
El petróleo y la política macroeconómica en la Venezuela contemporánea

Luis Zambrano Sequín

RESUMEN

En este trabajo se examinan las reacciones de política económica frente a los choques en los precios petroleros en Venezuela, con énfasis en el período más reciente (1999 – 2015). Especialmente se centra la atención en la gestión fiscal y su conexión con el ciclo económico y político-electoral, así como en los mecanismos de financiamiento del déficit fiscal y su relación con la generación del impuesto inflacionario.

Palabras clave: Maldición de Recursos, Enfermedad Holandesa, Política Económica, Política Fiscal, Impuesto Inflacionario, Precios Petroleros, Economía Venezolana.

JEL: E52, E58, E62, F43, H27, H62

Documento base de la ponencia presentada en el Foro “*La Economía Del Petróleo En La Venezuela Contemporánea*” organizado por La Academia Nacional de Ciencias Económicas y el Instituto de Estudios Superiores de Administración
Caracas, 10 y 11 de marzo de 2015

Introducción.....	2
1 La naturaleza de las economías petroleras	5
1.1 La teoría de la enfermedad holandesa	7
1.2 La Maldición de los Recursos Naturales	10
1.2.1 Condiciones que generan la maldición	10
1.2.2 Sobre la estructura productiva	12
1.2.3 Sobre el rol de las instituciones	13
1.2.4 Sobre la búsqueda de rentas	14
1.3 La volatilidad de los precios petroleros	16
1.3.1 La gestión fiscal.....	17
1.3.2 La política monetaria.....	17
1.3.3 La política cambiaria	18
2 El desempeño de los precios petroleros y la economía venezolana	19
2.1 Identificación de los choques en los precios petroleros y su relación con el desempeño macroeconómico.....	19
2.2 Efectos a largo y corto plazo de las variaciones del precio petrolero sobre el desempeño macroeconómico	28
2.3 Caracterización de la política económica	32
2.3.1 Política fiscal y ciclo económico.....	33
2.3.2 Política Monetaria e Impuesto Inflacionario.....	59
2.3.3 Política Cambiaria y Tipo de Cambio Real	70
2.4 Derrumbe del precio petrolero 2014-2015.....	77
Comentarios Finales	85
Referencias Bibliográficas	90

Introducción

Es un lugar común decir que los choques petroleros son factores claves que determinan la dinámica macroeconómica en Venezuela. Asimismo, es conocido que la respuesta a los choques externos depende, fundamentalmente, de las características estructurales de la economía y del marco de políticas que se ponen en práctica.

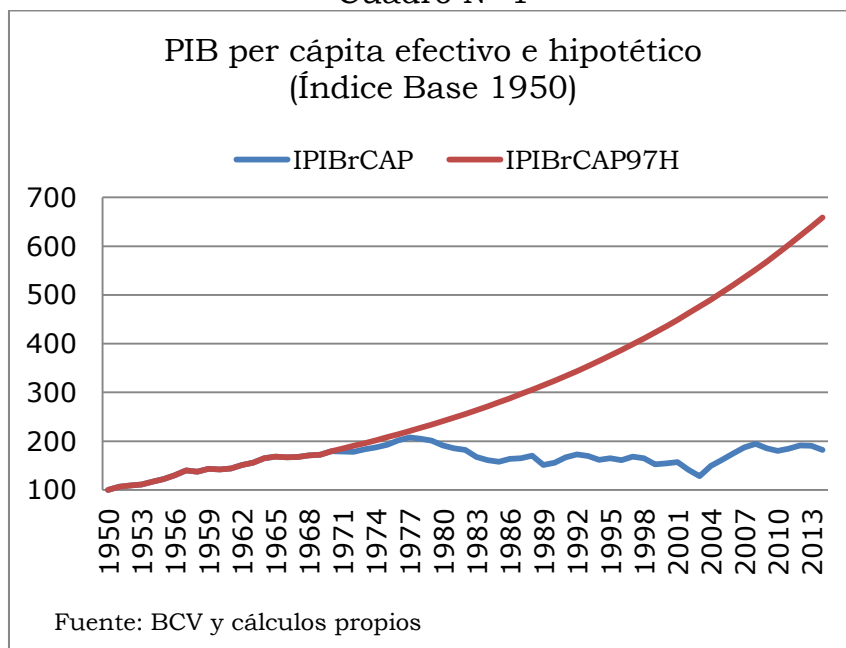
Venezuela se ha convertido en un caso de estudio para investigar la compleja relación entre los choques en los precios externos, el desempeño de la política económica y el comportamiento macroeconómico en un país petrolero con instituciones débiles. Es más, en la literatura reciente, el desastre económico venezolano es un importante caso para ejemplificar los efectos perniciosos que la dotación de recursos naturales puede ocasionar al crecimiento y al desarrollo.

Pero no siempre fue así. La historia económica venezolana en los últimos 100 años muestra que el petróleo fue una verdadera “bendición”, al menos en los primeros 60 años, cuando la economía creció a una tasa promedio anual de 7,8% y una “maldición” en los últimos 40 años cuando tan solo se expandió a una tasa promedio de 2%, por debajo del crecimiento poblacional y entre las tasas más bajas del planeta. Para tener idea de lo que esto implica: si el *PIB* per cápita hubiese mantenido la tasa de expansión experimentada entre 1950 y 1970, este más que triplicaría los niveles actuales (Cuadro N° 1).

Diferentes trabajos destinados a estudiar las características del desenvolvimiento de la economía venezolana a largo plazo enfatizan el hecho de que el uso de las rentas petroleras, especialmente en el período 1950-1970, permitió el crecimiento de productividad total de los factores (PTF), mientras que en el período posterior la correlación entre

los ingresos petroleros y la PTF ha sido extremadamente baja e incluso negativa (Agnani y Amaia, 2005; Bello, Restucia, 2002).

Cuadro N° 1



Con el “boom” de los setentas, se produjo una expansión desmesurada de las atribuciones, competencias y tamaño del Estado; repercutiendo negativamente sobre la eficacia de la gestión pública, la eficiencia y productividad total de la economía. En la década de los años ochenta del siglo pasado, de declinación de los precios petroleros, Venezuela sufrió las consecuencias de un colapso en la inversión y el consumo. La pobreza y el desempleo se elevaron significativamente. Aunque en la década de los noventa, en términos relativos, los precios fueron bajos pero bastante más estables y la economía siguió mostrando signos importantes de debilidad. Con el relevante y duradero “boom” en los precios petroleros que se inicio a comienzos de este siglo, las cosas en apariencia tendieron a mejorar: la economía creció en promedio casi 6% anual; el consumo se elevó sustancialmente; las empresas,

especialmente las vinculadas a los programas gubernamentales, generaron beneficios aunque fueron poco productivas; la pobreza tendió a reducirse, aún si los programas sociales fueron ineficientes; y el liderazgo político fue reelegido a pesar de la incompetencia y la corrupción evidente. En estos años la vulnerabilidad fiscal se incrementó paralelamente a la sobre expansión del Estado (Auty, 2001).

El poco avance en las reformas que se requerían para diversificar la producción y elevar la productividad global de los factores productivos, y la aplicación de un set de políticas claramente ineficaces y contraproducentes, empeoraron las condiciones estructurales del país que hoy determinan la escasa capacidad que se tiene para ajustarse al severo declive de los precios petroleros que se inició a finales de 2014.

Haciendo una apretada síntesis diríamos que los rasgos centrales que hoy caracterizan a la economía venezolana pueden sintetizarse en los siguientes elementos:

- la creciente concentración de las exportaciones en el sector petrolero y relaciones muy asimétricas con nuestros socios comerciales,
- el elevado y volátil gasto fiscal,
- la inestabilidad macroeconómica,
- la alta inflación,
- la apreciación e inestabilidad cambiaria,
- el desplazamiento e inhibición de sectores productores de bienes transables,
- instituciones débiles y de baja calidad,

- políticas públicas desacertadas,
- sobredimensionamiento del Estado;
- y, especialmente, arraigo de conductas rentistas acompañadas, como es lo usual, de significativos niveles de corrupción.

¿Cómo pudo suceder esto, a pesar de que en los últimos 40 años han prevalecido los períodos de auge en los precios petroleros sobre los de crisis?

Los retos, desde el punto de vista teórico y para quienes tienen interés en la definición de las políticas públicas adecuadas, son identificar correctamente los determinantes fundamentales de estos problemas y establecer con claridad los mecanismos a través de los cuales estos determinantes operan y se relacionan. En esta dirección se orienta el contenido de este trabajo.

1 La naturaleza de las economías petroleras

Los influyentes trabajos de Sachs-Warner (1995, 1997) adelantaron la hipótesis de que los países exportadores de recursos naturales no renovables, especialmente los petroleros, estaban condenados por una especie de “maldición de los recursos naturales”. Gracias a esos trabajos se desarrolló todo un programa de investigación que ha cambiado sustancialmente las percepciones sobre el tema del crecimiento económico y sus condicionantes. Hoy se dispone de una muy basta literatura teórica y empírica sobre el tema que, por cierto, se ha distanciado bastante de las conclusiones iniciales adelantadas por Sachs y Wagner.

Actualmente se acepta que no puede darse por sentado que la especialización en la producción de recursos naturales no renovables

sea necesariamente una maldición para el crecimiento, ya que las condiciones para que eso suceda dependen críticamente del contexto específico de cada economía (véase Lederman y Maloney, 2007; Collier y Golderis, 2007).

Una observación fundamental se centra en lo incorrecto de utilizar el grado de concentración de las exportaciones petroleras como una medida de dependencia para tratar de explicar el crecimiento. La razón es que este tipo de mediciones es afectado por el problema de endogeneidad; es decir, no es posible determinar a priori si el país tiene dificultades para crecer debido a su dependencia de las exportaciones de petróleo o si el país es muy dependiente del petróleo por qué no puede crecer en otros sectores. En todo caso, los efectos negativos en el crecimiento de largo plazo han sido principalmente atribuidos a la concentración de exportaciones en el recurso natural y no a la abundante disponibilidad del mismo (Lederman y Maloney (2003)). De allí que algunos autores declaren que la dotación de recursos naturales es una “bendición mixta” (Gylfason, Herbertsson y Zoega (1999)).

La concentración de las exportaciones en el sector petrolero se hace relevante, entre otras cosas, por lo impredecible del comportamiento de los precios petroleros, que siguen un camino aleatorio no estacionario, es decir no muestran una tendencia definida a largo plazo (Cashin y Mc Demott, 2001).

Pero los vínculos entre los shocks en los precios petroleros y el crecimiento económico distan de ser directos. De hecho, los canales a través de los cuales operan sus efectos pueden ser muy complejos y dependen de si los shocks tienen un carácter transitorio o permanente, aspecto que, por cierto, resulta bastante complicado de identificar ex-

ante (véase Banco Mundial, 2009; Byrne et al, 2011; Cuddington, Ludema y Jayasuriya, 2007; Ahumada y Cornejo, 2011).

Otro hecho suficientemente establecido es que, debido a una oferta y una demanda relativamente inelásticas, los precios petroleros son especialmente volátiles (Banco Mundial, 2009). Naturalmente, la impredecibilidad y volatilidad de los precios afecta negativamente el desempeño económico, sobre todo en aquellos países más dependientes y con menor capacidad institucional y gerencial para diseñar y administrar políticas económicas estabilizadoras.

1.1 La teoría de la enfermedad holandesa

La llamada “enfermedad holandesa” está asociada, en el caso de las economías petroleras, a los impactos negativos sobre el crecimiento económico de los shocks positivos en los precios del petróleo.

En estos impactos hay que distinguir dos efectos notables asociados a la “enfermedad” (Oomes y Kalcheva, 2007):

- La apreciación del tipo de cambio real causada por el súbito incremento de los ingresos por exportaciones petroleras.
- Los efectos precio e ingreso, asociados al “boom” petrolero, que reducen los incentivos y drenan los factores de producción desde los sectores productores de transables no petroleros, donde los costos de producción se elevan y cae la rentabilidad, a los productores de bienes y servicios no transables que se vuelven relativamente más competitivos.

En esencia la “enfermedad holandesa” sería el resultado de una falla de mercado resultante de la abundancia de recursos petroleros que permite sostener una tasa de cambio apreciada con respecto a la que se

requeriría para hacer competitiva la producción de otros productos transables distintos al petróleo. Es decir, el sector petrolero genera una externalidad negativa sobre los demás sectores de la economía impidiendo que estos se desarrollen. De esta manera, si la “enfermedad” no es debidamente neutralizada, se transforma en un verdadero obstáculo al crecimiento económico ya que provoca inevitablemente desindustrialización (Torvik 2002; van Wijnbergen 1984). Desde esta perspectiva fue que se desarrollo el planteamiento original de Corden y Neary (1982).

La hipótesis supone que cuanto más se eleven los precios internacionales del petróleo, más apreciada será la tasa de cambio de equilibrio y más grave se tornará la “enfermedad”. Es de notar que “la enfermedad” se produce independientemente de si el régimen cambiario es fijo o flexible. En este último caso, el incremento en el ingreso de divisas conduce usualmente a una apreciación en el tipo de cambio real, por la vía de la caída en el tipo de cambio nominal. En el caso de un régimen de tipo de cambio fijo, la apreciación real se produce por un incremento de la tasa de inflación interna.

Al impacto sobre el tipo de cambio real hay que agregarle los efectos que genera el incremento en el nivel de riqueza sobre la demanda interna. El sector transable no puede trasladar a los precios las presiones de costos, dada su exposición a la competencia externa, mientras que el sector no transable si puede hacerlo; se produce entonces un cambio en los precios relativos a favor de los sectores no transables. La rentabilidad del sector transable se deteriora y se terminan desplazando los recursos hacia el sector petrolero y el de no transables.

Dado que los sectores de transables, afectados negativamente por el “boom”, suelen asociarse a una elevada productividad, economías de escala y fuertes efectos de derrame sobre el resto de la economía, su no desarrollo tendría fuertes implicaciones sobre la capacidad de crecimiento a mediano y largo plazo.

El proceso descrito no puede darse por sentado y no tiene por qué acontecer en toda economía petrolera. En primer lugar la hipótesis de la “enfermedad holandesa” es un enfoque parcial, no solo porque es eventualmente aplicable solo a choques positivos sino porque deja de tomar en cuenta otros factores determinantes del crecimiento en las economías petroleras que son mucho más relevantes que el tipo de cambio y los efectos riqueza. Además, el modelo de la “enfermedad holandesa” parte del supuesto de pleno empleo de recursos y de la perfecta sustitución de los bienes transables internos por importaciones; ambos supuestos son obviamente muy cuestionables.

Por otra parte, hay que considerar si la apreciación cambiaria, provocada por los incrementos en los precios petroleros, corresponde a un fenómeno de corto o largo plazo. Si la apreciación cambiaria refleja un nuevo equilibrio de estado estacionario, dicha apreciación no tiene por qué afectar la tasa de crecimiento a largo plazo.

Debemos enfatizar el hecho de que la tesis de la “enfermedad holandesa” describe, en el mejor de los casos, las potenciales implicaciones de un shock positivo en los precios petroleros pero no es aplicable en los casos de shocks negativos. Venezuela sería un buen ejemplo de las limitaciones de esta teoría si observamos el desempeño de su economía durante el colapso de precios durante la década de los ochenta del siglo pasado, cuando a pesar de la fuerte reducción de los

ingresos petroleros la producción de transables no se expandió, como hubiese sido el caso si la teoría de la “enfermedad holandesa” fuese correcta (Hausman y Rigobon, 2002).

Desde hace ya bastante tiempo, el desarrollo de la teoría del crecimiento de las economías petroleras ha superado por mucho la tesis de la “enfermedad”. La investigación teórica y empírica se ha enfocado en la explicación de por qué en algunos países se desarrollan los síntomas y en otros no (Ross, 1999, 2004, 2006; Robinson and Torvik 2005).

1.2 La Maldición de los Recursos Naturales

La literatura económica referida al análisis de las economías petroleras ha evolucionado dejando paulatinamente atrás las tesis de la “enfermedad holandesa” para adentrarse en un enfoque teórico más rico conocido como “la maldición de los recursos”.

Desde esta perspectiva no solo se consideran los aspectos referidos a las políticas óptimas para el manejo de las economías petroleras sino que se examinan y resaltan los temas relacionados con la economía política, las implicaciones de las conductas rentísticas y el rol de las instituciones. La pregunta básica que se trata de responder es ¿Cuándo, por qué y bajo qué condiciones los gobiernos de los países petroleros tienden a manejar inadecuadamente la economía?

1.2.1 Condiciones que generan la maldición

El punto de partida es que la abundancia de recursos naturales no puede considerarse per se una maldición, pero tampoco es condición suficiente para promover el desarrollo económico.

