

NO ES SOLO LA OFERTA MONETARIA:

UNA EXPLICACIÓN ALTERNATIVA DE LA INFLACIÓN EN VENEZUELA

Carolina Pagliacci

Los economistas parecen estar de acuerdo: la inflación se explica por el exceso de oferta de dinero; la caída de la producción, por la disminución de la cantidad de insumos importados necesarios para producir. Pero hace falta una interpretación alternativa. Es posible que la reducción de la cantidad y de la variedad de los insumos, y las restricciones a su financiamiento, expliquen tanto la inflación como la contracción económica.

UNA CARACTERÍSTICA llamativa de la economía es la posibilidad de ofrecer una diversidad de explicaciones para un fenómeno. De hecho, en una reunión de trabajo entre cincuenta economistas pueden surgir, al menos, cincuenta perspectivas diferentes sobre las causas de un problema. Sin embargo, al analizar los orígenes de las dificultades de la economía venezolana puede constatar una suerte de consenso alrededor de dos puntos de vista.

La estrepitosa caída de la producción registrada en los últimos años se relaciona con el descenso —también abismal— de las importaciones o de su equivalente, las liquidaciones de divisas del Banco Central de Venezuela (BCV). La inflación, en cambio, se asocia con la emisión de dinero «inorgánico» por parte del BCV. Con base en este diagnóstico, las soluciones consisten en restablecer el flujo de divisas hacia el sector privado —con el propósito de estabilizar la producción— y restituir la autonomía al BCV, para abatir la inflación. La premisa fundamental del binomio «autonomía» e «inflación» supone que un banco central independiente impone al gobierno una disciplina fiscal que limita el financiamiento del déficit con dinero inorgánico, y por ende, la inflación.

¿Cómo se entiende el funcionamiento de la economía venezolana a la luz del anterior diagnóstico? Para ello, conviene utilizar el marco conceptual de la oferta agregada y la demanda agregada, según el cual la producción y los precios agregados de la economía son determinados por su interacción. Cuando «las curvas» de la oferta o de la demanda se desplazan —a la izquierda o a la derecha— tanto la inflación como el crecimiento de la actividad experimentan cambios. Por lo tanto, los ajustes de la inflación y la producción tienen su explicación última en los desplazamientos de la oferta agregada y la demanda agregada.

Carolina Pagliacci, profesora del IESA / carolina.pagliacci@iesa.edu.ve

Premisas de la visión común: monetarismo y clasicismo

Dos premisas sostienen el actual consenso macroeconómico venezolano. La primera, que el origen de la inflación es claramente monetarista: el incremento de los precios se produce por excesos en la oferta de dinero. Estos excesos ocurren cuando el aumento de la oferta de dinero por parte del Banco Central es superior a la demanda de dinero del público. Frente a esta circunstancia, los agentes económicos se deshacen del exceso de dinero comprando bienes y servicios. La demanda agregada de la economía aumenta; gráficamente, se desplaza a la derecha. En el largo plazo el exceso de oferta de dinero se traduce en inflación.

En este consenso, sin embargo, existe un elemento adicional al de la postura monetarista. La economía tiene dos clases de dinero: el inorgánico y el orgánico. De la expresión «dinero inorgánico» se deduce, al menos por oposición, que debe existir también un «dinero orgánico». Sin embargo, a diferencia del mundo de los alimentos, donde el calificativo

No puede considerarse una verdad universal que la calidad de los activos comprados por un banco central determine el efecto del dinero sobre la inflación, ni siquiera para los promotores de las teorías monetaristas

goza de aceptación universal, en economía el adjetivo «inorgánico» luce más bien como un criollismo, una expresión propia de la jerga económica venezolana. Según esta clasificación, el causante de la inflación es el dinero inorgánico. La creación inorgánica pareciera ocurrir cuando el Banco Central decide financiar directamente el déficit fiscal, es decir, cubrir la brecha entre los gastos y los ingresos tributarios del gobierno. El eufemismo utilizado para explicar este mecanismo es que el Banco Central pone a funcionar la máquina de imprimir dinero sin ningún respaldo. Cuanto mayor es la cantidad de dinero inorgánico, mayor es el aumento —desplazamiento a la derecha— de la curva de demanda agregada.

