

Recibido: 29-01-2015/ Aprobado:11-06-2015
pp. 49-62

Daniel Lahoud



EL RIESGO DE LIQUIDEZ EN UNA ECONOMÍA INFLACIONARIA

RESUMEN

Una economía inflacionaria debería tener excesos en los medios de pagos. Pero en Venezuela, aunque la liquidez ha alcanzado niveles record en cifras nominales, el crédito no crece en la misma cuantía, pues sus crecimientos fundamentales se experimentan en la base monetaria. En este trabajo se recopilarán diversos elementos asociados al riesgo de liquidez y se les va a dar una mirada desde el fenómeno inflacionario.

Venezuela tuvo en los primeros años del siglo XX un esquema de moneda dura que fue cambiado radicalmente luego de la nacionalización del Banco Central de Venezuela en 1974. Los efectos del cambio en ese esquema son los que se van a abordar en varios ejemplos.

Palabras clave: Riesgo de liquidez, inflación, política monetaria, política de tasas de interés.

ABSTRACT

An inflationary economy should have excesses in the means of payment. But in Venezuela although liquidity has reached record levels in nominal terms, credit is not growing at the same rate, and its key growth is experienced in the monetary base. In this paper we will collect various items associated to liquidity risk and we are going to take a look from the inflationary phenomenon.

In the early twentieth century Venezuela had a system of sound money, was changed radically after the nationalization of the Central Bank of Venezuela at 1974. The effects of changes in this scheme are to be addressed through several examples.

Keywords: Liquidity risk, inflation, monetary policy, interest rate policy.

1. Riesgo e incertidumbre

Toda acción de cualquier individuo está sujeta de manera inexorable a la incertidumbre.²² La incertidumbre es el ambiente natural de los negocios. Entendiendo la incertidumbre como la imposibilidad de conocer con precisión lo que ocurrirá en el futuro, incluso en un ambiente regulado.

Esos ambientes regulados son creados por los gobiernos y sus legislaciones, y suelen beneficiar a algunas empresas más que a otras, y por correlato, provocan el perjuicio del consumidor. Pero por mucho que se regulen los ambientes de negocio, ningún empresario logrará prever todos los elementos del futuro, y siempre habrá cabida para que los resultados no sean los esperados. De esa misma manera, se puede afirmar que el futuro en cualquier entorno se prestará para la sorpresa.²³ Tanto, que algunos empresarios que se han acostumbrado al ambiente regulado, cuando se enfrentan a los cambios imprevistos los refieren a posibles conspiraciones.

Por ello, toda estimación que realice el empresario debe ser adaptativa. En la medida en la que las circunstancias van cambiando, el empresario va modificando sus decisiones, debido a que las condiciones mismas de su negocio se transforman. Esta es la razón por la que el plan debe ser adaptativo,²⁴ y por añadidura, lo que hace a los empresarios exitosos, es su criterio para identificar las señales que muestran cambios en la dirección del negocio y su acomodo a la realidad,²⁵ todo ello porque en un ambiente de libertad, el empresario exitoso es quien ofrece al consumidor lo que quiere, porque comprende que de ello depende su supervivencia en el mercado.²⁶

El riesgo pudiera considerarse como parte de la incertidumbre, pero no es así. El riesgo es una estimación que puede realizar un técnico tomando en cuenta la información estadística acumulada en un área del negocio. La estadística es historia y la historia tiene una utilidad limitada en los negocios, debido a que el bagaje de conocimiento que proporciona permite la elaboración de escenarios, sin que ello signifique que esos entornos sirvan

22 MISES, L. *La Acción Humana, tratado de Economía*, Unión Editorial. 7a Edición. Madrid, [2004(1952)], pp. 127-128.

23 KIRZNER, I. *Creatividad, Capitalismo y Justicia Distributiva*, Unión Editorial, Madrid, [1995 (1989)], p.83.

24 MISES, L. *Op. Cit.*, pp. 277-279.

25 MISES, L. *Op. Cit.*, pp. 243-276 y Kirzner, I. *Op. Cit.*, p.147.

26 MISES, L. *Op. Cit.*, pp. 328-330.

para descubrir qué ocurrirá en el futuro.²⁷ La historia no se repite nunca, lo que ocurre con ella es que sirve para entender cómo los individuos resolvieron un determinado problema, que no se repite, ni se repetirá de la misma manera.²⁸