En la literatura se resaltan varios factores que conducirían a la “maldición de los recursos”, los que pueden dividirse en cuatro grupos:

- los relacionados a los efectos económicos directos provocados por la dependencia del petróleo,
- los que se asocian a las interacciones entre la gestión de la industria petrolera, las rentas que esta genera y la calidad de las instituciones públicas,
- los que se derivan de las implicaciones de gestionar una economía volátil,
- y finalmente, los factores relacionados con los potenciales impactos negativos sociales y ambientales implicados en la explotación de recursos no renovables.

Con base en estos factores determinantes, los temas fundamentales que se abordan en la agenda de investigación se refieren a:

- la tendencia a la apreciación cambiaria que afecta la competitividad de los sectores productores de transables no petroleros reduciendo la capacidad para la innovación y adaptación de nuevas tecnologías,
- la mayor dificultad de la gestión macroeconómica consecuencia de la elevada volatilidad de los precios petroleros, con la propensión a desarrollar un gasto público y un flujo de capitales y del crédito pro-cíclico,
- la equivocada gestión del sector petrolero y minero y la sobre expansión del Estado y su rol en la economía,
- la generación de significativas rentas en un contexto de derechos de propiedad mal definidos, mercados imperfectos y débiles marcos legales que incentivan y generalizan la conducta

de búsqueda de rentas que desvían los recursos de las actividades productivas desperdiçándolos,

- la corrupción y la inestabilidad política, asociadas a los conflictos por la distribución de la renta y la administración de los ingresos petroleros, que reducen la eficiencia y la equidad social, además de fomentar el debilitamiento institucional,
- la disipación de las rentas por medio del consumo, en lugar de invertirlas para sostener el crecimiento futuro, y
- la ausencia de incentivos públicos y privados para la acumulación de capital humano inducida por la existencia de la renta petrolera y su administración al elevar los ingresos no vinculados al salario, la productividad y la rentabilidad,

Vamos a detenernos en algunos de estos temas y factores que parecen de primera importancia para discutir el caso venezolano.

1.2.2 Sobre la estructura productiva

La literatura empírica disponible da cuenta de cierta evidencia que sugiere que la concentración de la producción y las exportaciones en hidrocarburos incide negativamente sobre las tasa de crecimiento a largo plazo de los países petroleros. Sin embargo, de esto no se desprende que la especialización en la industria petrolera y sus derivados impliquen inferioridad en materia de innovación y efectos derrame sobre el resto de los sectores. Es decir, la especialización petrolera per se no es condición necesaria ni suficiente para determinar la “maldición de los recursos naturales” (Albrieu, López y Rozenwurcel, 2014). La elevada especialización de la fuerza de trabajo y el capital de alta calidad en la industria petrolera pueden generar procesos virtuosos de aprendizaje y

avance tecnológico que se transforman en externalidades positivas para toda la economía.

1.2.3 Sobre el rol de las instituciones

Hay consenso en torno a la idea de que un marco institucional de pobreza es un elemento determinante para la existencia de canales a través de los cuales se concreta la “maldición de los recursos”. Además, la dependencia del petróleo puede erosionar la calidad institucional existente o impedir que el marco institucional evolucione en la dirección requerida para apoyar el desarrollo económico y social. Sobre este tema hay abundante literatura económica y trabajo empírico que lo confirma (Mehlum *et al.*, 2006; Arezki and van der Ploeg, 2011; Boschini *et al.*, 2007; Humphreys *et al.*, 2007, Engerman and Sokoloff (2003); Hall and Jones (1999); Acemoglu, Johnson, and Robinson (2001, 2002, 2005); and Rodrik (2004).).

En esta literatura se hace énfasis en la vinculación entre la renta petrolera y la pobre administración de la política económica que exhiben muchos países, destacándose el caso venezolano. Al depender de la renta, los gobiernos requieren menos de los impuestos internos y esto los hace más irresponsables y poco eficientes en la administración de los ingresos petroleros. En este sentido, uno de los factores que distingue el caso exitoso de Noruega de otros países productores de hidrocarburos es el hecho de que era una nación ya desarrollada antes de los descubrimientos petroleros en la década de los setenta del siglo pasado. Sus instituciones eran ya maduras, incluyendo al sistema financiero, el sistema democrático estaba consolidado, así como su economía de mercado.

El énfasis en el rol de las instituciones replantea la tesis de la “maldición de los recursos”. Desde esta perspectiva la conclusión no es que la abundancia de los recursos petroleros per-se, ni la naturaleza de los choques en los ingresos petroleros, son dañinos para el crecimiento sino que depende de las circunstancias específicas del país y en especial de la calidad de sus instituciones. En esta dirección apuntan los recientes trabajos del Banco Mundial dirigidos a medir el capital intangible¹ y las inversiones complementarias en infraestructura, como principal fuente de riqueza de las naciones.

Uno de los grandes retos de la gestión política sería entonces cómo evitar que la dependencia del petróleo impida desarrollar las instituciones que permitan la explotación del recurso en función del bienestar social. Es decir, impedir la generación de un mal equilibrio, donde instituciones débiles conducen a un patrón de explotación de los recursos petroleros que no exige mejorar este marco institucional.

La literatura reciente resalta cada vez más el papel de las llamadas “instituciones amigables con una economía productiva”, es decir aquellas donde las actividades de búsqueda de renta y las productivas son más bien complementarias, en oposición a las instituciones adversas al mercado donde tales actividades son más bien sustitutivas (Notas Mehlum, Moene and Torvik, 2002).

1.2.4 Sobre la búsqueda de rentas

La competencia por la apropiación de la renta petrolera y su incidencia en el desplazamiento de la actividad productiva es un tema bastante

¹ El capital intangible comprende al capital humano, social e institucional, entendidos en un sentido amplio. Según las investigaciones del Banco Mundial, la educación y la calidad del estado de derecho constituye la fracción más importante del capital intangible (Banco Mundial 2006 y 2011).

trillado en la literatura. Venezuela es, en este sentido, un caso que ejemplariza con claridad meridiana las implicaciones de este problema.

La generalización de la conducta de búsqueda de rentas está, a su vez, asociada a la corrupción y a la emergencia de grupos de interés que influyen sobre las estructuras políticas con el objeto de controlar las decisiones de gobierno (Krueger, 1974). En otras palabras, la renta petrolera, en un contexto de instituciones débiles, corroe el capital social disponible².

La combinación de la búsqueda de rentas, la predominancia económica del gobierno y derechos de propiedad inadecuadamente establecidos crea las condiciones que impiden, a su vez, el desarrollo de instituciones de calidad, promueven el surgimiento de serios problemas de gobernabilidad y generan agudos conflictos distributivos que limitan severamente el crecimiento a largo plazo (Tornell y Lane, 1999; Torvik, 2002)

Otro aspecto importante asociado a la búsqueda de rentas es el llamado “efecto impositivo”. Dado que los ingresos fiscales petroleros permiten que la presión tributaria interna efectiva sea muy baja, se reduce, también, la presión social para que el gobierno rinda cuentas, sea más responsable y eficiente (Ossowski y González, 2012).

²Recientes estudios empíricos (Banco Mundial, 2011) muestran una clara y significativa relación positiva entre corrupción y producción de materias primas. En estos trabajos se arguye que un incremento de 30% en la participación de la dotación de capital asociada a los recursos naturales en el capital total reduce en 1% el crecimiento anual del *PIB* per cápita, tan solo por el efecto en el incremento de los niveles de corrupción.

1.3 La volatilidad de los precios petroleros

El otro asunto al que la literatura ha dedicado abundantes páginas en la economía comparada de los países petroleros es el de cómo se enfrenta el problema de la volatilidad de los ingresos externos. Hoy sabemos que, más importante que los impactos directos sobre la inversión y el consumo, son las reacciones en la gestión fiscal, la política monetaria y el desempeño del régimen cambiario, ya que estos son los canales que determinan la manera como los choques se transmiten al resto de la economía. Son estos efectos indirectos los que, en un estricto sentido económico, contrarrestarían, especialmente en el caso venezolano, los aportes directos positivos que tiene la dotación de recursos petroleros (Ploeg and Poelhekke, 2009; Lederman and Xu 2009).

La mala gestión a corto plazo de la volatilidad de los precios, asociada a la elevada dependencia de los ingresos petroleros, se expresa en un gasto fiscal inestable, específicamente en aquellos rubros que están más vinculados a la dotación de capital social y humano. Así mismo, se materializan en una tasa de ahorro sistemáticamente insuficiente, o lo que es lo mismo, una tendencia al sobreconsumo de los ingresos externos.

Hay que anotar, además, que si bien es evidente que hay una correlación positiva entre los shocks en los precios petroleros y la variabilidad del *PIB*, esta relación dista de ser lineal. Es de notar que los efectos de los cambios importantes en los precios del petróleo sobre el *PIB* son asimétricos: los choques mayores y positivos influyen más que los de relativo menor tamaño y negativos (Camacho and Pérez 2010).

En síntesis, la alta dependencia y volatilidad del comportamiento de los ingresos petroleros externos afecta a la economía en su conjunto no tanto por sus efectos directos sobre la inversión y el consumo sino por su impacto sobre la gestión fiscal, la política monetaria y el desempeño del régimen cambiario. A continuación se examinarán con más detalle estos canales.

1.3.1 La gestión fiscal

La política fiscal, más específicamente el gasto público, es el principal mecanismo propagador de los choques en los precios petroleros. La volatilidad de los ingresos fiscales petroleros afecta el comportamiento del gasto público de diversas maneras. En primer lugar, haciendo no solo inestable el gasto sino induciendo su comportamiento procíclico (Erbil, 2011).

1.3.2 La política monetaria

Los choques petroleros no solo afectan la demanda agregada vía el gasto, también impactan considerablemente la evolución de la base monetaria. Los cambios inducidos en la cantidad de dinero, agudizados por la rigideces en precios claves, tienen efectos no solo sobre las variables nominales sino también en las reales.

En el caso venezolano tenemos evidencias de que el dinero no es neutral: cambios de origen fiscal en las magnitudes monetarias causan variaciones macroeconómicas relevantes y son la causa fundamental detrás de la aceleración reciente de la tasa de inflación en el país (Zambrano Sequin, 2013).

Los efectos de las variaciones en los precios petroleros sobre la tasa de inflación dependen de cómo responda la base monetaria, y esto está

condicionado a la respuesta de la política fiscal frente a los choques. Estos efectos indirectos hacen resaltar la importancia que el tema de la independencia del Banco Central tiene como institución clave para la determinación de la evolución de los precios nominales.

1.3.3 La política cambiaria

La literatura teórica y empírica reciente ha hecho bastante énfasis en la relevancia que la política cambiaria tienen en los procesos de ajuste de las economías petroleras ante los choques de origen externo.

La variación de los precios petroleros tiende a causar fluctuaciones importantes en el tipo de cambio real que terminan afectando la estructura productiva, concentrando la producción y las exportaciones y la base de tributación del gobierno, haciendo más vulnerable a la economía a los choques externos. Estos efectos negativos son aún más importantes mientras más inflexible sea el tipo de cambio nominal, menor el nivel de reservas internacionales y más abierta la cuenta de capitales de la balanza de pagos.

Por otra parte, en la medida que se retarden los ajustes en el tipo de cambio nominal, la economía tiende a ser más inestable ya que los ajustes en el tipo de cambio real se producen vía inflación, Esto ha llevado a valorar positivamente los regímenes de tipo de cambio flexible frente a los de tipo fijo, como política óptima para los países petroleros.

Otro factor que debe ser resaltado es el rol que cumple la calidad de las instituciones en cuanto a la capacidad de aislar al tipo de cambio real de la volatilidad de los precios externos. En un trabajo relativamente reciente se pudo verificar, para un panel de 33 países petroleros, que la disponibilidad de instituciones fuertes, marcos legales sólidos y burocracias con calidad técnica logran reducir la correlación entre los

movimientos en los precios petroleros y las variaciones en el tipo de cambio real (Rikne, 2009).

Teniendo como base cuanto se ha mencionado, se pasará a abordar el caso específico de Venezuela, centrando el análisis en los efectos de la volatilidad de los precios petroleros y las reacciones de la política económica, sin dejar de reconocer que los temas vinculados con la economía política y el tema institucional son de primordial interés.

2 El desempeño de los precios petroleros y la economía venezolana

En este capítulo primero se tratará de identificar los episodios más relevantes de la evolución de los precios petroleros en los últimos cincuenta años, con el objeto de medir la magnitud y signo de los choques fundamentales. En una segunda parte se pasa a considerar, desde un punto de vista empírico, como es la vinculación entre la variación en los precios petroleros, considerada como una variable exógena y el crecimiento económico, evaluando las relaciones de largo plazo entre la inversión, las variables fiscales y los cambios en el nivel del *PIB*. Finalmente, examinamos el desempeño de las políticas fiscal, monetaria y cambiaria como canales de transmisión de los choques externos en los precios petroleros.

2.1 Identificación de los choques en los precios petroleros y su relación con el desempeño macroeconómico.

Estudiar el comportamiento empírico de los precios internacionales del petróleo, y más aún los intentos de predecir su evolución, no son una tarea sencilla. La razón radica en que, como ya es bastante conocido, los precios petroleros no siguen una tendencia definida a largo plazo.

Aquí nos interesa especialmente identificar no solo los choques sino también cuáles de ellos pueden considerarse un “boom” y que otros se pueden calificar de “crisis”, ya que a partir de estas precisiones es que se pueden cabalmente comprender y evaluar las diferentes reacciones de la política económica.

En los últimos cien años podemos identificar cuatro grandes períodos en el comportamiento de los precios petroleros. Dos largos períodos de estancamiento y bajos precios: desde comienzos del siglo XX hasta comienzos de los años setenta de ese siglo y, posteriormente, entre mediados de la década de los ochenta y mediados de los noventa. Dos períodos de expansión: un lapso relativamente corto pero muy intenso, desde mediados de los setenta hasta mediados de los ochenta y uno más prolongado y sostenido desde finales de los noventa del siglo pasado hasta el 2014 cuando pareciera comenzar un nuevo período de bajos precios relativos y estancamiento.

Para ser más precisos, y con una finalidad estrictamente descriptiva, procederemos a identificar los choques en los precios petroleros siguiendo la definición estadística planteada en Céspedes and Velasco (2011). En este sentido, se considera que se produce un shock cuando el precio supera (caso de un choque positivo) o cae por debajo (caso de un shock negativo) en un 25% con respecto a la tendencia histórica. El choque finaliza cuando el precio retorna a un nivel que se encuentra a una distancia equivalente al 10% por encima o por debajo de la tendencia. La tendencia se estima utilizando un promedio móvil de 50 años, promediando 40 años antes y diez años después de cada observación. Para estimar los últimos años de la serie se consideran las

proyecciones del precio petrolero para los próximos 10 años³. Con base en esta metodología es posible identificar los choques positivos y negativos que terminaron generando “boom” o “crisis” en los precios petroleros (ver Gráfico N°2) ⁴. Una visión comparativa de estos períodos de choques positivos y negativos se sintetiza en el Cuadro N°1.

Como puede observarse, en estos últimos 50 años (1965-2014) han prevalecido los años de bonanza con respecto a los años de declive. Los dos “booms” fueron similares en cuánto extensión temporal y el tiempo que requirieron para alcanzar del precio real máximo. Sin embargo, fueron diferentes en cuanto a la ganancia relativa acumulada en la evolución de los precios reales⁵. En el período 1974-1985 la ganancia acumulada en los precios excedió a la del “boom” 2005-2014 en aproximadamente 24%.

De los cuatro períodos “críticos” identificados, obviamente el de mayor duración y profundidad ha sido el comprendido entre 1986-1995. El caso más reciente que comenzó a finales de 2014, y se supone podría prolongarse hasta 2018; si bien ha supuesto un desplome inicial en los precios muy significativo, este no difiere, en términos reales y relativos, del ocurrido entre 1985 y 1986 cuando finalizó el primer “boom” aquí comentado. Sin embargo, si hay diferencias notables en las condiciones macroeconómicas y políticas internas entre ambos eventos. Claramente

³ A los efectos de la estimación de la tendencia se han considerado las proyecciones del WTI publicadas en: World Bank Commodity Forecast Price Data, January 2015.

⁴ Aquí distinguimos entre auge y “boom”. Un período de auge se inicia cuando el precio petrolero supera la tendencia en forma sostenida, un “boom” comienza cuando el precio supera la tendencia en 25% y finaliza cuando supera la tendencia en 10%.