La segunda premisa del consenso venezolano es la independencia de la producción de los desplazamientos de la demanda agregada (esencialmente, consumo, inversión y gasto público). Según este enfoque, la producción pareciera estar afectada únicamente por la cantidad de insumos importados. En términos gráficos, esto equivale a que la curva de la oferta agregada es vertical: totalmente inelástica. Ello corresponde esencialmente a una visión clásica de la producción.

¿Es razonable este supuesto sobre la producción? Es cierto que en Venezuela la producción guarda relación con las liquidaciones de divisas del BCV, pues los agentes económicos utilizan estas divisas para adquirir insumos importados, fundamentales para las actividades de manufactura y servicios. A mayor liquidación de divisas, mayor cantidad de importaciones y mayor producción.

Sin embargo, no hay motivos para descartar que la caída de la actividad esté también relacionada con desplazamientos a la izquierda de la demanda agregada. Por ejemplo, el desplome del consumo de los trabajadores —debido a la merma de sus salarios reales (ajustados por inflación) y a los escasos aumentos del salario mínimo—, podría explicar parte de la recesión. Asimismo, la reducción del gasto fiscal —ajustado por inflación— que probablemente ha tenido lugar en los últimos años podría también explicar parte de la recesión. Ambos desplazamientos a la izquierda de la demanda agregada podrían estar vinculados con cambios exó-

genos o inesperados en el consumo y el gasto fiscal, y no con cambios resultantes del desempeño de la economía.

La inelasticidad de la oferta agregada le da consistencia a la narrativa de la inflación: solo una curva de oferta inelástica explica cómo los excesos de oferta de dinero —que desplazan constantemente la demanda agregada a la derecha— no han contribuido a frenar la caída de la producción. Por tanto, una parte esencial del diagnóstico se basa en la dicotomía clásica entre variables nominales y reales, según la cual el desempeño de las primeras no afecta el de las segundas.

Tres elementos para una visión alternativa

Hay tres elementos esenciales, basados en datos recolectados sobre el caso venezolano, para explicar una visión alternativa.

1. Todo dinero es creado igual, pero no todo arreglo institucional

La forma como los bancos centrales crean dinero es siempre idéntica: compran diferentes clases de activos a cambio de moneda local. Por ejemplo, la Reserva Federal de Estados Unidos compra títulos públicos en el mercado secundario. En el pasado, el BCV compraba dólares a la industria petrolera estatal; en la actualidad, compra activos de pésima calidad a la industria petrolera, como títulos de deuda o pagarés. La Reserva Federal, en su política monetaria no convencional instrumentada a raíz de la crisis de 2008, compró a los bancos privados todos los activos tóxicos que se encontraban en sus balances. El BCV podía aumentar arbitrariamente la cantidad de bolívares que intercambiaba por dólares, al permitir la depreciación de la moneda nacional.

Los ejemplos anteriores muestran que, en ocasiones, los activos comprados por una autoridad monetaria pueden ser de mala calidad. Sin embargo, no puede considerarse una verdad universal que la calidad de los activos determine el efecto del dinero sobre la inflación, ni siquiera para los promotores de las teorías monetaristas. De hecho, la creación de dinero por parte de la Reserva Federal tras la crisis *subprime* no se tradujo en mayor inflación.

Lo que marca una diferencia cualitativa entre las intervenciones de la Reserva Federal y el BCV es el tipo de arreglo institucional que permite la creación de dinero. La Reserva Federal decide con un importante margen de autonomía —aunque en coordinación con el gobierno federal— cuánto dinero debe crearse. En el caso del BCV, la creación de dinero es más bien compulsiva: no depende del arbitrio de su directiva —o incluso de las órdenes del fisco— sino de la acción conjunta de todos los organismos públicos involucrados en el proceso de creación de dinero.

