con la elevada capacidad técnica que un esquema de metas de inflación exige para su instrumentación (Debelle, 1997). Debido a que en este esquema los

instrumentos de política se activan al presentarse una discrepancia entre la inflación meta y la observada, contar con metodologías sofisticadas para proyectar la inflación, permite que esa comparación se realice sobre bases ciertas. Adicionalmente, al jugar la inflación meta el papel de ancla de las expectativas, la rigurosidad técnica del pronóstico contribuye a fortalecer la credibilidad sobre si la política monetaria es capaz de poner en línea la inflación corriente con la proyectada.

Un requisito adicional lo representa la existencia de un adecuado sistema estadístico. La realidad de muchos países es la carencia de bases de datos confiables y con un número adecuado de observaciones. Esto dificulta el trabajo econométrico y hace que las estimaciones tengan importantes sesgos, los cuales cuestionan sus resultados. Similarmente, algunos países no cuentan con indicadores de coyuntura oportunos y con suficiente cobertura que provean información sobre índices adelantados de las presiones inflacionarias de la economía.

III. 5. Consideraciones acerca de su aplicabilidad en Venezuela

Instrumentar en Venezuela una estrategia como la descrita, enfrenta un conjunto de restricciones. En primer lugar, los niveles de inflación de dos dígitos medios que viene confrontando la economía venezolana desde mediados de los ochenta. A diferencia de los países donde esa estrategia se puso en funcionamiento, en los cuales predominaban inflaciones bajas o moderadas y relativamente estables, en Venezuela la inflación es alta y volátil. No se conoce un caso donde los objetivos de inflación se hayan utilizado para combatir inflaciones intermedias o altas.

En segundo lugar, la Ley del BCV contiene una ambigüedad legal que no permite que el instituto emisor active con determinación sus instrumentos de política para bajar la inflación. Efectivamente, el artículo 2 de la Ley del Banco Central de Venezuela asigna al BCV como misión no solamente la estabilidad de la moneda, sino también el equilibrio económico y el desarrollo ordenado de la economía y la

continuidad de los pagos internacionales del país. Como se deduce, los objetivos son múltiples y no necesariamente coincidentes unos con otros. La interpretación de ese texto puede ser muy estricta o muy laxa, dependiendo de quién la haga; ello significa que la orientación de la política estaría sujeta a quién esté a cargo de la dirección del BCV y de la política monetaria. En tales circunstancias es difícil pensar que los agentes económicos le asignen la credibilidad necesaria a las acciones de la autoridad monetaria.

Finalmente, la definición de objetivos de inflación involucra un grado importante de discrecionalidad en el manejo de la política monetaria. Esto puede potenciar el problema de la inconsistencia temporal, porque los logros transitorios contra la inflación pueden hacer creer que ésta ha sido dominada de forma definitiva y conducir a la aplicación de políticas expansionistas que pueden traducirse en una pérdida del esfuerzo hecho para abatir la inflación.

Bibliografía

AYUSO JUAN Y JOSÉ LUIS ESCRIVÁ (1993): “La Evolución del Control Monetario en España”, Banco de España, Documento de Trabajo 9325.

BALIÑO TOMÁS AND CHARLES ENOCH (1996): “Experiences with Currency Board Arrangements”. IMF, SM/96/302.

BARRO ROBERT (1995): “Inflation and Economic Growth”, Bank of England, Quarterly Bulletin, May.

BERNANKE BEN AND FREDERIC MISHKIN (1997): “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 1, N° 2.

BOWEN ALEX (1995): “British Experience with Inflation Targetry”, in Leonardo Leiderman and Lars Svensson, Dec.

CARTAYA VIRGINIA, ROO ELBA Y SÁNCHEZ GUSTAVO (1997): “Demanda de Dinero Mensual”. BCV, Documento de Trabajo N° 6.

CUKIERMAN ALEX (1997): “Central Bank Strategy, Credibility and Independence”. MIT Press.

DEBELLE GUY (1997): “Inflation Targeting in Practice”, IMF, WP/97/35.

- DE GREGORIO JOSÉ (1992): “El Crecimiento Económico en la América Latina”. *El Trimestre Económico*. Vol. LIX, Diciembre, 1992.
- FLOOD R., AND P.M. GARBER (1987): “Collapsing Exchange Rate Régimes: Some Linear Examples”. *Journal of International Economics*, Vol. 17.
- FREDDMAN CHARLES (1995): “The Canadian Experience with Targets for Reducing and Controlling Inflation”, in Leiderman and Svensson, Dec.
- GHOSH, *et al* (1998): “Currency Board: The Ultimate Fix? IMF, Working Paper, 98/18.
- GREEN JOHN (1996): “Inflation Targeting: Theory and Policy Implications”: IMF, WP/96/65.
- GUERRA JOSÉ (1997): “Síntesis de la Política Cambiaria en Venezuela” *Monetaria*, Vol. XX, No 1.
- GUERRA JOSÉ Y FRANCISCO SÁEZ (sf): “Experiencia Cambiaria Reciente en Venezuela”, en Política Cambiaria en los Países Miembros del FLAR. Fondo Latinoamericano de Reservas.
- HANKE STEVE AND KURT SCHULER (1991): “Banco Central o Caja de Conversión”. Fundación República.
- KING MERVYN (1997): “The Inflation Target Five Years on”. Bank of England. Quarterly Bulletin, Nov.
- KRUGMAN PAUL (1979): “A Model of Balance of Payments Crisis”. *Journal of Money Credit and Banking*. Vol. 11.
- LEIDERMAN LEONARDO AND LARS SVENSSON, ED. (1995): “Inflation Targets”. CERP.

MASSON PAUL, MIGUEL SAVASTANO AND SUNIL SHARMA (1997): “The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries”. IMF, WP/97/130.

MELCÓN CARMEN (1994): “Estrategias de Política Monetaria Basadas en el Seguimiento Directo de Objetivos de Inflación”. Banco de España, Documento de Trabajo, 9426.

MISHKIN FREDERIC AND ADAM POSEN (1997): “Inflation Targeting: Lessons from four Countries”, NBER, Working Paper, 5126.

MISHKIN FREDERIC (1997): “Strategies for Controlling Inflation”. NBER, Working Paper, 6122.

SÁNCHEZ GUSTAVO (1995): “Un Modelo de Demanda de Dinero para Venezuela: 1982-1994”. *Revista del Banco Central de Venezuela*. Vol. IX.

SVENSSON LARS (1997): “Exchange Rate Target a Inflation Target for Norway”, en *Choosing a Monetary Policy Target*, A.B. Christiansen and J.F. Quigstod, Ed. Scandinavian University Press.

SVENSSON LARS (1997b): “Inflation Targeting in an Open Economy: Strict or Flexible Inflation Targeting”. Reserve Bank of New Zealand, G97/8.

SVENSSON LARS (1997): “The Swedish Experience of an Inflation Target” in Leiderman and Svensson, Ed.

TORNELL AARON AND ANDRÉS VELASCO (1994) “Fiscal Discipline and the Choice of Exchange Rate, Régime”. IADB, Office of the Chief Economist, Working Paper, Serie 303.

SE TERMINÓ DE EDITAR ELECTRÓNICAMENTE
PARA LA PÁGINA WEB DEL BCV,
DURANTE EL MES DE ABRIL DE 2000