Esa es la razón por la que sistemas de prevención de riesgos, como los propuestos por el Banco Internacional de Pagos (BIS) los cuales se denominan Basilea I, II y III, son realmente poco funcionales. La crisis que originó Basilea I (1974) no se repitió de una manera similar, y la que ocurrió luego, generó *ex post* el sistema de Basilea II (2004), y esta condición de riesgo no se repitió sino que la siguiente crisis ocasionó otros problemas que en su análisis *ex post*, condicionaron el sistema conocido como Basilea III (2010). Cada modificación evita que se repita lo que ocurrió, y eso es totalmente innecesario, porque por mediación de los empresarios alertas, no debería volver a ocurrir lo mismo, de la misma manera. Incluso es absurdo, que se obligue a los banqueros a elevar sus patrimonios innecesariamente, porque el negocio bancario es un negocio que se realiza en un ambiente de apalancamiento, donde el exceso de capitalización disminuye la rentabilidad.

Por ello el riesgo es una medida compatible con las ciencias naturales, que son las que permiten que ocurra la repetencia de fenómenos y por supuesto, eso es lo que contribuye a la generación de leyes, como si se tratara de una ciencia natural o como ocurre cuando se trata de aplicar un análisis con un criterio positivista. Eso no es posible en economía, porque lo que ocurrió es un caso y por tanto su probabilidad es denominada por Mises de esa manera, *probabilidad de caso*,²⁹ no como ocurre en las ciencias naturales en las que pueden ocurrir clases de fenómenos que pueden ser clasificadas, siguiendo al mismo autor, como probabilidad de clase.³⁰

Por supuesto, como un análisis matemático del fenómeno, usando eventos anteriores, se puede establecer criterios de riesgo, que son utilizados por las compañías de seguro para asegurar eventos. Sin embargo, todos los eventos no son repetibles, y tampoco todos los eventos son asegurables.

Un defecto corriente en las definiciones de riesgo es partir de la concepción de las empresas de seguro y afirmar que riesgo es la probabilidad de perder en una inversión, o sufrir alguna contingencia que genera pérdida. El riesgo en finanzas no puede ser definido de esa manera, porque si fuese así, quienes toman las decisiones en los mercados no lo harían y por tanto se perderían las oportunidades. Riesgo es siempre la probabilidad de obtener algo distinto a lo que se espera y eso puede ser mejor que lo que se espera, o sencillamente distinto, por lo que el escenario de pérdida, es un evento dentro

27 MISES, L. *Op. Cit.*, pp. 337-339.

28 MISES, L. *Op. Cit.*, pp. 129-130.

29 MISES, L. *Op. Cit.*, pp. 130-133.

30 MISES, L. *Op. Cit.*, pp. 133-137.

de las gamas de posibilidad, pero no puede ser un absoluto de: "ganas o pierdes". Por supuesto, si la condición dada por el escenario beneficia a quien invierte, él aprovechará la condición para obtener un beneficio extraordinario, que puede ser explicado por la incidencia del riesgo.

El análisis simple que realiza un técnico cuando determina el promedio de rendimiento, es lo que él denomina rendimiento esperado o esperanza matemática del rendimiento. Mientras que su variabilidad o desviación es lo que podemos llamar riesgo y eso tiene sentido estadístico como variabilidad hacia arriba (provocando ganancias extraordinarias por encima del promedio) o hacia abajo (reduciendo la rentabilidad esperada, pudiendo en algunos casos ocasionar pérdidas).

Por tanto, la mejor definición que puede tener el riesgo es aquel fenómeno que puede ser medido usando técnicas estadísticas, y que condiciona la obtención de un rendimiento diverso al esperado (promedio), lo que puede llevar a conseguir ganancias adicionales o reducciones en las ganancias hasta ocasionar en algunos casos la pérdida.