La creación de dinero en Venezuela, más que una acción unilateral del Banco Central o del fisco, obedece a una acción colectiva descentralizada en la cual participan el fisco, la industria petrolera, el organismo que diseña la política cambiaria y otros organismos públicos menores (que en la historia reciente también compran y venden divisas al Banco Central). Del conjunto de posibles decisiones, la que causa mayores consecuencias es cuando el fisco o la industria petrolera incurren en gastos en moneda nacional financiados con dólares de la renta petrolera o, en su defecto, con activos de PDVSA. Así se incrementa la cantidad de dinero en la economía. De modo contrario, cuando el organismo encargado del control de cambios opta por liquidar divisas en poder del BCV, se reduce la cantidad de dinero.

Cuando se describe el funcionamiento institucional venezolano llama la atención que son muchos los organismos públicos con injerencia en la hoja de balance del BCV. En otras palabras, la independencia del BCV se ve imposibilita-

da, en primer lugar, por las reglas que han guiado su relación con el resto del sector público y que han evitado un control mínimo del proceso de creación de dinero. Este arreglo institucional tiene su génesis en la nacionalización petrolera y se exagera a partir de la década de los ochenta, cuando se le obligó a la industria petrolera a vender la mayor parte de sus divisas al BCV. La segunda causa de la falta de independencia del Banco Central es su propia decisión de no utilizar sus instrumentos de política monetaria para controlar la creación de dinero. En el caso venezolano, sin embargo, no es claro que las fluctuaciones atinentes a la creación de dinero puedan o deban ser permanentemente absorbidas por el Banco Central. Por tanto, la falta de independencia de un banco central no debe asociarse a la posibilidad de comprar activos de mala calidad, sino más bien a las condiciones que imposibilitan controlar eficazmente el proceso de creación de dinero.

2. Las sorpresas monetarias causan inflación, ¡pero no tanta!

Mucho más que el consenso monetarista —popular por su simpleza y fácil intuición— lo que llama la atención en el caso venezolano es que la discusión académica generalmente no se base en contrastaciones empíricas. El argumento para justificar semejante omisión consiste en el carácter universal de la premisa de que la inflación es siempre, y en todo lugar, un fenómeno monetario. Ahora bien, el monetarismo no es la única teoría que explica la inflación, ni todos los economistas son monetaristas.

Las contrapartes empíricas de los excesos de oferta de dinero se denominan «sorpresas monetarias». Desde esta perspectiva, la creación de dinero presenta dos caras: una relacionada con las variables económicas observables —crecimiento del producto o inflación— y otra que consiste en sorpresas. Las sorpresas son las causantes de la inflación, debido a que los agentes tienden a deshacerse de ellas con la compra de bienes y servicios.

En Venezuela las sorpresas monetarias no se asocian con las acciones de política monetaria del BCV: cambios en la tasa de interés o en los instrumentos de política monetaria. Por el contrario, tienen más que ver con la porción inesperada del dinero entrante al sistema financiero como consecuencia de las acciones de la industria petrolera y el fisco. Es este sector público —y no el BCV— el que puede aumentar, o disminuir, la creación primaria de dinero de manera discrecional.

Varios trabajos han identificado y evaluado el efecto de las sorpresas monetarias en Venezuela (Chirinos y Pagliacci, 2014, 2015, 2017; Carvallo y Pagliacci, 2016). En tales in-

vestigaciones, además de evaluar el impacto sobre la inflación y la actividad económica, se indaga acerca del efecto de las sorpresas monetarias en el sector financiero. En cuanto a la inflación, las sorpresas monetarias sí aumentan la inflación; pero solamente explican un quince por ciento de ella, en el mejor de los casos. Para el período 2004-2014, el aprendizaje más relevante arrojado por los datos es que la inflación venezolana no es —fundamentalmente— un fenómeno monetario; es decir, existen otros tipos de innovaciones o sorpresas que explican más del 85 por ciento de la inflación.

Estas sorpresas monetarias presentan dos características adicionales importantes. La primera es que tienden a ocasionar un incremento en la actividad real de la economía. Esto implica que, en el corto plazo, la oferta agregada no es inelástica, ¡y tiene pendiente positiva! Por lo tanto, la visión clásica sobre la oferta agregada tampoco guarda correspondencia con la evidencia empírica. La segunda característica viene dada por los efectos significativos de las sorpresas monetarias en el sistema financiero; en particular, en las tasas interbancarias, las curvas de rendimientos *forward* de la deuda pública y la propia estabilidad bancaria.