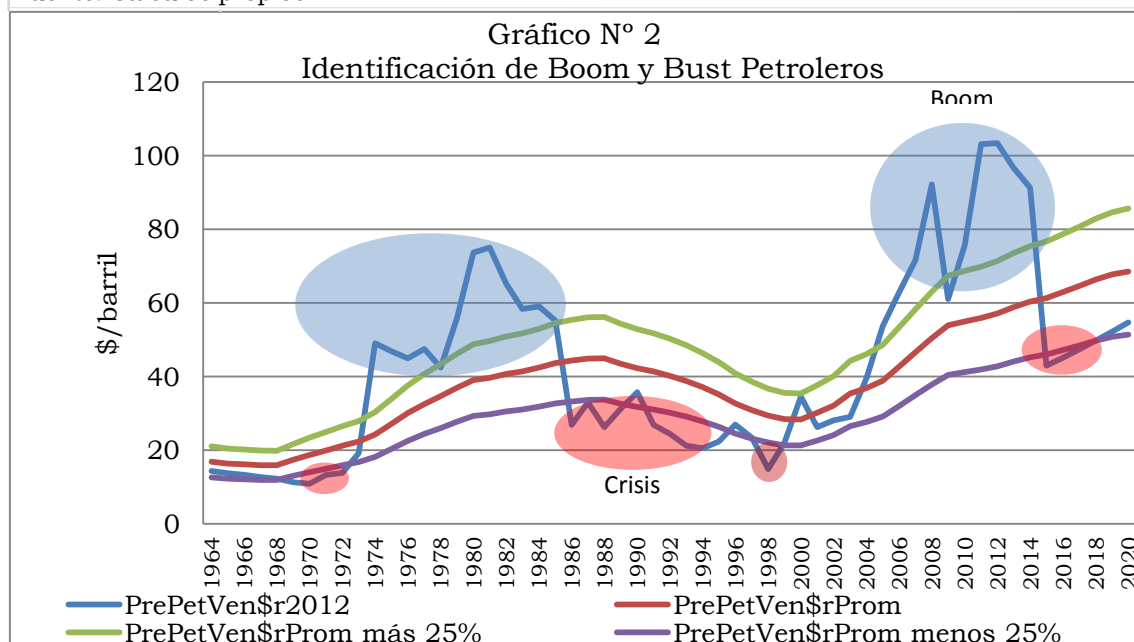
⁵ La ganancia acumulada en el precio real se estimó sumando la diferencia entre el precio petrolero real y el precio promedio estimado. Esta sería una aproximación al cálculo de las áreas comprendidas entre la función que describe la evolución del precio real y la que corresponde al precio promedio.

los desequilibrios y capacidades internas para proceder a un ajuste con calidad hoy son sustancialmente menores a los prevalecientes hace dos décadas atrás, como veremos con detalle más adelante.

Cuadro N° 1
Aspectos Resaltantes de los Choques Petroleros: 1964-2014

Períodos de Boom				
Comienzo	Fin	Duración	Máximo	Duración al Máximo
1974	1985	11	1982	8
2005	2014	10	2012	8
Períodos de "Crisis"				
Comienzo	Fin	Duración	Mínimo	Duración al Mínimo
1969	1972	4	1970	2
1986	1995	10	1994	9
1998	1998	1	1998	1
2015	(¿?) 2018	4	2015	1

Fuente: Cálculos propios



En el Cuadro N° 2 se sintetizan un conjunto de indicadores claves para los períodos de auge y estancamiento de los precios petroleros. Estos períodos, que incluyen los “booms” y “crisis” que hemos identificado, abarcan los lapsos delimitados por cambios notables en la evolución de los precios a mediano y largo plazo. Así los años comprendidos entre 1964 y 1973 pueden calificarse de estancamiento y deterioro del precio, al igual que la serie entre 1986 y 1999, mientras que entre 1974-1985 y 2000-2014 han sido períodos de auge que finalizaron con un colapso abrupto en los precios nominales.

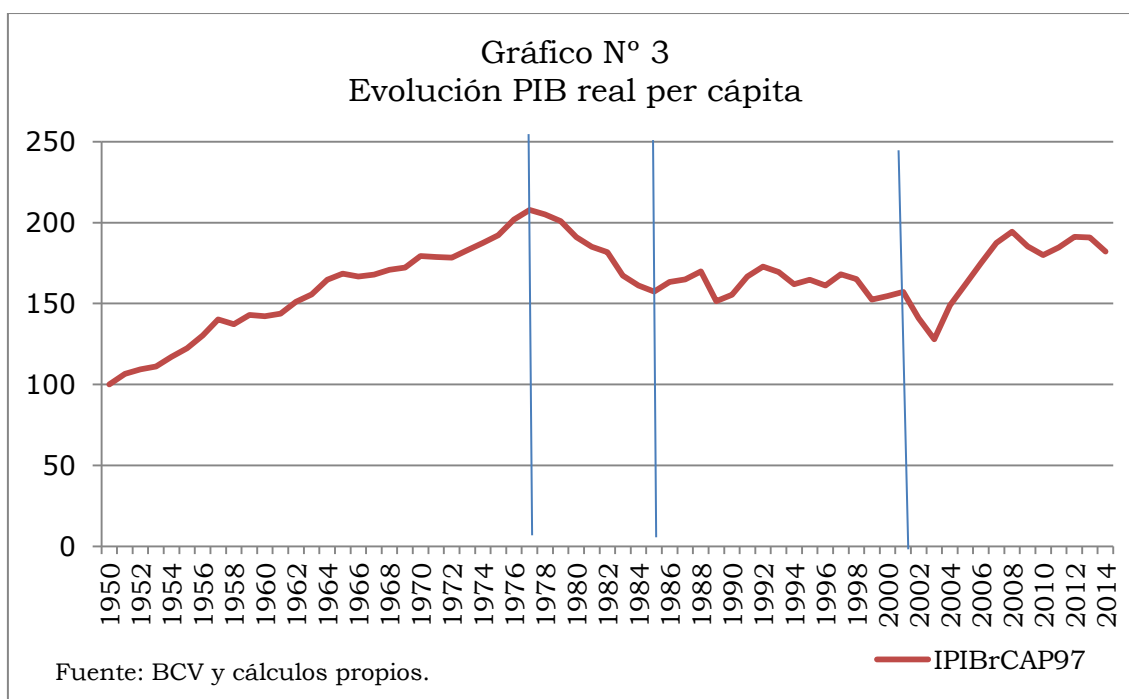
En el cuadro también pueden apreciarse los cambios significativos en los indicadores referidos y que ilustran, en parte, cómo se transformó la economía venezolana a partir del primer auge del precio petrolero que se inició en 1974. Si se comparan los dos períodos previos a los auges se puede observar que, a pesar de que el nivel de ingresos por exportaciones petroleras es 20% mayor entre 1986 y 1999 y el nivel de significación promedio de estos ingresos con respecto al *PIB* es cuatro veces mayor que en los años sesenta, las exportaciones reales per cápita fueron 85% superiores antes del primer auge petrolero que después de este.

Cuadro N° 2

Precios petroleros e ingresos por exportaciones: 1964-2014						
Fase del Precio	Período	Duración (N° de años)	Valor exportaciones petroleras (\$ 1984)	Exportaciones promedio anual (\$ 1984)	Promedio Exportaciones/ PIB (%)	Exportaciones per cápita (mm\$/h)
Estancamiento y deterioro	1960-1973	14	101.843	7.274	7,1%	0,770
Auge y colapso posterior	1974-1985	12	199.598	16.633	17,9%	1,146
Estancamiento y deterioro	1986-1999	14	121.553	8.682	28,6%	0,417
Auge y colapso posterior	2000-2014	15	389.966	25.998	57,0%	0,936
Fuente: Cálculos propios						

Algo similar puede decirse al comparar los dos períodos de auge. A pesar de que los ingresos reales petroleros entre el 2000 y el 2014 fueron 95% superiores y la significación relativa de estos ingresos con respecto al *PIB* más que se triplicó, el nivel de exportaciones se redujo 18% en términos per cápita. Un detalle relevante que suele olvidarse cuando se contrastan ambos auges.

La significación de los ingresos petroleros y su influencia en el desempeño de la economía en su conjunto se pone en evidencia al observar el desempeño temporal del *PIB* per cápita, el cual sigue un comportamiento bastante parecido al de los ingresos petroleros, de hecho, el coeficiente de correlación entre las dos series en las últimas cinco décadas es de 0,7. Justamente, la conexión entre estas dos variables ocupará nuestra atención en la próxima sección.



Del Gráfico N° 3 también se concluye que el proceso de ascenso de la riqueza, medida por el desempeño del *PIB* per cápita, llegó a su máximo en 1978 después de haber estado creciendo sostenidamente por casi 30 años. El descenso en esta variable, que acompañó al derrumbe del precio petrolero, hizo que en solo 8 años se retrocediera a los niveles que ya se habían alcanzado a comienzos de los años sesenta. En estos niveles el *PIB* per cápita se mantuvo relativamente estancado hasta un nuevo descenso durante los primeros años de este siglo, para comenzar a crecer sustentado en el “boom” de los precios petroleros que comenzó con firmeza en 2004. Sin embargo, y a pesar del significativo y sostenido aumento en los precios petroleros, el ingreso per cápita no pudo alcanzar un nivel comparable al máximo local de 2008.

Cuadro N° 3
Crecimiento e Inestabilidad del *PIB* per cápita
(1984=100)

Período	Promedio \$	Coefficiente de Variación (%)
1960-1973	3.736	10,7
1974-1985	4.895	16,6
1986-1999	2.069	11,9
2000-2014	3.379	30,5

Fuente: Cálculos Propios

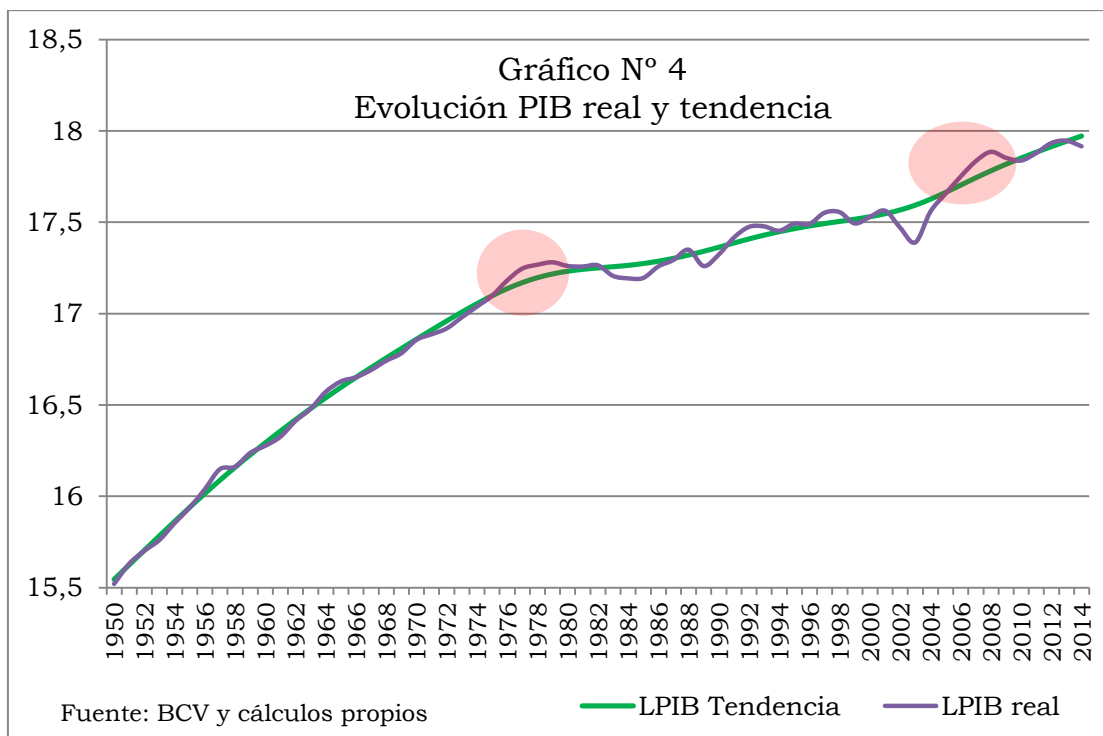
Otro aspecto notable que no puede dejar de comentarse es el referido a la volatilidad experimentada por el *PIB* per cápita en el período 2000-2014 (ver Cuadro N° 3). El coeficiente de variación del *PIB* suele interpretarse como un indicador del grado de inestabilidad de la economía, que como puede apreciarse se ha casi triplicado con relación

al promedio prevaleciente en los cuarenta años precedentes del último auge petrolero. En resumen, con el último “boom” petrolero no solo no se recuperaron los niveles de ingreso previamente alcanzados, incluso antes del primer “boom” de 1974, sino que los ingresos se hicieron mucho más inestables.

Al analizar la evolución real del *PIB* y contrastar con su tendencia a largo plazo⁶ pueden identificarse los períodos en los cuales la economía pudo haber estado funcionando notablemente por encima de la capacidad (economía sobrecalentada) y aquellos cuando el nivel de actividad interna estuvo por debajo del producto potencial. Claramente hay una asociación con las fases de auge y depresión, y el incremento en la inestabilidad, que ya hemos señalado, especialmente después del primer “boom” (1974). El crecimiento de la economía por encima de la capacidad disponible que caracteriza los períodos iniciales del “boom” preanuncia la inevitable contracción posterior en la medida que se tiende al equilibrio de largo plazo. Del Gráfico N° 4 se desprende que este proceso de ajuste parece haber sido más rápido en el caso del “boom” iniciado en 2004 que el correspondiente a 1974.

Finalmente, en el Cuadro N° 4 se muestra la correlación entre la tasa de crecimiento del *PIB* real y la tasa de variación de los precios petroleros para diferentes períodos. Esta relación no solo es positiva y elevada sino que aparenta ser creciente en el tiempo, ratificando la elevada dependencia del ritmo de actividad interna con respecto a los choques petroleros, llegando a valores extremadamente altos en el período más reciente.

⁶ La tendencia estadística a largo plazo del *PIB* real la hemos estimado utilizando un filtro de Hodrick-Prescott.



Cuadro N°4
Crecimiento económico y Variación del Precio Petrolero

Período	Correlación
1950-1973	0,76
1974-1989	0,79
2000-2014	0,96

Fuente: Cálculos propios

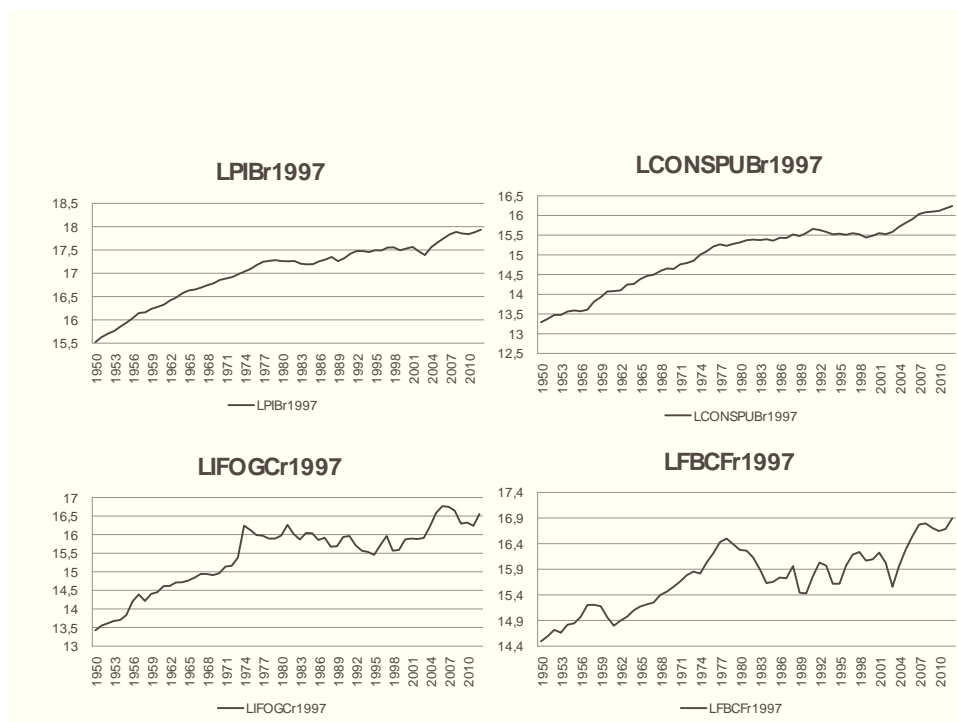
Pero esta aparente elevada significación de los precios petroleros en la determinación del crecimiento interno debe ser estudiada en más detalle, sobre todo en cuánto a los mecanismos a través de los cuales los choques en los precios petroleros se transmiten al nivel de actividad económica.

2.2 Efectos a largo y corto plazo de las variaciones del precio petrolero sobre el desempeño macroeconómico

Si bien es obvio que la evolución de los precios petroleros determina, en buena medida, el desempeño macroeconómico en Venezuela no es evidente cómo los choques en los precios se transmiten hacia las variables macroeconómicas claves y terminan afectando el nivel de actividad macro.

Del Gráfico N° 5 se deriva la impresión de que el del *PIB*, la formación bruta de capital (*FBCF*), y las variables ingresos fiscales y consumo del sector público (*IFOGC*, *CONSPUB*) tienen un comportamiento similar en el tiempo, pero hay que examinar con mucho mayor detalle cómo estas variables se relacionan.