2. Qué es el riesgo de liquidez

Todo activo tiene un precio monetario. Si el poseedor del activo considera que ese es el monto de dinero que satisface sus expectativas en caso de venderlo, entonces podría hacerlo sin que ello le cause algún perjuicio patrimonial. Sin embargo, para ese individuo existe riesgo de liquidez cuando la venta precipitada del activo genera un cambio importante en la valoración que considera apropiada para el activo. Por esta razón, siguiendo la explicación que se dio en la sección anterior, si el individuo dada una condición de mercado obtiene un precio que supera el que considera apropiado, le llevaría a una ganancia adicional, si otra condición ocasiona una caída importante en el precio de mercado del activo eso lleva al individuo a experimentar una pérdida patrimonial. Ambas son las condiciones que determinan el riesgo de liquidez, que por supuesto, pueden beneficiar al individuo provocándole una ganancia extraordinaria o puede conducir a una pérdida.

Un buen analista de riesgo reconoce las dos posibilidades como el efecto de la exposición al riesgo, uno condiciona beneficios y el otro puede, en ocasiones, llevar a situaciones de pérdida.

Por supuesto, el riesgo de liquidez está condicionado a la calidad del activo, Se supone que los activos financieros que tienen un mercado especializado tienen menos riesgo de liquidez, y mientras menor es el plazo al vencimiento ese riesgo disminuye. Así, una letra del tesoro debería tener poco riesgo de liquidez, porque puede ser líquida a vencimiento, en muy breve plazo; una acción o un bono que se negocia en un mercado bursátil

por ejemplo, debería tener bajo riesgo de liquidez, pero su venta precipitada, puede causar riesgos adicionales y además de ello, si se negocia en un mercado no institucional (*over the counter*) debe tener más riesgo de liquidez.

Si el activo es más tangible y se negocia en un mercado no institucional, como es el caso de los vehículos, computadores, casas, etc. debe tener mayor riesgo de liquidez, porque suele ser difícil conseguir a alguien dispuesto a vender por el precio considerado "apropiado" y su variabilidad suele ser mayor. Dentro de esta categoría, si el activo es más costoso o más específico suele tener mayor riesgo de liquidez, por ejemplo vender un vehículo popular suele ser más fácil, que vender un Rolls Royce, por tanto el vehículo de último modelo, de una marca popular, debe tener menos riesgo de liquidez que el Rolls Royce.

Naturalmente, la compra del activo a un bajo precio, acrecienta las probabilidades de obtener un beneficio en la venta, y disminuye las posibilidades de pérdida, por lo que puede contribuir a disminuir la incertidumbre que se asume. Sin embargo el riesgo de liquidez está siempre latente y eso es lo que provocan al final los rendimientos o las pérdidas extraordinarias. Hay que tener presente que una alta rentabilidad siempre debe estar asociada a un elevado riesgo y nunca en un sentido inverso.

En el caso de institutos financieros que facilitan créditos a sus clientes, aunque esos créditos estén documentados en contratos, no son negociables, por no tener un mercado especializado, y en los momentos en los que se desata una crisis de liquidez están sujetos a un elevado riesgo de liquidez, debido a que si su deudor es insolvente, esa iliquidez e insolvencia se traslada a la empresa financiera. Si esto ocurre masivamente; eso es lo que genera las situaciones de crisis financiera que son comunes en los finales de los períodos de expansión del ciclo económico. Por eso, la crisis financiera se desata en los últimos instantes del segmento expansivo del ciclo, cuando está a punto de caer, o cuando ya ha comenzado a ocurrir, pero deben traer aparejadas además de un elevado nivel de financiamiento bancario, un alto grado de insolvencia, por lo que la elevación de las tasas de interés que caracterizan a las políticas monetarias contractivas que ocurren en ese instante del ciclo, para efectos del riesgo pueden ser contraproducentes, pero no es la causa definitiva del condicionamiento del ciclo; y si no se aplica este tipo de política, la caída será más lenta y extendida, retrasando la recuperación del mercado.

3. Existe la posibilidad de ganarle a la inflación

Hay una recomendación frecuente en los mercados que experimentan inflación. Se puede oír a veces de una manera irresponsable, la recomendación de que en inflación todos deberían comprar activos, incluso endeudarse para

adquirirlos porque los activos son la mejor cobertura para ganarle al proceso inflacionario. Esa es una verdad parcial, que incluso puede convertirse en una cruel falsedad.