El problema fundamental de las sorpresas monetarias es su volatilidad, inherente al arreglo institucional venezolano. En consecuencia, la mayor preocupación de los encargados de formular de políticas públicas debería ser cómo modificar el marco institucional vigente, de manera que la creación de dinero no propicie efectos desestabilizadores en el sistema financiero.

3. La inflación se explica por sorpresas en la oferta agregada... ¡y por mucho!

Si la inflación no es un fenómeno monetario, ¿qué puede explicarla? Los trabajos citados arrojan como hallazgo que las sorpresas en la oferta agregada tienen mayor peso al explicar la inflación. Los desplazamientos de la curva de oferta agregada —a la derecha y a la izquierda— pueden dar cuenta de los cambios más importantes en la inflación. Estos desplazamientos de la oferta agregada se entienden, usualmente, como cambios en los costos marginales de la producción agregada o en la productividad total de los factores.

La recopilación de datos de otros países es una estrategia válida para verificar o contrastar la especificidad del caso venezolano. Pagliacci (2017) evalúa el impacto de las sorpresas en la oferta agregada y la demanda agregada sobre la inflación y el crecimiento de la actividad económica para Estados Unidos y siete países latinoamericanos, entre ellos

El aumento de la oferta agregada puede explicar el increíble crecimiento de la actividad económica y la reducción de la inflación que se observó en los períodos 2004-2006 y 2011-2012, cuando el alza en el precio del petróleo se combinó con crecientes ventas de divisas

Venezuela. Las sorpresas en la demanda agregada —además de contener sorpresas monetarias— engloban las sorpresas en el gasto fiscal, la inversión y la demanda agregada externa. Los resultados arrojaron que en cinco países más del cincuenta por ciento de la inflación era explicado por sorpresas —desplazamientos— en la oferta agregada. En Argentina y Venezuela, incluso después de dos años, los desplazamientos en la oferta agregada explican alrededor de setenta por

La creación de un mercado cambiario en Venezuela —que dejó de existir en 2010— es un pilar fundamental en la tarea de crear nuevos mercados de bienes, debido a la marcada dependencia externa de la producción

ciento de la inflación. En Estados Unidos, las sorpresas en la demanda agregada explican —al cabo de dos años— casi el ciento por ciento de la inflación.

La interpretación económica de la visión alternativa

La visión alternativa plantea un reto al investigador: cómo interpretar los desplazamientos de la oferta agregada en el caso venezolano. La evidencia recolectada hasta la fecha no ofrece certeza sobre los mecanismos de transmisión de estas «sorpresas». De hecho, diversas hipótesis podrían explicar la relación entre los desplazamientos de la oferta agregada y la inflación. No obstante, cualquiera de ellas debería contener dos elementos esenciales.

El primer elemento es la importancia de la disponibilidad y el acceso a las divisas para los productores venezolanos. Una mayor cantidad y variedad de insumos importados puede incrementar no solo la producción total, sino también la productividad. Por ejemplo, Gopinath y Neiman (2014) explican la caída de la productividad de la economía argentina en 2002 a partir de la reducción de la variedad de insumos importados. En este mecanismo de transmisión es crucial la existencia de mercados no competitivos para los importadores. En el caso venezolano, una reducción de la competitividad del mercado importador se puede explicar a partir de la asignación discrecional de divisas durante el control de cambio.

El segundo elemento esencial es el precio relativo de los insumos importados, que se calcula como el precio foráneo del insumo ajustado por la depreciación de la moneda y la inflación nacional. Cambios sorpresivos en el precio relativo de los insumos pueden servir de detonante para modificar los costos marginales de producción. El efecto de estos precios relativos sobre los costos marginales probablemente obedece a la existencia de fricciones o restricciones financieras. En otras palabras, las sorpresas en el tipo de cambio real pueden ser cruciales para explicar la oferta agregada, debido a que afectan sensiblemente el financiamiento de la producción.