Gráfico N° 5



Con este objetivo, y con base en la fundamentación teórica desarrollada en la primera sección, hacemos referencia a los resultados obtenidos

por El-Anshasy, Bradely y Joutz (2005)⁷ quienes aplican un modelo de vectores autoregresivos cointegrados (CVAR, por sus siglas en inglés) para dilucidar cómo las variaciones en los precios petroleros determinan el comportamiento del *PIB*, la inversión y las reacciones de la política fiscal en una economía petrolera como la venezolana.

Las principales conclusiones que se derivan del análisis de El-Anshasy, Bradely y Joutz (2005) son (ver Cuadro N° 5):

- A largo plazo:
 - Existe una relación de equilibrio a largo plazo entre el *PIB*, la inversión y los precios petroleros, siendo estas dos últimas variables exógenas. Es decir, el nivel de actividad económica a largo plazo está determinado por los choques externos en los precios petroleros y los factores que inciden sobre las decisiones de inversión a largo plazo (básicamente elementos que operan del lado de la oferta de la economía).
 - Hay evidencia de una relación de equilibrio a largo plazo entre los ingresos fiscales y el nivel de consumo público, pero esta relación está determinada por el nivel de actividad económica.
 - Las variables fiscales no parecen afectar el nivel de actividad económica a largo plazo.

⁷ En este trabajo los autores proceden a estudiar las relaciones de largo plazo que se dan entre las variables macroeconómicas claves, determinando sus relaciones de cointegración. Para dilucidar el comportamiento dinámico a corto plazo, se estima un modelo VAR, utilizando como insumo el mecanismo de corrección de error derivado del modelo de largo plazo. Con base en esta metodología se logra utilizar la información de largo plazo para mejorar la descripción de las relaciones dinámicas entre las variables relevantes.

- La volatilidad de los precios petroleros, a pesar de ser muy elevada, no parece afectar el nivel de equilibrio del *PIB* a largo plazo, pero sí altera la dinámica económica en el corto plazo.
- A corto plazo:
 - La tasa de crecimiento económico está determinada tanto por la variación de los precios petroleros como por su volatilidad. La relación con la tasa de variación de los precios petroleros es positiva y con la volatilidad, como era de esperar, negativa.
 - Las variaciones exógenas de la inversión inciden en la misma dirección sobre el ritmo de actividad económica a corto plazo. En cambio la variación de los ingresos fiscales y el consumo del sector público no parecen afectar significativamente al nivel de actividad económica a corto ni a largo plazo. Este último resultado es consistente con los análisis de los multiplicadores fiscales que comentaremos más adelante.
 - Un incremento en los precios petroleros afecta positivamente a la inversión y a las variables fiscales (ingresos y gastos públicos) e indirectamente a través de sus efectos sobre el crecimiento del producto.
 - La inestabilidad de los precios petroleros afecta negativamente a la inversión y el gasto público e indirectamente a los ingresos fiscales, al incidir negativamente sobre la actividad económica interna.

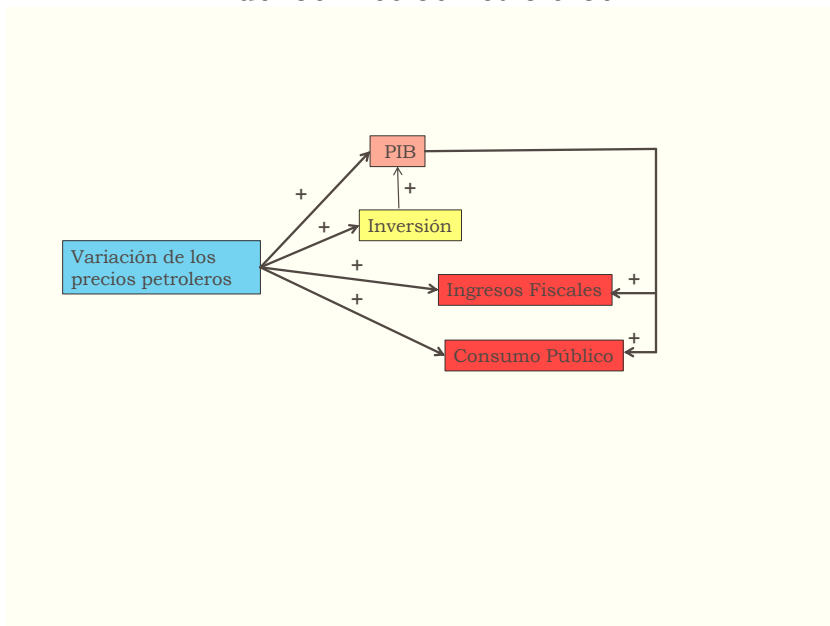
Cuadro N° 5
Resumen de Dinámica de corto plazo Modelo VECM

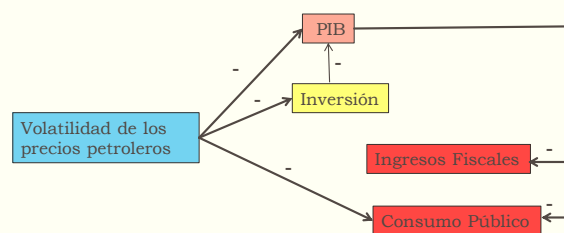
Dinámica de Corto plazo: Modelo VECM				
Variables	Ecuaciones			
	Δ PIBR	Δ FBCF	Δ IFOR	Δ CONSUPUB
Endógenas				
Δ PIBR		+	+	+
Δ FBCF	+			
Δ IFOR				+
Exógenas				
Δ PPETR	+	+	+	+
VOLTPPETR	-	-		-

Siglas: PIBR: PIB real, FBCF: inversión bruta fija, IFOR: ingresos fiscales ordinarios, PPET: precio petrolero, VOLTPPETR: volatilidad de los precios petroleros, CONSUPUB: gastos en consumo del sector público

En el Gráfico N° 6 se resumen esquemáticamente la manera como los cambios en los precios petroleros y la volatilidad afecta a los grandes agregados macroeconómicos.

Gráfico N° 6
Efectos sobre Variables Macroeconómicas de la Variación y Volatilidad de los Precios Petroleros





Si la transmisión de los choques petroleros depende de las reacciones de la política económica, y en particular la política fiscal, ¿qué explica entonces el escaso poder que esta tiene para condicionar significativa y positivamente el comportamiento del nivel de actividad económica interna? Este es el tema que ahora pasamos a considerar.

2.3 Caracterización de la política económica

En esta sección examinaremos los rasgos fundamentales que han caracterizado a la política económica en Venezuela, con especial énfasis en el subperíodo que comprende el último auge en los precios petroleros (2000-2014) y el posterior derrumbe ocurrido a partir del último trimestre de 2014 y comienzos de 2015. En primer lugar pasaremos revista a la política fiscal por sus efectos dominantes sobre la política monetaria y cambiaria⁸.

⁸ En el examen de la política fiscal y monetaria haremos uso de los resultados de dos trabajos previos del autor: Zambrano Sequín (2010) y (2013).

2.3.1 Política fiscal y ciclo económico

El resultado y la incidencia de la gestión fiscal es siempre un aspecto fundamental para la explicación y comprensión del desenvolvimiento macroeconómico, máxime en una economía petrolera donde el gasto público es la principal vía de transmisión de los choques externos.

Como es conocido, los principales efectos macroeconómicos de la gestión fiscal se producen sobre la demanda agregada, el mercado monetario y financiero y sobre el sector externo de la economía. La forma en que el gasto y el déficit son financiados determina en gran medida estos efectos. En este sentido, serán muy distintas las implicaciones en el corto y el largo plazo si el financiamiento supone un endeudamiento externo o un endeudamiento interno, con o sin expansión monetaria asociada. Estas implicaciones, a su vez, dependen de la fase del ciclo en que se encuentra la economía.

En este apartado se describen las características generales de la evolución de la gestión fiscal, buscando identificar tanto los rasgos más característicos como los principales cambios que han acontecido en la gestión fiscal. Además se examina el signo expansivo o contractivo de la política, su carácter procíclico o anticíclico, y su efectividad como instrumento estabilizador e inductor del crecimiento económico.

2.3.1.1 La evolución de la gestión fiscal

En estas últimas décadas hay que resaltar como hecho fundamental que la política fiscal ha ido perdiendo poder como instrumento para inducir el crecimiento de la actividad productiva y para compensar los efectos reales de los ciclos económicos. Las razones que explican este resultado, sin duda, están asociadas, al menos, con:

- Una alta volatilidad de los ingresos fiscales que se transmite a los gastos y al resto de la economía, lo que genera inestabilidad e incertidumbre, inhibiendo la inversión y el crecimiento.
- Una reducción del multiplicador y el acelerador del gasto público, a medida que el tejido sectorial de la economía venezolana ha ido perdiendo densidad y las importaciones han sustituido e impedido la producción nacional.
- Un debilitamiento institucional del sector público que ha afectado considerablemente su eficiencia.
- Una reducción relativa de la inversión pública, especialmente la destinada a generar economías externas y de aglomeración, afectando tanto a la acumulación de capital humano como físico.
- Un endeudamiento público que sigue absorbiendo una proporción importante del gasto fiscal.
- Una reducción paulatina pero creciente de las fuentes de financiamiento de origen externo, que ha hecho incrementar la tributación interna sobre una economía privada cada vez más endeble y dependiente del gasto público para funcionar.
- El diseño de un marco legal, y la generalización de controles, que impiden el desarrollo de la economía privada y el eficiente desenvolvimiento de los mercados internos, factores que reducen la eficiencia general de la política económica y en particular de la política fiscal.
- Finalmente, pero no por ello menos importante, un financiamiento creciente del gasto fiscal mediante mecanismos inflacionarios, muy

vinculados a la manipulación de la materia cambiaria y a la gestión de la política monetaria.

Para el examen más detallado de estos resultados, es conveniente tener previamente una visión panorámica de cómo han evolucionado los ingresos y gastos fiscales.

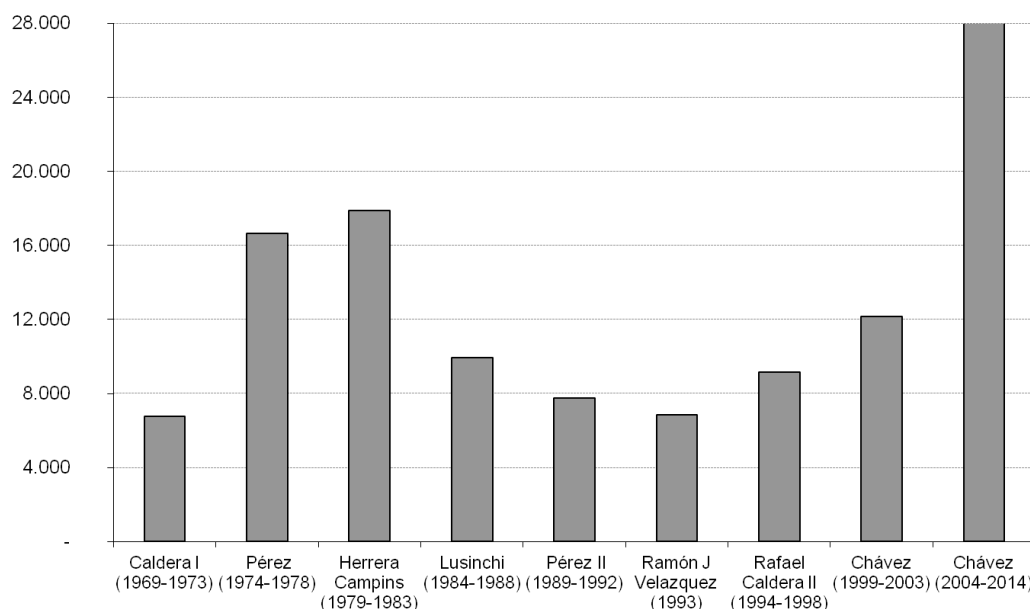
2.3.1.2 Ingresos Fiscales

Asociando el comportamiento de los ingresos fiscales a los diferentes períodos de gobierno en el lapso de tiempo que estamos analizando, se observa una alta correlación entre la evolución de los precios petroleros y los ingresos fiscales. Destacándose el muy elevado nivel de recursos reales que ingresó a las arcas públicas centrales en la última década (Gráfico N° 7).

Los aspectos fundamentales que sintetizan la evolución de los ingresos fiscales pueden resumirse de la siguiente manera:

- Los ingresos fiscales han venido sufriendo un cambio estructural notable al irse incrementando la participación relativa de los ingresos de origen no petrolero. Apartando las consideraciones en materia contable, que tienden a minimizar el aporte fiscal relativo de la actividad petrolera debido a que los ingresos se estiman con base en la tasa de cambio más apreciada, el hecho notable es que los ingresos fiscales de origen petrolero han dejado de ser la fuente dominante. Paradójicamente, esta sustitución en la fuente de ingresos fiscales se ha producido en paralelo a una mayor dependencia de la actividad económica con respecto a los ingresos externos vinculados al sector de los hidrocarburos.

Gráfico N° 7

Ingresos Ordinarios Gobierno Central
MM US\$ Constantes (1984)

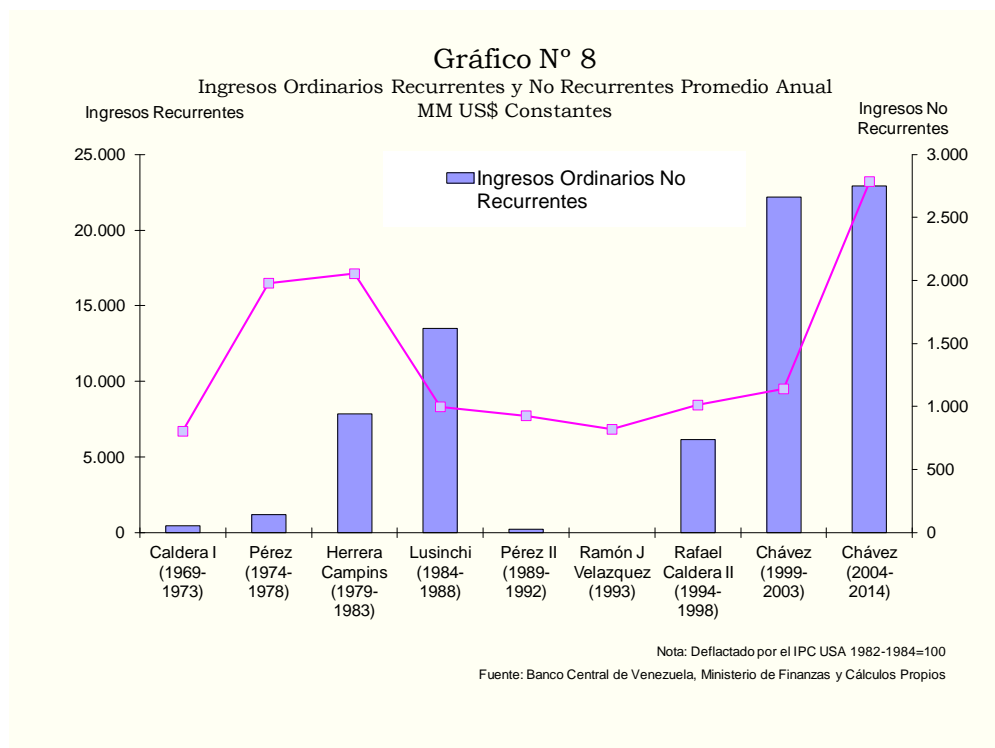
Fuente: Banco Central de Venezuela, Ministerio de Finanzas y Cálculos Propios

- La evolución reciente de los ingresos fiscales señala la conformación de un importante problema de sostenibilidad fiscal que se expresa en el rápido crecimiento de los ingresos de carácter no recurrentes⁹ (ver Gráfico N°8).
- En conexión con lo anterior, la gestión fiscal descansa progresivamente en la tributación no explícita asociada a la gestión de las políticas cambiaria y monetaria¹⁰. La recaudación de recursos

⁹ Los ingresos recurrentes son aquéllos que están vinculados a las fuentes permanentes de ingresos fiscales que proceden de la recolección tributaria y de la venta de bienes y servicios públicos por parte del Gobierno Central. Los no recurrentes son los que proceden de fuentes no permanentes y accidentales, entre los cuales se destacan: los dividendos de PDVSA, las utilidades cambiarias y los impuestos transitorios como el que grava a las transacciones financieras (IDB).

¹⁰ La tributación no explícita hace referencia, esencialmente, al impuesto inflacionario que en Venezuela está vinculado a la manipulación del tipo de cambio y a la manera como el BCV lleva a cabo la política monetaria.

fiscales por medio del impuesto inflacionario¹¹ y la manipulación del tipo de cambio¹² se han transformado en una característica estructural de la gestión fiscal en Venezuela. En este punto cobra especial importancia el tema de la deuda interna y su acelerado crecimiento reciente, aspecto que trataremos más adelante.



¹¹ Las modificaciones en el régimen legal que regula el uso de las reservas internacionales en manos del Banco Central de Venezuela, al permitir transferencias de parte de estas reservas al Gobierno Central sin contrapartida monetaria alguna, constituye un canal que permite el financiamiento del gasto público con mera emisión monetaria. La existencia de un régimen de control de cambios potencia la importancia del impuesto inflacionario como mecanismo de transferencia de recursos desde el resto de la economía al Gobierno Central.