La inflación es el incremento en los medios de pago de una economía, eso se experimenta de una manera diversa en los activos, de hecho, si en una economía los medios de pago se elevan en una determinada proporción, algunos bienes pueden experimentar una elevación más importante en sus precios, otros quizás, eleven sus precios de una manera muy parecida al incremento en la cantidad de dinero, y otros eleven sus precios de una manera menor al volumen de dinero adicional en la economía. Es por ello que los precios no sirven de manera aislada ni conjunta para medir la inflación, y la verdadera medida de la inflación sería el crecimiento de los medios de pago.³¹ Por eso la utilización de índices tiende a hacer que las personas midan mal el efecto de los precios, porque un índice es sólo un promedio dado por una matriz que abarca unas canastas fijas de bienes que puede ser clasificada de acuerdo a ciertos criterios sectoriales que se relacionan a una data poblacional, la cual abarca diversos estratos de ingreso o nivel socioeconómico. Por tanto, el resultado es un promedio que puede representar un indicador que realmente es ficticio, que refleja el cambio en los precios para un individuo hipotético, el cual, dada la gama de promedios que lo conforma, está totalmente alejado de la realidad.

En países de elevada inflación, ese indicador es todavía más imperfecto, debido a que como los cambios en los precios no son iguales al índice de inflación y los ajustes de los salarios tampoco, entonces se presentan asimetrías importantes, estas asimetrías se hacen evidentes si se mide los precios en relación a una moneda más estable, medida a los tipos de cambio de inicio y fin de un periodo. Puede encontrarse que en lugar de sufrir incremento en los precios, los precios realmente estén experimentando bajas, invalidando lo observado por el uso de los índices de precio.

Como lo que ocurre en un proceso inflacionario es un proceso de pérdida del valor de la moneda, y realmente esa pérdida se experimenta en una pérdida de la capacidad de compra, entonces es común la *ilusión monetaria*, que es lo que experimentan los individuos cuando confunden los términos nominales con los reales. Los individuos en una economía pueden creer que le están aumentando el sueldo y realmente se lo están disminuyendo en términos reales. Eso también contribuye a hacer poco válido el análisis de la inflación por el uso de los índices de precio.

Si realmente el índice midiese de manera efectiva la pérdida del poder de compra del dinero, eso permitiría afirmar que lo necesario es buscar un

31 MISES, L. *Op. Cit.*, pp. 507-509.

bien que eleve sus precios de una manera mayor que ese índice para estar perfectamente cubierto del proceso inflacionario, y resulta que los precios que más suben son los de los bienes de consumo que al mismo tiempo son aquellos que son perecederos, por lo que no ofrecen cobertura contra la inflación, y entre esos bienes, están también aquellos servicios que se consumen en el momento en el que se adquieren, como las consultas médicas, los honorarios de abogados, etc., y no existe un mercado de futuros donde puedan comprarse dichos servicios, por lo que la cobertura contra la inflación es casi un imposible.

Por lo visto la recomendación de comprar los activos tangibles en momentos inflacionarios no es tan certera, el otro elemento que falta dilucidar es el uso del mercado de créditos para financiar la compra de los activos con la finalidad de cubrirse contra el efecto inflacionario.

Para que un activo sea una protección efectiva en un proceso inflacionario, debería elevar sus precios no sólo por encima de su precio de compra, sino que además este incremento debería superar también la tasa de interés que cobran por su financiamiento. Si fuese así, el activo obtendría luego de su venta la cantidad de dinero suficiente para que quien se endeudó cancele el préstamo y obtenga un beneficio real. Existen múltiples escenarios que pueden ser resumidos en tres, en ausencia de inflación:

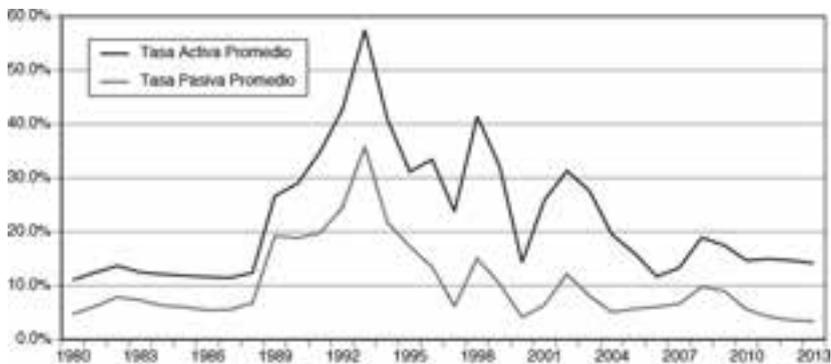
1. si el precio del bien se eleva por encima de la tasa de interés, quien lo compró obtuvo una ganancia pura, porque la elevación de precios del activo permitió cancelar el préstamo y obtener ganancia;
2. si el activo sube de precio exactamente en la tasa de interés que nos cobran por el financiamiento, quien adquirió y vendió el bien, sólo trabajó para cancelar intereses y por tanto ni perdió, ni ganó, realmente trabajó para quien lo financió;
3. si por el contrario el precio del activo sube por debajo de la tasa de interés, quien compró el activo debería sacrificar recursos, producto de otro tipo de activo, para poder satisfacer el financiamiento, por tanto obtuvo una pérdida pura.

El análisis anterior supone la ausencia de inflación, si hay presencia de inflación, todo se complica y el activo debe además de ganarle a la tasa de los financiamientos, ganarle a la medida que se utiliza para la inflación. Podría concluirse de manera simplista que los banqueros, si son los que financian, son los únicos ganadores del sistema. Sin embargo, el banquero no arriesga su patrimonio en la misma manera que quien adquiere un activo para ganarle a la inflación. El banquero presta servicios de dinero, eso significa que acepta depósitos, por lo que cancela una determinada tasa de interés y los coloca a

otra tasa de rendimientos, que generalmente es mayor y obtiene un beneficio de ello.

Pero de la misma manera que el rendimiento de una inversión real se mide por la tasa que se recibe dividiendo el precio de venta entre los costos (precio de compra) sustrayendo uno, el rendimiento del banquero se mide por los ingresos financieros (precio de la venta) divididos por los egresos financieros (costo de los fondos) sustrayendo uno. Al hacer esto, notamos que el rendimiento del banquero en ambientes inflacionarios o no, supera a la inflación. Aquí también puede, el análisis llevar a una conclusión apresurada, por la que se supone que el banquero no corre riesgos. Eso no es totalmente cierto.

Gráfica 1: Tasas activas y pasiva promedio del sistema de banca comercial y universal venezolano (1980-2013)



Fuente: Banco Central de Venezuela y Superintendencia de Bancos. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/c2/indicadores.asp> y <http://sudeban.gob.ve/webgui/> [descargado el 25/agosto/2014]

4. La insolvencia y la iliquidez son los riesgos del sistema financiero

Un elevado rendimiento siempre está asociado a un volumen de riesgos importantes. El banquero asume riesgos de liquidez y solvencia de una manera constante, y eso es lo que es la práctica del negocio bancario. Al aceptar depósitos y utilizarlos para colocarlos en créditos o en inversiones, asume un riesgo por los plazos, debido a que quien depositó puede reclamar sus fondos antes de vencerse el crédito que se otorgó con esos recursos. Ese descalce de plazos, es el que origina el riesgo de liquidez en los bancos, que puede ser

subsano por la participación del banco en un sistema de créditos de corto plazo donde otros banqueros asumen la función de proveedores de liquidez, para el banco que se encuentra "corto" en liquidez. Ese sistema con mucha fluidez funciona en Venezuela, porque los banqueros son reacios a participar directamente en las operaciones de Asistencia Financiera del Banco Central.

La forma más común de solicitud de fondos para solventar el riesgo de liquidez de los bancos lo suministra el Banco Central, con el mecanismo que se llama Asistencia Financiera; en algunos países, como ha sido en ocasiones el caso de Venezuela, puede funcionar con reportos o anticipos sobre bonos públicos; en otros países como es el caso de los Estados Unidos de América, el banco central (en este caso el *Federal Reserve Bank*), presta recursos directos por la solicitud del banquero, en lo que se denomina *Fed Funds*.