La combinación de los anteriores elementos implica, por ejemplo, que los auges petroleros —acompañados de mayores ventas de divisas y apreciaciones del tipo de cambio real— propician las condiciones óptimas para aumentos —desplazamientos a la derecha— de la oferta agregada.

El aumento de la oferta agregada de hecho explica el increíble crecimiento de la actividad económica y la reducción de la inflación que se observó en los períodos 2004-2006 y 2011-2012, cuando el alza del precio del petróleo se combinó con crecientes ventas de divisas. Asimismo, los aumentos de la inflación y una contracción de la actividad económica

pueden asociarse con un encarecimiento relativo de los insumos y una reducción en su cantidad y variedad.

Implicaciones de política económica: el mercado cambiario

La visión alternativa sobre las causas de la inflación y la contracción de la producción —además de llamar la atención sobre la evidencia empírica disponible— intenta promover una reflexión sobre las implicaciones de política económica.

El control de la inflación requiere, primordialmente, estabilizar la oferta agregada. La deseada estabilización implica, entre otras cosas, restituir los derechos económicos, levantar los controles de precios y recuperar los mercados de bienes, muchos de ellos actualmente desarticulados. Para promover la emergencia de estos mercados, es pertinente reducir sus costos de entrada y velar por la aplicación de prácticas que incentiven la libre competencia.

La creación de un mercado cambiario en Venezuela —que dejó de existir en 2010— es un pilar fundamental en la tarea de crear nuevos mercados de bienes, debido a la marcada dependencia externa de la producción. Este mercado cambiario debe ser también competitivo, transparente y de acceso amplio. Sin embargo, el logro de tales características acaso implique, probablemente, repensar y replantear el funcionamiento del mercado cambiario en Venezuela desde cero, a partir de términos diametralmente opuestos a los existentes en el pasado.

Definir los lineamientos generales de una política cambiaria sostenible es uno de los principales desafíos para Venezuela. Ello implicaría no solo definir el papel de los actores económicos en el mercado cambiario, sino también crear una nueva institucionalidad para regir las intervenciones del Banco Central. En modo alguno esto representa una tarea menor, sobre todo si se considera que en Venezuela los regímenes cambiarios han fluctuado constantemente entre anclajes del tipo de cambio nominal y controles de cambio. En la mayoría de los casos ha sido el propio BCV —en conjunto con el Ejecutivo— el promotor de políticas cambiarias insostenibles.

Una implicación final es que difícilmente podrá promoverse la independencia del BCV con la simple prohibición del financiamiento directo del Banco Central al sector público. De hecho, tal disposición ha estado presente en la legislación venezolana desde hace muchos años, sin ser garantía de independencia. Por lo tanto, la prioridad apunta más bien a una revisión profunda del marco institucional —el conjunto de reglas— que regula las interacciones entre el BCV y el resto del sector público. ■

REFERENCIAS

- Carvallo, O. y Pagliacci, C. (2016): «Macroeconomic shocks, bank stability and the housing market in Venezuela». *Emerging Markets Review*. Vol. 26. No. 3: 174-196.
- Chirinos, A. M. y Pagliacci, C. (2014): «El sistema financiero venezolano: ¿qué compromete su desempeño?». *Revista de Análisis Económico*. Vol. 29. No. 2: 47-74.
- Chirinos, A. M. y Pagliacci, C. (2015): «Macroeconomic shocks and the forward yield curve». *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*. Vol. 8. No. 3: 201-223.
- Chirinos, A. M. y Pagliacci, C. (2017): «Credit supply in Venezuela: a non-conventional bank lending channel?». *Inter-American Development Bank Working Papers*. IDB-WP-797.
- Gopinath, G. y Neiman, B. (2014): «Trade adjustment and productivity in large crises». *American Economic Review*. Vol. 104. No. 3: 793-831.
- Pagliacci, C. (2017): «Are we ignoring supply shocks? A methodological proposal for monitoring cyclical fluctuations». *Empirical Economics*. <https://doi.org/10.1007/s00181-017-1371-x>