¹² El llamado impuesto cambiario se expresa como la utilidad percibida por el Gobierno, directa e indirectamente, por vender las divisas a un precio distinto al de adquisición. La existencia de un precio oficial de la divisa externa y un precio más alto en el mercado negro o paralelo permite que diversas instituciones públicas, involucradas en la percepción y manipulación de los ingresos externos petroleros, puedan captar las mencionadas utilidades y, en última instancia, transferirlas al Gobierno Central.

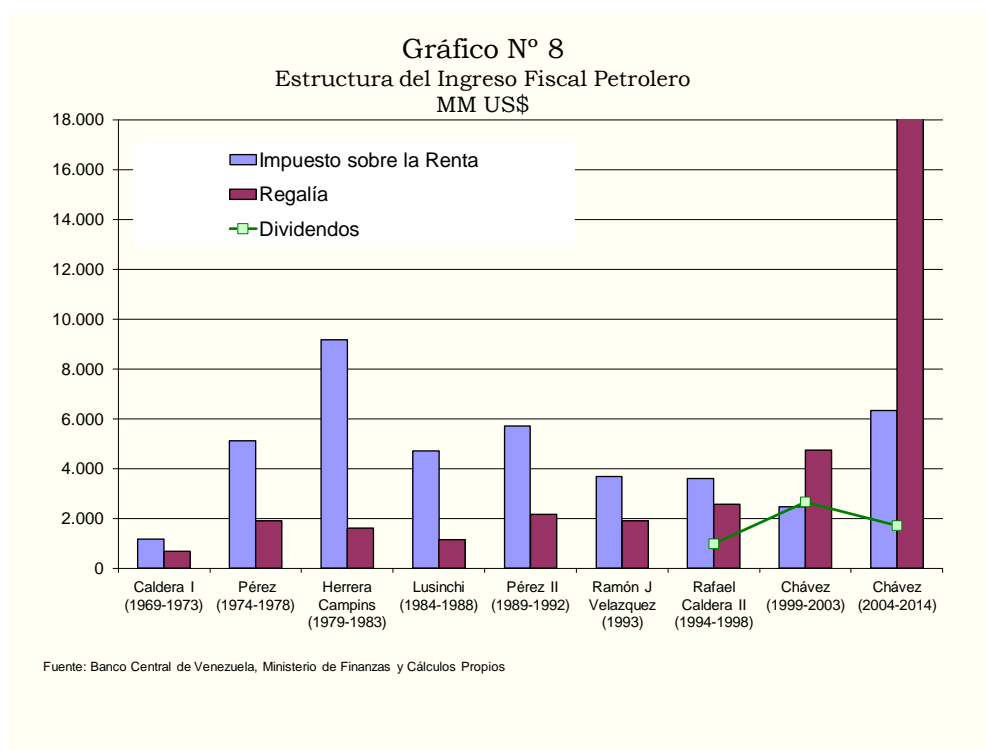
- Los ingresos fiscales de origen petrolero se han hecho más volátiles y los mecanismos de extracción de tales ingresos (las regalías y la distribución de dividendos por parte de PDVSA) han reducido las posibilidades de desarrollar el negocio petrolero en manos del Estado. Como puede observarse en el Gráfico N° 8, la regalía petrolera y el reparto de dividendos “contables” han sustituido al impuesto sobre la renta como principal fuente de recaudación fiscal. No sorprende, por tanto, que la industria petrolera haya sido sometida a un largo proceso de descapitalización que se ha ido expresando en una merma cada vez más notable en la capacidad de producción petrolera.
- Hay que destacar, también, la desviación creciente de ingresos petroleros para alimentar fondos paralelos al presupuesto nacional.
- Finalmente, y a pesar de la alta volatilidad que caracteriza a los ingresos fiscales, no se ha avanzado en las reformas institucionales dirigidas a enfrentar este problema. Por el contrario, los fondos parafiscales que sustituyeron al FIEM (Fondo de Estabilización Macroeconómica) tienden a maximizar y hacer más rígidos al gasto público.

2.3.1.3 Gastos Fiscales

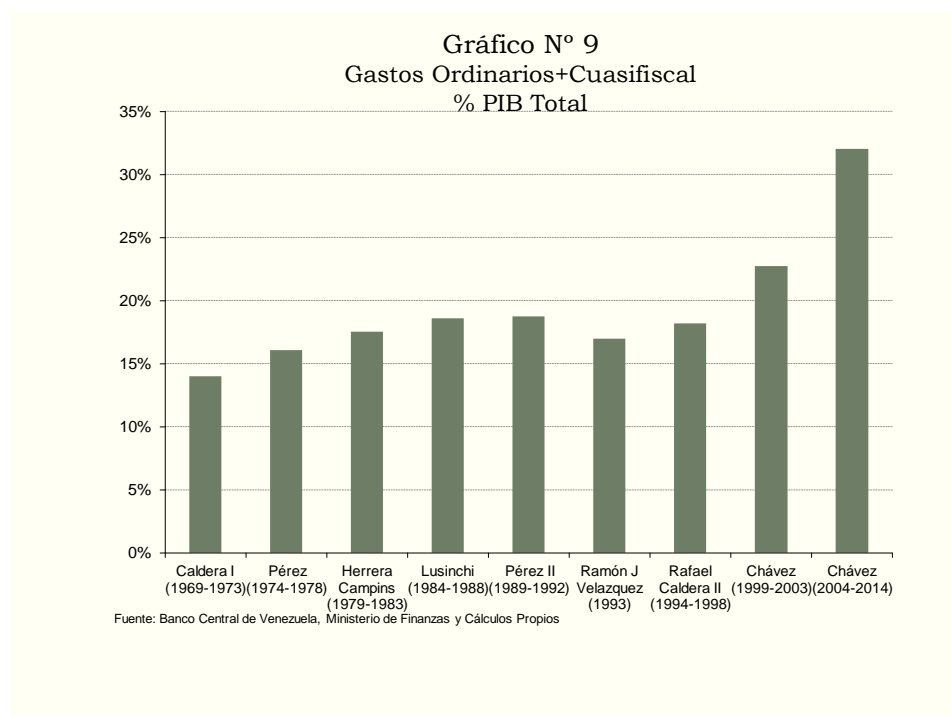
Una de las características más resaltante de la evolución de la gestión fiscal en Venezuela es el incremento notable del peso del gasto gubernamental sobre la economía (ver Gráfico N° 9).

A pesar del “boom” en los precios petroleros, que acompañó a la primera administración de Pérez y en parte a la de Herrera, que ciertamente permitió expandir súbitamente a la economía pública, esto no se tradujo en un incremento sustancial en la relación gasto fiscal-*PIB*, ya que simultáneamente la economía privada creció. La situación

cambia drásticamente a partir de 1999, creciendo muy rápidamente el peso del gasto fiscal sobre la economía hasta llegar a un promedio de 32% del *PIB* en los últimos diez años, al considerar el llamado “gasto cuasifiscal”¹³. Este cambio estructural es consecuencia no solo del incremento de los precios petroleros sino también de la ejecución de una agenda política que supone la reducción y sujeción creciente de la economía privada con respecto a la economía pública.



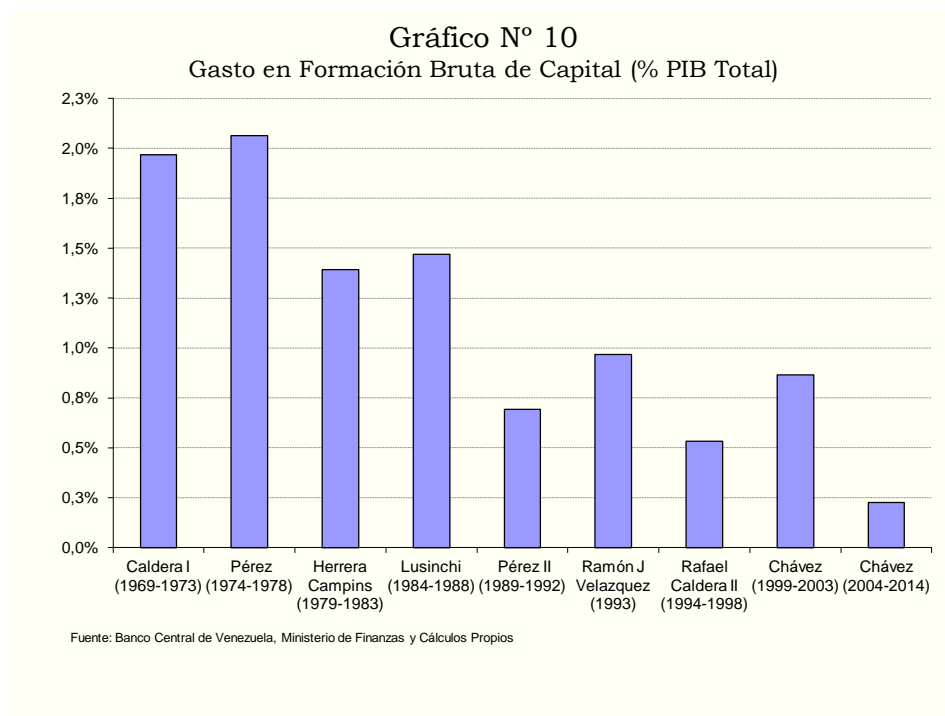
¹³ El llamado “gasto cuasifiscal” incluye las erogaciones a cargo de PDVSA que están destinadas a programas sociales gubernamentales. Igualmente se incluyen los desembolsos de los fondos públicos que han sido creados para ejecutar gastos en sustitución del Gobierno Central (por ejemplo Fondespa y Fonden). No se incluyen, por falta de información, el gasto en programas gubernamentales asumidos por otras empresas del estado e institutos públicos descentralizados. Este tipo de gasto cuasifiscal adquirió dimensiones considerables a partir del año 2004.



Otro aspecto notable es que el incremento del peso del gasto público sobre la economía está acompañado de una pérdida de poder de la política fiscal para inducir crecimiento en el resto de las actividades, hecho al que volveremos más adelante.

El problema de la baja eficiencia del gasto no solo afecta a la economía en el corto plazo sino también a la capacidad potencial para crecer a largo plazo. Resulta revelador observar las tendencias en el comportamiento del gasto fiscal destinado tanto a la acumulación del capital físico como al capital humano. En el Gráfico N° 10 se observa la caída sostenida y creciente en la relación entre este tipo de gastos y el *PIB*, hasta llegar a representar tan solo 0,3% del *PIB* Total. Si consideramos el gasto cuasifiscal a partir del 2004, el peso relativo del gasto total en formación bruta de capital habría llegado a un máximo de 2,3% del *PIB*, un porcentaje todavía muy bajo teniendo en cuenta el

deterioro acumulado en la infraestructura básica del país. Hay que aclarar que estas cifras no recogen los efectos por el deterioro de la calidad y eficiencia en la gestión, factores que hacen descender aún más la magnitud real de la inversión pública.



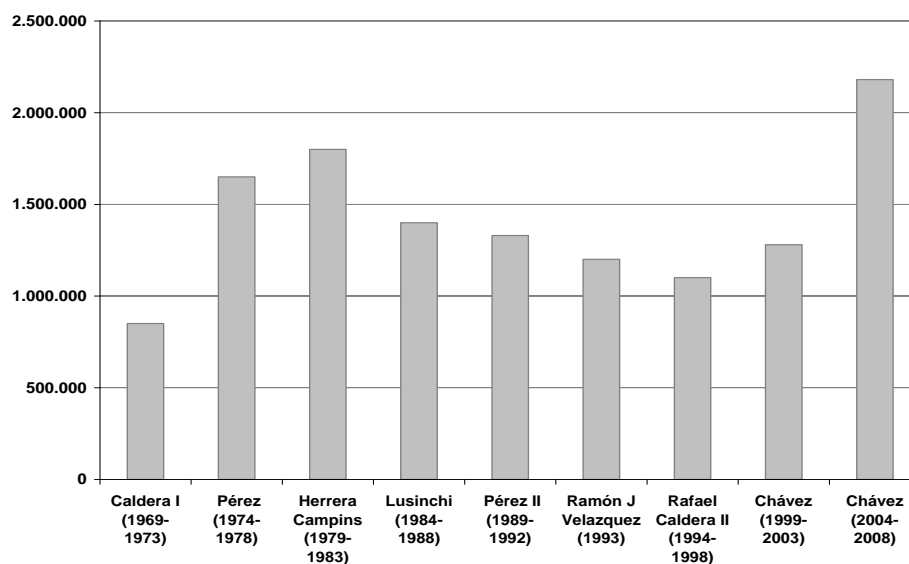
En cuanto al denominado “Gasto Social”¹⁴, observamos como la inversión per-cápita en capital humano descendió sostenidamente en los quince años comprendidos entre 1984 y 1998 (ver Gráfico N° 11). Esta tendencia se revierte a partir de 1999 con el gobierno del Presidente Chávez¹⁵, período en el cual se ha retornado a los promedios per-cápita que fueron alcanzados durante la primera administración de Pérez (1974-1978) y Herrera (1979-1983)

¹⁴ El gasto social incluye los aportes presupuestarios destinados a: educación, sanidad, seguridad social y servicios de asistencia social, vivienda, servicios para la comunidad y otros servicios sociales.

¹⁵ Considerando los gastos sociales de carácter cuasifiscal atendidos por PDVSA, Fondespa y Fonden.

alcanzando los máximos históricos de la serie. De nuevo debemos advertir que la disponibilidad de información no permite ajustar las cifras teniendo en cuenta el deterioro en la calidad del gasto y la caída en la productividad, que se presume se han deteriorado significativamente.

Gráfico N° 11
Gasto Social Real Per Cápita (Bs. Constantes)



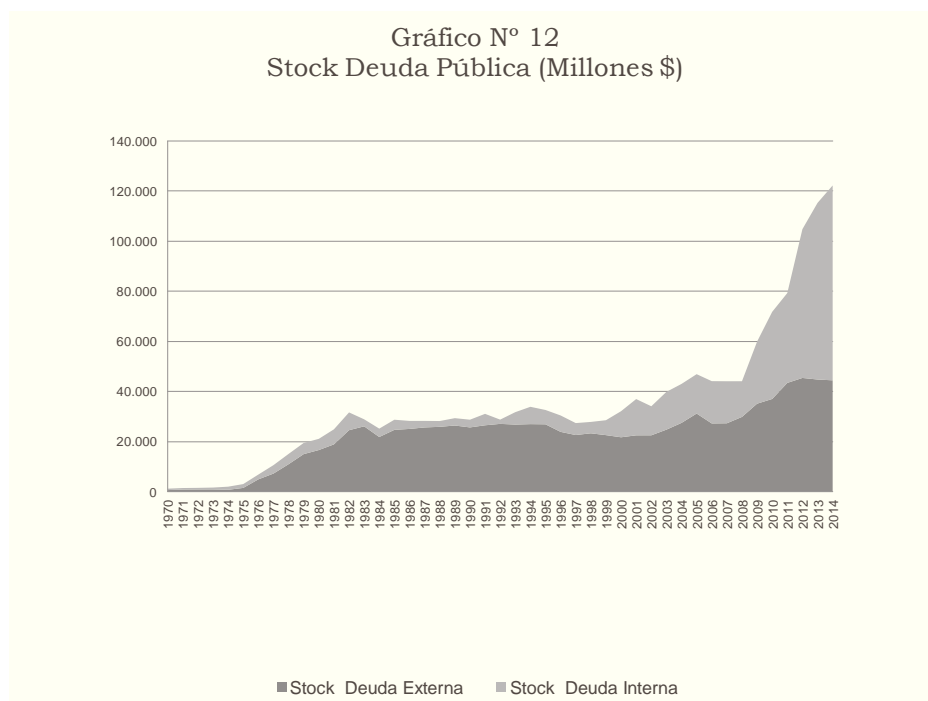
2.3.1.4 Endeudamiento Público

La incidencia del servicio de la deuda pública sobre la gestión presupuestaria es otro elemento que ha experimentado importantes modificaciones. La deuda pública soberana en Venezuela se había caracterizado por ser esencialmente de carácter externo hasta 1999, cuando comienza a cambiar drásticamente su estructura. En el Gráfico N° 12 se observa como la deuda interna, valorada en dólares¹⁶, pasa de representar 6%, en 1992, a alcanzar 64% del total en el 2014. Este

¹⁶ La valoración en dólares de la deuda interna tiende a subestimar su magnitud relativa dada la importante apreciación cambiaria asociada al tipo de cambio oficial.

incremento de la deuda interna se acelera aún más a partir del 2003, como consecuencia de la entrada en vigor del régimen de control de cambios y la fuerte monetización interna que le es intrínseca. En contraste, la deuda externa aunque se ha elevado en valor absoluto lo ha hecho a una velocidad bastante menor, reduciéndose significativamente en términos del *PIB* Total. Es de notar que un ajuste relevante en el tipo de cambio puede afectar radicalmente estas cifras.