Como se observa en los sistemas contemporáneos, el banco central tiene una función importante en la provisión de liquidez del sistema financiero, este puede funcionar sin complicaciones importantes cuando la economía está en un período de expansión o en uno de contracción y la incidencia del riesgo de liquidez afecta sólo a un banco o una porción pequeña del sistema. En esos casos, la participación del banco central puede ser quirúrgica y su solución, aunque afecta a las otras variables del sistema, no es notoria y puede pasar desapercibida por la generalidad. Sólo se hacen evidentes, por la alteración de las tasas de interés y por la inyección de medios de pago a la economía, es decir, inflación.

Pero cuando se presentan crisis masivas en los sistemas financieros, estas ocurren luego de períodos de expansión de la economía que generalmente también incluyen un proceso inflacionario, es decir, ocurren en la cúspide de un ciclo expansivo. Ahora bien, la crisis para el sistema financiero aunque detona a partir de un problema de liquidez, para que concluya en la quiebra de algún banco, el instituto financiero en cuestión debe tener además un problema de solvencia. El asunto radica en que, cuando se presentan estas crisis, el fenómeno es masivo y los mecanismos de consecución de liquidez (banco central o mercados interbancarios) pierden su eficiencia porque privan criterios discrecionales de selección en torno al banco que debe ser salvado. Tal cosa fue lo que privó en la crisis de 2008, cuando se decidió el *rescate* de algunos bancos, contra el *desahucio* de otros, o en el caso venezolano de 1994 cuando se decidió la intervención a puertas cerradas del Banco Latino, y no existían elementos para prever la debilidad y posterior caída de mas de un cuarto del sistema financiero.

En las crisis que describen Mises y Hayek en sus libros, la caída de los bancos en este problema de solvencia tiene su origen en la incidencia de un esquema de tasas bajas de interés que los llevó a otorgar créditos de una

manera indiscriminada. Los bancos no tienen certeza de que los solicitantes de crédito vayan a pagar los préstamos que les otorgan, y no saben cuantos de esos créditos van a ser insolventes. Si ellos tienen la fortuna de tener entre su cartera de clientes, a aquellos que cancelarán de manera oportuna sus créditos por estar en áreas poco sensibles a la crisis recesiva (consumo); o son lo suficientemente perspicaces para prever que no pueden otorgar créditos imprudentemente; o no confían ciegamente en la presencia del banco central como prestamista de última instancia; sería la manera en la que evitarán la insolvencia y sortearán con éxito la crisis de liquidez. Pero resulta poco frecuente conseguir banqueros con estas habilidades.

5. Los mercados financieros permiten reducir el riesgo de liquidez

Los mercados pueden ser *institucionales*, como las bolsas de valores o las cámaras de compensación de futuros y opciones que se constituyen como mercados únicos y centralizados, en los que todos los operadores (intermediarios) pueden accionar a favor de sus clientes, o pueden ser *mercados de fuera*, u *over the counter*, en los que las operaciones siguen los usos y prácticas de un mercado que es descentralizado, y pueden funcionar en diversos lugares que están dispersos por un determinado territorio.

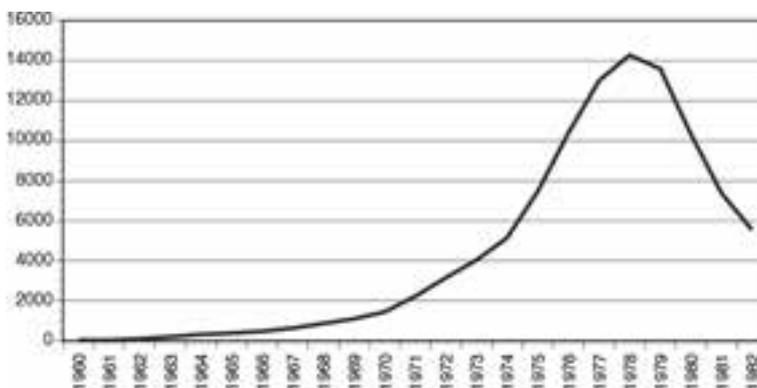
Los mercados institucionales son más eficientes en el sentido que todos pueden participar en la operación y hacen que el precio se aproxime mucho más a aquel que favorece a las dos partes que participan en la operación. Estos mercados suelen tener una información bastante completa y permiten incluso, a quienes no participaron en la operación, tener una aproximación a la realidad del mercado, por tanto contribuyen a la formación adecuada de las expectativas del mercado.

Los mercados de fuera escasamente permiten que los participantes de la operación sepan qué ocurrió entre ellos, por lo cual la información es más limitada. Por ejemplo, si un operador le compra a otro, el resto de los operadores pueden desconocer lo ocurrido y la operación aunque modifica al mercado, no lo hace contundentemente, prestándose para que la información esté distribuida de una manera más diversa. La información siempre se va a distribuir de manera heterogénea, pero en los mercados de fuera, la estructura se presta para que la información esté menos a la disposición, e incluso oculta para quienes quieren participar en ellos. Sin embargo, ambos en su funcionamiento sirven para contribuir a la disminución del riesgo de liquidez.

Un ejemplo importante fue lo ocurrido en los mercados de capitales de Venezuela en los años 60 y 70 del siglo veinte. Como se tenía un esquema de moneda dura, la inflación era muy baja. En esa época se desarrolló el sistema

de banca hipotecaria, el cual permitió la construcción de viviendas para las clases medias en ascenso en esa etapa del siglo XX. Las cédulas crecieron entre 1960 y 1978 a un ritmo del 39,2% anual, luego cuando se desarrolló el escenario inflacionario, las cédulas acusaron una fuerte caída, hasta el punto que hoy casi han desaparecido. (Ver gráfica 2)

Gráfica 2 Cédulas Hipotecarias totales en Millones de Bolívares (1960-1982)



Fuente: Banco Central de Venezuela. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/c2/indicadores.asp> [descargado el 25/agosto/2014]

El sistema funcionaba de la siguiente manera: para otorgar préstamos de largo plazo, como toca a la banca hipotecaria, se requerían recursos de largo plazo, estos se captaban por medio de estas cédulas hipotecarias, que eran bonos de largo plazo. Estos bonos eran exclusivamente redimibles a su vencimiento en un plazo mínimo de 5 años, sin embargo, llegaron a alcanzar una difusión importante, debido a que cada vez más inversionistas los compraban por la elevada tasa de rendimiento que se obtenía con ellas; los bancos hipotecarios tenían programas de cédulas combinadas con cuentas de ahorro, que además permitía a los depositantes tener liquidez con los rendimientos. Si querían liquidar la inversión total, es decir la cédula, podían hacerlo por una venta en la Bolsa de Valores de Caracas, donde funcionaba el mercado secundario de cédulas, lo que además contribuía a ampliar los instrumentos del mercado de capitales y evitaba que los Bancos Hipotecarios sufriesen del problema de liquidez.

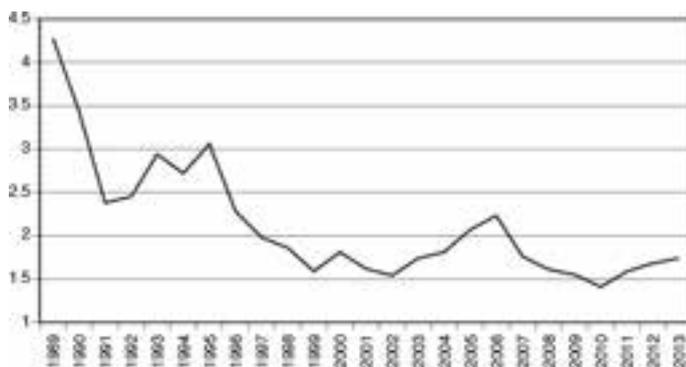
6. La liquidez en los escenarios inflacionarios

El ambiente actual no es el que concluyó en los 70 con moneda dura. El banco central, como se comentó, sigue empeñado en la realización de política monetaria, y como la ejecuta por medio de la emisión de pasivos

propios, emite, cada vez más moneda fiduciaria, y además emite para financiar al gobierno. Esta es la razón del porqué se vive en un esquema de moneda débil y por tanto de elevada inflación. Se refiere a que ese es un ambiente de elevada liquidez, pero en Venezuela la liquidez monetaria crece menos que la base monetaria (los medios de pago directos del banco central).