En correspondencia con la evolución del stock de endeudamiento público, la significación del pago de intereses y amortizaciones de las acreencias públicas pasó de representar, en promedio, 8% del total de los egresos del Gobierno Central entre 1969 y 1973, a alcanzar un máximo de 40% durante los diez años comprendidos entre 1994 y el 2003. Esta importante incidencia de la deuda sobre el gasto constituyó una carga cada vez más pesada en el contexto de una economía que fue perdiendo su capacidad de crecimiento.



El cambio en la estructura de la deuda pública después de la aplicación del régimen de control de cambios en el 2003, la mejora en el perfil de vencimientos que permitió el prolongado “boom” petrolero reciente, junto con la reducción de las tasas de interés reales internas y externas, permitió que se modificara sustancialmente la incidencia fiscal del servicio de la deuda pública. La reversión brusca de los precios petroleros, el estancamiento y retroceso de la economía interna y las progresivas devaluaciones del tipo de cambio en los tiempos más recientes han de nuevo colocado el tema del servicio de la deuda como un aspecto crítico de la agenda fiscal, tal y como veremos más adelante.

En el Cuadro N° 6 se detalla la evolución de las necesidades brutas de financiamiento (*NBF*) del Gobierno Central en términos del *PIB*. Si observamos el valor promedio de las *NBF* es evidente que éstas tendieron a incrementarse en el tiempo, alcanzando un máximo a comienzos del siglo XXI cuando se produjo el cambio de régimen político y se agudizó la inestabilidad interna, para luego retroceder a los niveles previos a la crisis política en la medida que los precios petroleros se fueron recuperando. Después de la crisis financiera (2008), y a pesar de los muy elevados precios petroleros, las necesidades de financiamiento se mantuvieron elevadas y fueron generadas mayoritariamente por los recurrentes y significativos déficits en la gestión presupuestaria, un indicador de crecientes problemas de sostenibilidad en las finanzas públicas.

Cuadro N° 6
Necesidades Brutas de Financiamiento Gobierno Central

Período	NBF/PIB	A/NBF	Deff/NBF
1970-1973	0,77%	79,11%	20,89%
1974-1985	2,08%	84,81%	15,19%
1986-1999	6,75%	67,73%	32,27%
2000-2003	14,98%	73,08%	26,92%
2004-2007	6,17%	96,54%	3,46%
2008-2013	5,81%	43,34%	56,66%

Siglas: A: amortización deuda pública; Deff: déficit fiscal financiero
Fuente: Ministerio de Economía, Finanzas y Banca Pública

Cálculos Propios

Descontada la amortización de la deuda pública (A), el resto del financiamiento público está destinado a cubrir los requerimientos generados por el déficit financiero del Gobierno Central (*Deff*). El denominador común que explica esencialmente los déficits financieros es la debilidad de los ingresos fiscales de origen petrolero, la insuficiencia de los ingresos fiscales no petroleros para compensar el deterioro de los primeros, y la rigidez a la baja del gasto que impide una política fiscal de ajuste eficiente ante los choques externos negativos.

Un contraste relevante se pone en evidencia al comparar los dos “booms” petroleros. En el caso del primer “boom”, la gestión fiscal fue en promedio superavitaria, lo que también sucedió en la primera parte del segundo “boom”; pero a partir de la crisis financiera del 2008 la gestión se revirtió arrojando déficits presupuestarios muy similares a

los padecidos entre el 2000 y el 2003, y más elevados que en el período recesivo 1989-1999.

Cuadro N° 7
Déficit Fiscal Financiero

Período	Dff/ <i>PIB</i>
1970-1973	-0,25%
1974-1985	-0,14%
1986-1999	2,02%
2000-2003	3,59%
2004-2007	-0,70%
2008-2013	3,46%

Fuente: Ministerio de Economía, Finanzas y Banca Pública
Cálculos Propios.

No hay que olvidar, sin embargo, que el financiamiento público mediante la emisión monetaria y la percepción de utilidades cambiarias pueden reducir los requerimientos de deuda pública, especialmente de carácter interno, aunque los costos en términos de bienestar suelen ser muy elevados. Como es previsible, el agotamiento del espacio para un elevado endeudamiento interno que no se vea sustituido por un simultáneo incremento en los ingresos fiscales de origen externo, crearía las condiciones para provocar un desequilibrio aún mayor en el mercado monetario venezolano.

2.3.1.5 Política Fiscal y Ciclo Económico

El déficit convencional o financiero es un concepto normalmente inadecuado para calificar la intencionalidad de la autoridad económica en el uso de la política fiscal. Esto es así, ya que el déficit fiscal convencional refleja la influencia tanto de factores temporales como permanentes y los efectos tanto de decisiones discrecionales como de factores inerciales, sobre los que la autoridad fiscal no tiene mayor control.

Además, en las economías con elevada inflación, el déficit financiero no da una verdadera idea del déficit fiscal que afecta a la demanda agregada, debido, entre otras cosas, a las distorsiones que produce la inflación y las variaciones del tipo de cambio real sobre los intereses generados por la deuda pública. Esto remite al concepto del “déficit fiscal operacional” que corrige los efectos distorsionantes que genera la inflación a través de los ajustes en las tasas de interés nominales¹⁷

Estas precisiones son particularmente importantes en una economía como la venezolana, donde el comportamiento de las finanzas públicas tiende a ser muy volátil y es en extremo vulnerable a choques en las variables externas determinantes. Como consecuencia de lo anterior, distinguir los cambios que obedecen a los movimientos del ciclo, los atribuibles a decisiones de política y aquellos productos de las fuerzas inerciales, es una tarea imprescindible para el análisis de la política macroeconómica.

El déficit fiscal estructural (DEF^E) refleja el balance fiscal que existiría si la economía se ubica en su trayectoria de mediano y largo plazo,

¹⁷ El déficit fiscal operacional es el déficit fiscal primario más el componente real del pago de intereses sobre la deuda pública. Este concepto permite aproximarse mejor a los impactos que tienen la gestión fiscal sobre la demanda agregada interna.

haciendo por tanto abstracción de los factores coyunturales y cíclicos. Otra manera de plantear esto, en el caso específico venezolano, es concebir el déficit fiscal estructural como aquel que se hubiera registrado si la economía hubiera crecido a su nivel potencial y el precio del petróleo fuese el de mediano y largo plazo.

La distinción entre DEF^E y el déficit financiero observado no puede ser más relevante. Por ejemplo, si la diferencia entre estos dos conceptos es pequeña, eso estaría indicando que la mayor parte del déficit es estructural; es decir, en esta economía no bastará con que se crezca a tasas iguales al potencial sino que habrán de hacerse mayores esfuerzos si se requiere equilibrar las finanzas públicas. Asimismo, un déficit fiscal originado por cambios en el ciclo económico sugiere que las autoridades fiscales se concentren más en los aspectos del crecimiento que en los coyunturales, ya que los estabilizadores automáticos operarán en la dirección correcta para corregir el desequilibrio fiscal.

Del Cuadro N° 8 y el Gráfico N° 13 se resalta la importancia creciente que tiene el déficit estructural en la explicación del déficit financiero. Es de notar que en el subperíodo 2000-2008, el déficit estructural explica en promedio el 98,3% del déficit financiero; mientras que entre 1970 y 1990, el componente cíclico del déficit (DEF^C) tuvo una importancia relativa mayor. Naturalmente, no es casual que en los períodos donde se registran fuertes distorsiones en la evolución de las variables determinantes del balance fiscal (choques en los precios petroleros, crisis económicas y financieras internas, alteraciones en el clima político e institucional, etc.) también observemos una mayor relevancia de los aspectos cíclicos.

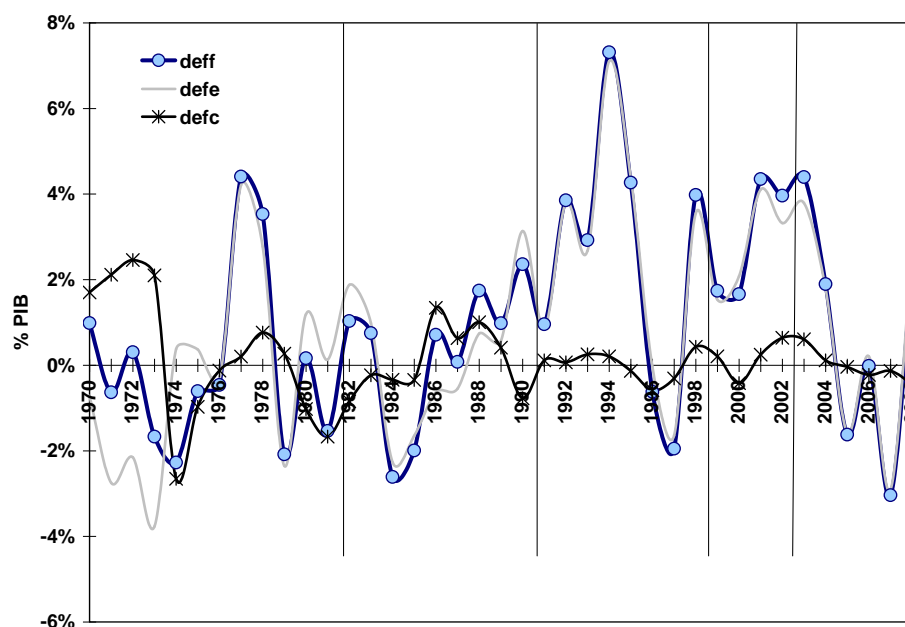
El carácter esencialmente estructural del déficit fiscal revela que no basta con que el país crezca a tasas iguales al potencial, o que los precios petroleros efectivos coincidan con los valores que determinan los fundamentos del mercado internacional, ya que se requiere de un esfuerzo bastante mayor, tanto en ingresos como gastos fiscales, para mantener las finanzas del Gobierno Central en sus valores de equilibrio macroeconómico.

Cuadro N° 8
Déficit fiscal financiero, estructural y
cíclico (%)

Período	<i>DEF</i>	<i>DEF^E</i>	<i>DEF^C</i>
1970-1973	-0,25%	-2,35%	2,09%
1974-1985	-0,14%	0,44%	-0,58%
1986-1999	2,02%	1,82%	0,20%
2000-2003	3,59%	3,33%	0,27%
2004-2008	-0,32%	-0,24%	-0,08%

Fuente: Ministerio de Economía, Finanzas y Banca Pública
Cálculos Propios

Gráfico N° 13
Déficit Financiero, Estructural y Cíclico



Fuente: Cálculos Propios

Con el objeto de investigar el carácter procíclico o anticíclico de la política fiscal en Venezuela se requiere trascender el concepto del déficit fiscal estructural y concentrar la atención en el déficit operacional interno de carácter estructural (DEF^{EOpin})¹⁸. De esta manera, solo se estarán tomando en cuenta en el análisis aquellos elementos de las finanzas públicas que estarían más influidos por las decisiones discrecionales de la autoridad fiscal.

¹⁸ Un análisis detallado del concepto de déficit operacional interno de carácter estructural (DEF^{EOpin}), así como los cálculos hechos para el caso venezolano se puede consultar en: Zambrano Sequín (2010). El DEF^{EOpin} se distingue del DEF^E ya que solo incluye los gastos fiscales de carácter estructural destinados a la economía interna y los ingresos fiscales estructurales que se originan en los agentes económicos internos. Adicionalmente, para alcanzar el concepto operacional, el déficit estructural interno es ajustado por el componente inflacionario de los intereses de la deuda pública. Si DEF^{EOpin} tiende a crecer de un año a otro, la intención de la política fiscal podría ser calificada como “expansiva” y de lo contrario “contractiva”, independientemente si el resultado fiscal es o no deficitario. Se entiende por política fiscal expansiva (contractiva) cuando el efecto que se persigue es incrementar (reducir) la demanda agregada interna.

Relacionando el carácter expansivo o contractivo de la política fiscal con las fases del ciclo económico es posible analizar el carácter procíclico o contracíclico que ha seguido la política fiscal en Venezuela.

Si se analiza el comportamiento de la política fiscal a largo plazo, entre 1970 y 2008, se verifica que ésta tiene un claro sesgo procíclico (ver Cuadro N° 9). Es decir, la política fiscal es expansiva cuando la economía experimenta un auge y contractiva cuando la economía pasa por un período recesivo. Esto se constata al observar el signo positivo del parámetro que relaciona el DEF^{Epin} con la variable que indica la fase del ciclo económico ($VarLY/Y^p$, la variación de la razón entre el PIB corriente (Y) y el producto potencial (Y^p)).

El predominio de una política fiscal procíclica, al menos desde una perspectiva keynesiana, cuestionaría abiertamente el rol de la política fiscal como un instrumento para contribuir a la estabilización macroeconómica.

Es de notar que esta tendencia procíclica prevalece para diferentes submuestras que fueron examinadas utilizando el mismo modelo referido anteriormente. En particular se examinó el subperíodo 1999-2008 dados los cambios políticos e institucionales que caracterizaron este lapso, que ya fueron destacados en las secciones anteriores. Comparando los resultados del período con los de la submuestra, no se observaron diferencias estadísticamente significativas en el coeficiente que mide el carácter de la política fiscal.

Cuadro N° 9

Modelo de Regresión Política Fiscal y Ciclo				
Variable Dependiente: $VarDEF^{EOpin}$				
Método: Mínimos Cuadrados Ordinarios				
Período (ajustado): 1971-2008				
Número de Observaciones: 39				
Variable	Coefficiente	Error Estándar	Estadístico t	Prob.
C	0.048611	0.009417	5.162.039	0.0000
$VarLY/Y^P$	0.384928	0.088231	4.362.712	0.0001
$DEF^{EOpin} (-1)$	-0.398286	0.068085	-5.849.869	0.0000
DUMMI74	0.113467	0.004224	2.686.288	0.0000
DUMMI79	-0.062727	0.004406	-1.423.709	0.0000
DUMMI9596	-0.053896	0.005924	-9.097.415	0.0000
DUMMI04	-0.059797	0.009447	-6.329.716	0.0000
R^2	0.680181	F-statistic		1.098.831
R^2 Ajustado	0.618281	Prob(F-statistic)		0.000001
Durbin-Watson stat	2.161.850			
Fuente Cálculos Propios				

Con el objeto de examinar más en detalle el carácter procíclico de la política fiscal, pasamos a revisar los resultados que hemos obtenido evaluando la data anual durante el período bajo análisis. En el Cuadro N° 10 se relacionan los años para los cuales la política fiscal fue expansiva o contractiva y la fase del ciclo que prevaleció en ese momento. Como puede observarse, en 72% de los episodios la política fiscal tuvo un carácter claramente procíclico, ratificándose los resultados obtenidos con el modelo de regresión comentado anteriormente.

Si analizamos más en detalle la información, podemos destacar que en 56% de los eventos la política fiscal fue expansiva y de éstos 64% tuvieron un carácter procíclico. En los casos donde la política fiscal fue contractiva (44% de los eventos), 82% de los casos se caracterizó por aplicar un política fiscal procíclica.

Otro dato que destaca aún más este carácter desestabilizador de la política fiscal es que en 73% de los casos en que ésta fue expansiva el *PIB* se encontraba por encima de su nivel potencial. Es decir, muy probablemente el Gobierno, a través de la manipulación del gasto y los ingresos públicos, contribuyó a sobrecalentar el ritmo de actividad económica y con ello alimentar presiones inflacionarias y deficitarias en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos.

También examinamos el nexo entre el sesgo expansivo de la política fiscal y el ciclo político. De acuerdo a la información mostrada en el Cuadro N° 10, en 75% de los años donde hubo un evento electoral significativo se registró una política fiscal expansiva. Es más, en 100% de los casos de eventos electorales la política fiscal fue expansiva en el período contemporáneo o en el inmediatamente precedente.

Finalmente, está claro que con la entrada en vigencia de la nueva constitución en 1999, los ciclos políticos se acortaron y con ello se hizo más inestable e ineficiente la política fiscal.

2.3.1.6 Incidencia de la Política Fiscal

Con base en lo anterior y con el objetivo de evaluar la incidencia de los choques de gasto fiscal en Venezuela, hemos considerado un modelo VAR constituido por tres variables: el gasto ordinario ampliado¹⁹ del Gobierno Central (*goa*), los ingresos tributarios de origen no petrolero del Gobierno Central (*itnp*) y el Producto Interno Bruto (*y*). El período muestral abarca desde enero de 1997 a marzo 2009.

¹⁹ Por gasto ampliado entendemos la suma del gasto fiscal y el gasto cuasifiscal. Este último se refiere, fundamentalmente, a las erogaciones que organismos públicos descentralizados y Empresas del Estado realizan en programas gubernamentales. Especialmente dentro de los gastos cuasifiscales se consideran los realizados por: PDVSA a partir de 2004, el Fondo para el Desarrollo del País (Fondespa) y el Fondo para el Desarrollo Nacional (Fonden).

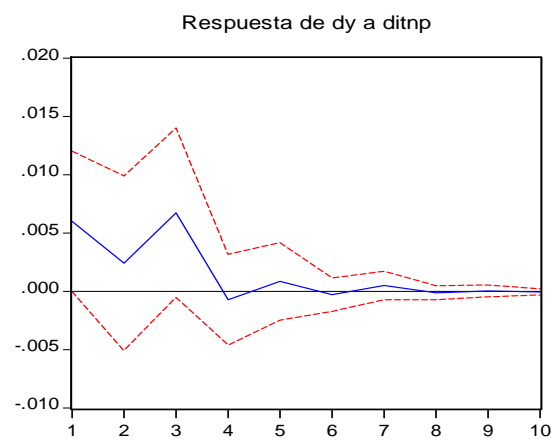
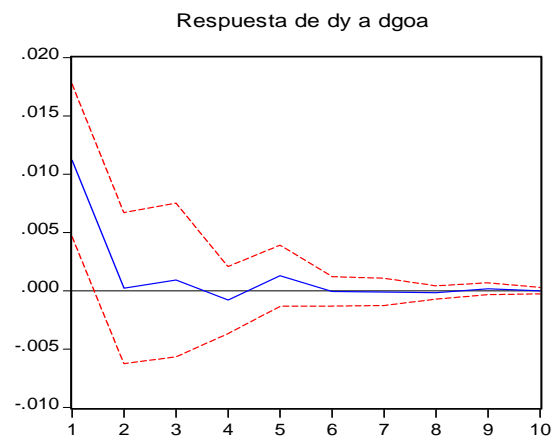
Cuadro N° 1
Prociclicidad de la Política Fiscal: Período 1970-2008

Período	Fase del Ciclo	Sesgo de la Política Fiscal	Carácter de la Política Fiscal	Año Electoral	Crecimiento PIB
1970	Ascendente	Expansiva	Procíclica		7,60%
1971	Descendente	Expansiva			3,10%
1972	Ascendente	Expansiva	Procíclica		3,30%
1973	Ascendente	Expansiva	Procíclica	Si	6,30%
1974	Ascendente	Expansiva	Procíclica		6,10%
1975	Ascendente	Expansiva	Procíclica		6,10%
1976	Ascendente	Expansiva	Procíclica		8,80%
1977	Descendente	Expansiva			6,70%
1978	Descendente	Contractiva	Procíclica	Si	2,10%
1979	Descendente	Contractiva	Procíclica		1,30%
1980	Descendente	Expansiva			-2,00%
1981	Ascendente	Expansiva	Procíclica		-0,30%
1982	Descendente	Contractiva	Procíclica		0,70%
1983	Descendente	Contractiva	Procíclica	Si	-5,60%
1984	Ascendente	Contractiva			-1,40%
1985	Descendente	Contractiva	Procíclica		0,20%
1986	Ascendente	Expansiva	Procíclica		6,50%
1987	Descendente	Contractiva	Procíclica		3,60%
1988	Ascendente	Expansiva	Procíclica	Si	5,80%
1989	Descendente	Expansiva			-8,60%
1990	Ascendente	Expansiva	Procíclica		6,50%
1991	Descendente	Expansiva			9,70%
1992	Descendente	Contractiva	Procíclica		6,10%
1993	Descendente	Contractiva	Procíclica	Si	0,30%
1994	Descendente	Contractiva	Procíclica		-2,30%
1995	Ascendente	Contractiva			4,00%
1996	Descendente	Contractiva	Procíclica		-0,20%
1997	Ascendente	Expansiva	Procíclica		6,40%
1998	Descendente	Expansiva		Si	0,30%
1999	Descendente	Contractiva	Procíclica	Si	-6,00%
2000	Ascendente	Expansiva	Procíclica	Si	3,70%
2001	Descendente	Expansiva			3,40%
2002	Descendente	Contractiva	Procíclica		-8,90%
2003	Ascendente	Expansiva	Procíclica		-7,80%
2004	Ascendente	Contractiva		Si	18,30%
2005	Descendente	Contractiva	Procíclica		10,30%
2006	Ascendente	Expansiva	Procíclica	Si	10,30%
2007	Descendente	Contractiva	Procíclica	Si	8,40%
2008	Descendente	Expansiva		Si	5,30%

Fuente: Cálculos Propios

El Gráfico N° 14 muestra el impacto dinámico de un choque en el gasto fiscal ampliado y en los ingresos tributarios no petroleros, calculado con las funciones de impulso-respuesta, para un horizonte temporal de 10 trimestres. Además de la estimación puntual de las respuestas en la tasa de crecimiento del *PIB*, se describe un intervalo de confianza de 95%.

Gráfico N° 13
 Respuesta de dy a una innovación equivalente
 a 1 desviación estándar en $dgoa$ y $ditnp$



Fuente: Cálculos Propios

De estos resultados se desprende que, en el período considerado (1997-2009), el choque de gasto fiscal tiene un efecto keynesiano pero de muy corto plazo. En efecto, según los estimados, un incremento de una desviación estándar en el crecimiento del gasto fiscal ampliado, que equivale a una variación positiva de 15% en un trimestre, genera un impacto relativamente importante en la tasa de crecimiento del *PIB* en el transcurso del primer trimestre posterior al choque. En efecto, el *PIB* se incrementaría en 1,12% durante ese primer trimestre. Sin embargo este efecto positivo del gasto tiene una duración extremadamente corta ya que a partir del segundo trimestre el impacto se vuelve insignificante en términos estadísticos, aunque sería positivo durante los primeros tres trimestres siguientes al choque.

Con base en estos valores es posible estimar la elasticidad inmediata del *PIB* al impulso fiscal en un valor aproximado a 0.07. Si tenemos en cuenta las respuestas acumuladas hasta el tercer trimestre, cuando el *PIB* acumula su crecimiento máximo, la elasticidad total alcanzaría 0,083, un resultado bastante inelástico. Teniendo en cuenta que el gasto fiscal en promedio equivale a 25% del *PIB*, el multiplicador implícito sería de solo 0,33.

Pueden esgrimirse varias razones para explicar esta baja eficiencia de la política de gasto público. En primer lugar hay que mencionar que el peso relativo creciente de las importaciones, en relación al tamaño de la economía, tiende a reducir los multiplicadores fiscales al aumentar las fugas de sus efectos. Justamente las importaciones, en el periodo considerado, en promedio representaron la significativa cifra de 20% del *PIB*.

Otro factor, ligado al anterior, tiene que ver con la reducción de la densidad del tejido sectorial de la economía interna, producto de los efectos de la apreciación sustancial del tipo de cambio oficial real, la inestabilidad política y, en general, el sesgo adverso a la inversión de la política económica, especialmente sesgada contra los sectores productores de bienes transables. Es de notar que la formación bruta de capital privada ha reducido su importancia en relación al *PIB*, representando tan solo 13,7% en el período bajo consideración. Naturalmente, al ser muy baja la propensión a invertir merma el efecto multiplicador del gasto, o lo que es lo mismo se reduce la capacidad del gasto para operar como instrumento estabilizador y, sobre todo, para afectar el crecimiento económico a mediano y largo plazo.

Asociado con el punto anterior, la baja propensión a invertir también supone fuertes restricciones del lado de la oferta, por el deterioro de la capacidad productiva interna. En estas circunstancias, los impulsos fiscales se traducen en incrementos en la demanda agregada que terminan ajustando los precios más que las cantidades con un claro efecto reductor de los multiplicadores, no solo por la baja capacidad inmediata en la respuesta de la oferta sino por los efectos negativos que la mayor inflación tiene sobre las decisiones de inversión. Como ya ha sido destacado en diferentes investigaciones para economías en desarrollo²⁰, estos efectos pueden más que compensar a una política monetaria que evite el alza de las tasas de interés y la reducción del crédito al sector privado.

²⁰ Para un análisis comprensivo que sintetiza los factores que determinan la efectividad de la política fiscal en economías desarrolladas y en desarrollo ver: Baldacci et al (2001).

Un importante aspecto es el que se asocia a la estructura del gasto del Gobierno Central. Si este se sesga hacia los gastos corrientes y operativos, naturalmente los efectos de los impulsos fiscales tenderán a concentrarse en el corto plazo, ya que son los gastos de capital, especialmente en infraestructura y equipamiento, los que tendrían un efecto más duradero al impactar la tasa de inversión pública y privada. En el período bajo consideración, sin incluir el gasto cuasifiscal, el gasto corriente representó 77% del gasto total del Gobierno Central.

Hay que resaltar, además, los factores institucionales y de economía política que pudieran estar operando en el sentido de reducir, aún más, los efectos multiplicadores. Los largos rezagos que le toma a la administración reconocer que se requiere un cambio de política y las dificultades para implementarla una vez decidida son factores que naturalmente reducen los multiplicadores, especialmente si se carece de estabilizadores automáticos.

Por otra parte, en una economía deficitaria si los agentes son poco miopes, es decir ven al menos parcialmente el largo plazo, cuando se anuncia una política expansiva, aunque se promulgue temporal, ésta elevará las primas de riesgo-país deprimiendo la inversión y con ello los multiplicadores. Si la expansión fiscal ocurre, además, en un contexto de escasa estabilidad política, o no hay certidumbre sobre la continuidad del régimen en el largo plazo, aunque los votantes actuales prefieran cargar los costos del ajuste fiscal a las generaciones futuras, la incertidumbre inhibirá las decisiones que hagan posible potenciar en el tiempo los impulsos fiscales.

En síntesis, el creciente grado de apertura de la economía, la desindustrialización, las restricciones de oferta, la incertidumbre, el

sesgo en el uso del gasto público como instrumento de redistribución de ingresos y las restricciones político-institucionales son factores que bien podrían explicar la pérdida de efectividad de la política fiscal en Venezuela. Aunque examinar estos aspectos en detalle es un objetivo que excede el alcance de este trabajo, es claro que constituyen un punto de partida para investigaciones ulteriores referidas a los canales de transmisión de la política fiscal basada en la manipulación del gasto público.

Pasando ahora a considerar los efectos que sobre el nivel de actividad tiene un choque de impuestos de origen no petrolero, los resultados indican que estos efectos no son significativos y que son de muy corta duración. La escasa significación de los choques de impuestos sobre el nivel de actividad económica refuerza la tesis que pone el énfasis de la política fiscal sobre la manipulación del gasto.

2.3.2 Política Monetaria e Impuesto Inflacionario

Venezuela es un caso de dominación fiscal sobre la política monetaria; es decir, la política monetaria está subordinada al objetivo de asistir al financiamiento de la gestión presupuestaria del gobierno. Esta circunstancia en buena medida es el resultado de la elevada significación de los choques en los precios petroleros en relación al tamaño de la economía, y la relativa insuficiencia de instrumentos y capacidad del Banco Central para poder contrarrestar las presiones fiscales sobre el comportamiento de los agregados monetarios y financieros.

Debe resaltarse que la dominación fiscal sobre la política monetaria se exagera en regímenes de cambio fijo, sobre todo si estos van

acompañados por controles que limitan la convertibilidad de la moneda nacional.

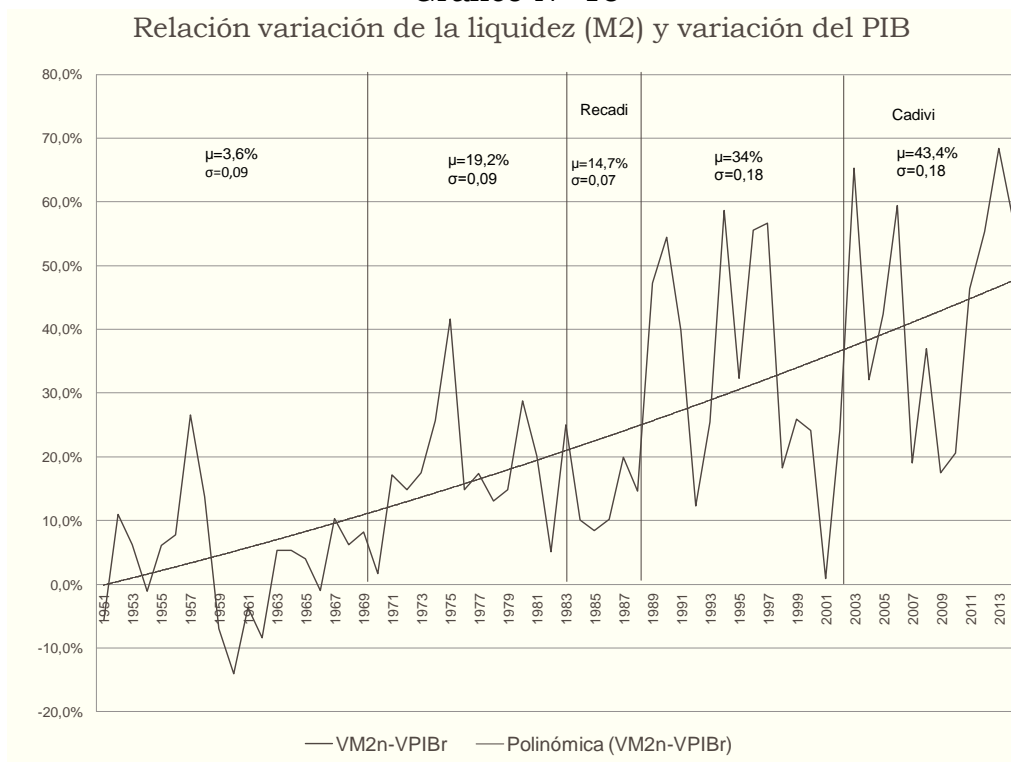
Adicionalmente, la progresiva pérdida de independencia del Banco Central, vía el control político de su directorio y mediante sucesivas modificaciones en el marco legal que han fortalecido la dominación fiscal²¹, ha alejado a esta institución del logro de sus objetivos primarios: la estabilidad de precios y del tipo de cambio nominal. La no independencia del Banco Central en presencia de la ejecución de una política fiscal no sostenible constituye una combinación que suele concretarse en tasas de inflación elevadas y volátiles.

En efecto, como puede visualizarse en el Gráfico N° 15, una característica notable de todo el período analizado es que la liquidez monetaria ha variado en exceso, y en forma muy inestable, con respecto a la evolución de la economía real. Los valores extremos se alcanzaron después de 1989 y sobre todo a partir de la instauración del último régimen de control de cambios (2003), cuando el crecimiento de la liquidez superó en promedio 34 y 43 %, respectivamente, al crecimiento de la economía real. Este muy elevado grado de monetización ha estado asociado, sin duda, a las implicaciones monetarias de la política fiscal y cambiaria.

²¹ En los años 2005, 2009 y 2010 se aprobaron reformas a la Ley del Banco Central de Venezuela que abrieron las puertas al financiamiento monetario del gasto público, contraviniendo el espíritu y la letra de la Constitución de 1999 donde se le otorga rango constitucional a la autonomía del Banco Central de Venezuela en el ejercicio de sus funciones para alcanzar un objetivo único y exclusivo: el de estabilizar el nivel de precios para preservar el valor de la moneda.

Gráfico N° 15

Relación variación de la liquidez (M2) y variación del PIB



Como es conocido, en economías que padecen elevadas y sostenidas tasas de inflación, tanto el señoreaje como el impuesto inflacionario suelen ser importantes fuentes de financiamiento del gasto público. La dependencia de estas vías de financiamiento, cuando la política fiscal no atiende prioritariamente los temas de la estabilidad y el crecimiento sostenido, puede llegar a convertirse en un factor fundamental para la aceleración inflacionaria y, por ello, de pérdidas muy significativas en el bienestar social.

El señoreaje y el impuesto inflacionario²², desde un punto de vista estrictamente fiscal, tienen una serie de ventajas: son ingresos que no

²² El llamado señoreaje puro consiste en los ingresos que el gobierno deriva de las variaciones en la demanda de saldos monetarios reales por parte de los agentes económicos, que requieren de medios de pagos para satisfacer sus necesidades de liquidez por razones especulativas y transaccionales. En tanto que el impuesto

están sometidos al control ni aprobación de los entes legislativos, la recaudación es rápida y a bajo costo, además los contribuyentes difícilmente pueden evadir estos tributos. Sin embargo, éstas son fuentes de financiamiento altamente distorsionantes y muy regresivas desde el punto de vista distributivo.