Si se calcula una razón entre el Crédito Bancario, que debería ser el componente primordial de la liquidez monetaria con la Base Monetaria que se conforma de los billetes y depósitos de los bancos en el banco central, puede verse que en 1989 había 4,8 veces más crédito que dinero base, en 2013 la relación ha descendido a 1,7 veces, lo que indica que el agregado monetario que más crece es la Base Monetaria. (Ver gráfica 3)

Gráfica 3: Relación Crédito Bancario/Base Monetaria (1996-2013)



Fuente: Banco Central de Venezuela. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/c2/indicadores.asp> [descargado el 20gosto/2014]

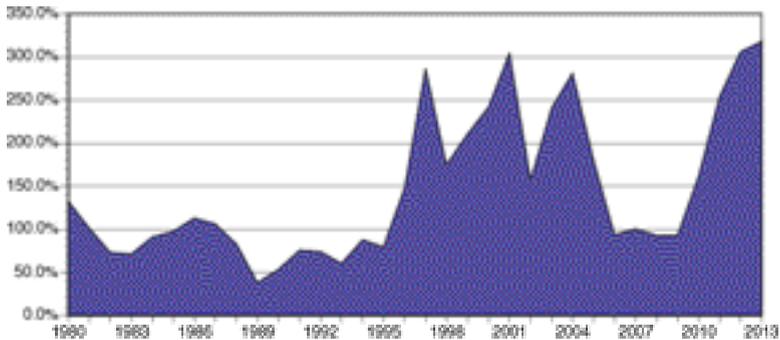
Ya que en términos relativos, la liquidez monetaria ha crecido menos que la base monetaria, se podría concluir afirmando que la base monetaria sería la causante de la inflación en el caso venezolano.³²

Pero además, esto tiene incidencias importantes sobre el negocio bancario, debido a que si existe menos crédito, también hay menos negocio bancario, pero también el riesgo de liquidez puede ser mayor, por ausencia de dinero bancario en el proceso, sin embargo, al crecer menos los créditos, hace que el sistema sea menos propenso a un escenario de crisis sistémica. Pero requiere de un esquema de diferencial de tasas de interés importante

32 OLIVO, V. *Inflation, Inflation Variability, and Output Performance. Venezuela 1951-2002*. Trabajo no publicado, 2014. En dicho trabajo el Prof. Olivo establece que la inflación tiene explicación en el Circulante (los medios de pago más líquidos), antes que en la Liquidez Monetaria.

para hacer viable el negocio bancario; si el diferencial se calcula como se aseguró antes (en la sección 4) reflejaría lo que se observa en la gráfica 4:

Gráfica 4: Diferencial de las tasas de interés (1980-2013)



Fuente: Banco Central de Venezuela y Superintendencia de Bancos. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/c2/indicadores.asp> y <http://sudeban.gob.ve/webgui/> [descargado el 25/agosto/2014]

Conclusiones

Si se observa sin detenimiento a los agregados monetarios, en Venezuela aparentan tener elevados niveles de liquidez, los cuales todos asocian a los desordenes en el sistema de precios. Sin embargo, cuando se hace una observación más precisa, es evidente que el desorden proviene más bien de los incrementos de Base Monetaria por parte del Banco Central. Este escenario condiciona las políticas de tasas de los bancos comerciales y al mismo tiempo la profundidad del negocio bancario.

En tal ambiente, es difícil que se presente una crisis sistémica del sector financiero, a menos que los banqueros no sepan seleccionar de manera precisa a sus clientes, o intenten hacer un negocio masivo sin contar con una verdadera base amplia de clientes.

Se hizo también, una revisión de la creencia generalizada de que en escenarios inflacionarios resulta sensato adquirir activos con financiamiento, para notar que ésta forma de hacer negocios tiene sentido sólo en el caso en el que el activo suba de precios más que la tasa de interés que se cancela en el financiamiento.