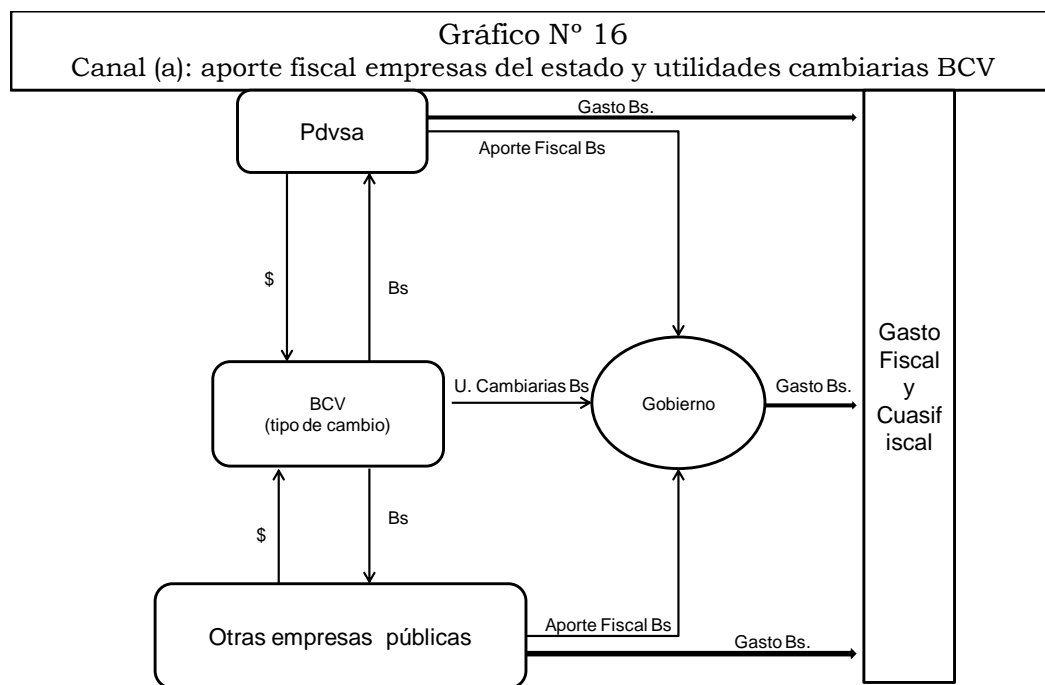
Son varios los canales a través de los cuales se activa el señoreaje y el impuesto inflacionario en Venezuela, todos ellos vinculados a la expansión de la base monetaria.

Es el caso de la emisión monetaria asociada tanto a la variación en el volumen como en el valor, en moneda nacional, de las reservas internacionales, especialmente cuando se modifica el tipo de cambio. Esta vía permite generar recursos monetarios que son entregados al Gobierno Central a través del aporte fiscal de las empresas públicas exportadoras, así como las utilidades cambiarias que percibe el Banco Central y que son transferidas también al gobierno (ver Gráfico N° 16).

Un canal, que es más bien indirecto, actúa mediante las operaciones financieras de mercado abierto. En términos generales, el gobierno nacional emite títulos de deuda que inicialmente coloca en el mercado financiero interno; para adquirir estos títulos los agentes privados, especialmente la banca, utilizan sus disponibilidades monetarias y/o pueden vender otros títulos de deuda pública. Posteriormente, el Banco Central adquiere estos títulos al sector privado emitiendo para ello

inflacionario se refiere a las pérdidas de capital que afectan al sector privado no financiero, como consecuencia de la erosión inflacionaria que experimentan los agentes económicos que mantienen saldos monetarios como activos. En este sentido, el impuesto inflacionario supone la redistribución de la riqueza desde los tenedores de dinero hacia los emisores del mismo, ya que la inflación beneficiará a quienes tienen billetes y monedas en su pasivo (por ejemplo el Banco Central) y reducen el poder de compra de quienes tienen billetes y monedas en sus activos.

nuevo dinero base. Lo que en esencia ha ocurrido en este caso es un financiamiento monetario del gasto público. No hay que perder de vista que este procedimiento implica, también, un incremento adicional de las utilidades del ente emisor, ya que los títulos adquiridos por este generan un rendimiento que finalmente será transferido a la Tesorería Nacional (ver Gráfico N° 17).



La otra vía de financiamiento monetario del gasto público la constituye el financiamiento directo y las transferencias monetarias, en moneda local o divisas, que realiza el Banco Central al gobierno y otros entes públicos que realizan operaciones cuasifiscales (Gráfico N° 18). En el caso de las transferencias sin contrapartida, estas equivalen a una descapitalización de la autoridad monetaria, ya que la nueva emisión no tiene realmente una contrapartida en el incremento de los activos ni en

la reducción de los pasivos del ente emisor. Debe acotarse, que en los casos en que el financiamiento o la transferencia desde el Banco Central la perciba un ente público que realiza gastos cuasifiscales (por ejemplo Pdvsa o Fondem), el resultado final es equivalente al financiamiento monetario del Gobierno Central, ya que el ente público descentralizado en realidad lo que está haciendo es supliendo una erogación presupuestaria del Gobierno.

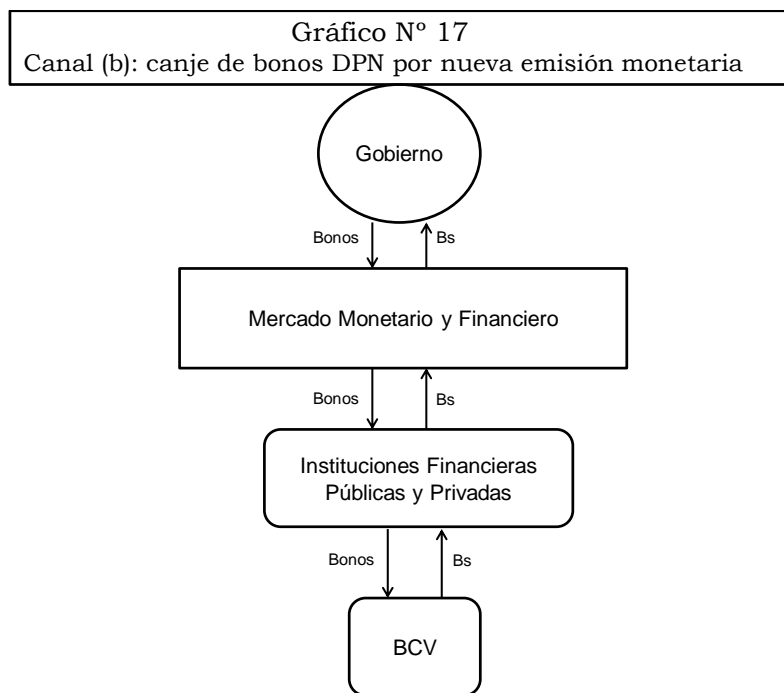
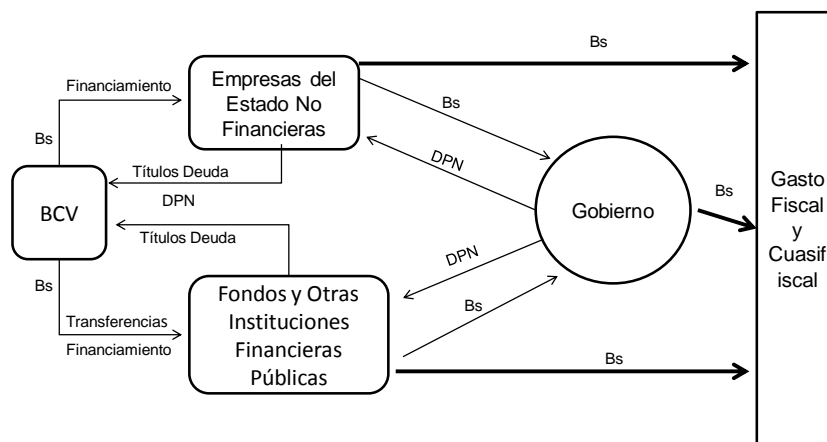
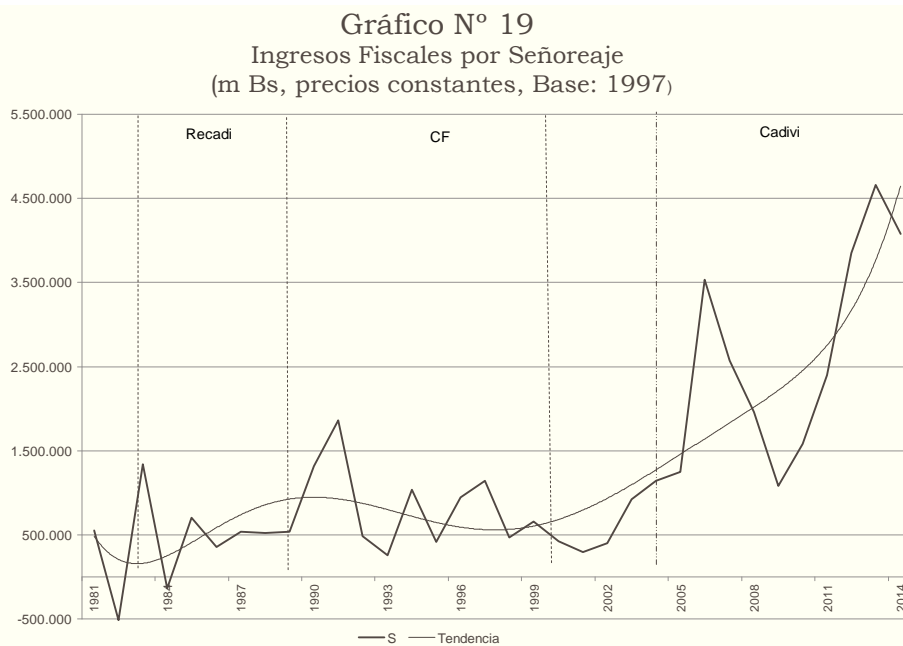


Gráfico N° 18
Canal (c): financiamiento monetario del gasto fiscal y cuasifiscal



En la gráfica se puede observar la evolución de los ingresos fiscales por señoreaje que se han estimado para los últimos 30 años.



Fuente: Cálculos Propios

Sobre este aspecto se desprenden algunas conclusiones fundamentales:

- Los ingresos reales por señoreaje muestran una tendencia a crecer aceleradamente durante el período considerado. De hecho, en promedio, se han sextuplicado en los últimos 30 años.
- En los sub-períodos donde han prevalecido regímenes de control de cambios (1T 1983-1T 1989 y 1T 2003 hasta hoy), el señoreaje ha sido, en promedio, sustancialmente mayor.
- Desde 1999 los ingresos por señoreaje se han elevado al máximo, especialmente desde la puesta en vigencia de Cadivi-Cencoex.

La estrecha asociación entre señoreaje y los regímenes de control de cambios es natural, ya que al haber restricciones a la convertibilidad se reduce significativamente la posibilidad de esterilizar los efectos monetarios de las políticas fiscales expansivas y de las devaluaciones del tipo de cambio. Además, hay que tener en cuenta que con las reformas a la Ley del BCV, introducidas a partir de 2005, se ha facilitado el financiamiento monetario del gasto fiscal y cuasi-fiscal, y con ello, la capacidad para generar señoreaje (S) y, sobre todo, impuesto inflacionario ($T\pi$).

Para apreciar mejor la significación relativa del financiamiento con emisión monetaria, en el siguiente cuadro se presentan estos agregados con relación al *PIB*, los ingresos fiscales ordinarios (*IFOGC*) y los gastos del Gobierno Central (*GGC*) (Cuadro N° 11).

Cuadro N° 11
Significación del Señoreaje y el Impuesto Inflacionario
Valores Relativos (%)
Subperíodos Relevantes: 1981-2012

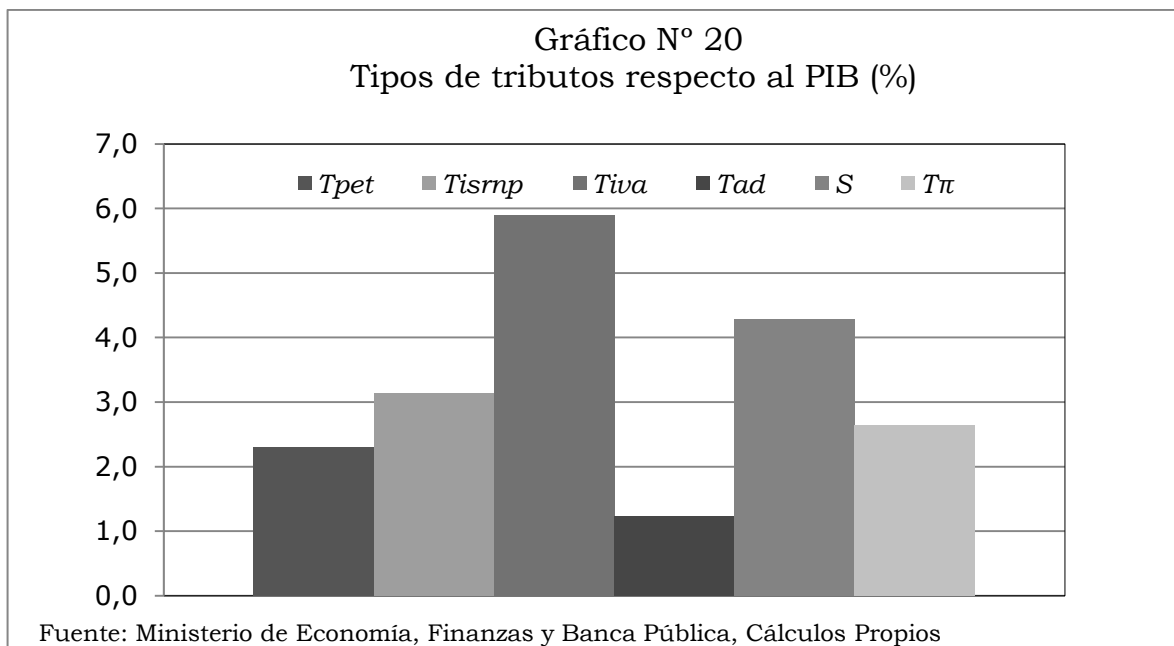
Período	S/PIB	S/IFO	S/GGC	$T\pi/PIB$	$T\pi/IFO$	$T\pi/GGC$
1981-2014	2,38	9,80	9,32	1,99	9,54	8,47
1983-1988	1,80	7,14	6,98	1,85	7,53	7,46
1994-1995	1,89	13,37	9,71	2,68	19,33	14,33
2003-2014	4,35	15,51	14,93	3,00	10,20	10,80
2006-2014	4,92	17,63	16,86	3,60	12,31	13,0

Fuente: Cálculos propios

En los últimos doce años, tanto el señoreaje como el impuesto inflacionario en relación al *PIB* están bastante por encima del valor promedio. Un 64% en el caso del señoreaje y 32% en el caso del impuesto inflacionario. Estos porcentajes son aún más significativos si la atención se centra en los últimos nueve años (2006-2014), cuando se han acentuado los desequilibrios y el financiamiento monetario del gasto del sector público.

Aún más sorprendente es la importancia que ha alcanzado el señoreaje y el impuesto inflacionario con respecto a los ingresos fiscales ordinarios del Gobierno Central. En el caso del señoreaje, en el subperíodo más reciente (2006-2014), este equivale a casi 1,5 veces de lo que representó, en términos reales, durante 1983-1988 y 80% por encima del valor promedio de los últimos treinta y dos años. Otro tanto puede decirse de los ingresos generados por el impuesto-inflación, que son hoy, en promedio, 50% más altos que en el período del control de cambios Recadi y 16% mayores al valor promedio.

En el siguiente gráfico comparamos los ingresos obtenidos vía emisión monetaria e inflación con los canales tributarios formales.



Los ingresos por señoreaje equivalen a:

- casi el doble de los ingresos tributarios petroleros,
- exceden en un 40% los aportes del impuesto sobre la renta de personas naturales y jurídicas no petroleras,
- representan casi 75% de lo generado por el IVA, y
- más que triplican lo recaudado por impuesto sobre las importaciones.
- Es también relevante que el 62% del señoreaje lo genera el impuesto inflacionario.

Estas cifras ponen de relieve las dificultades para una política de ajuste que persiga como finalidad sustituir estas fuentes de ingresos fiscales por tributos explícitos menos distorsionantes.

¿Cuáles son los principales efectos sobre el bienestar del impuesto inflacionario?

Entre los economistas se ha alcanzado un elevado consenso en torno a la necesidad de minimizar el impuesto inflacionario, dadas sus importantes consecuencias negativas sobre el bienestar social. Los estudios empíricos sobre esta materia resaltan en particular las pérdidas de eficiencia y los efectos regresivos sobre la distribución del ingreso. Las principales pérdidas de eficiencia, están asociadas a:

- el incremento en la variabilidad de los precios relativos.
- la mayor volatilidad de la tasa de interés real, y
- los incentivos que se generan para la sustitución del dinero local.

En cuanto a la distribución del ingreso, los fuertes efectos regresivos que se asocian con el impuesto inflacionario provienen de las restricciones que los sectores de más bajos ingresos tienen para eludir el mencionado impuesto. Los estudios empíricos disponibles, para economías donde los ingresos fiscales asociados a la inflación han alcanzado proporciones similares a los nuestros, ponen en evidencia que la carga soportada por el quintil más pobre, como proporción de su ingreso, es, en promedio, tres veces mayor a la soportada por quienes pertenecen al quintil superior. Pudiendo llegar a representar hasta el 10% de los ingresos brutos de los sectores más pobres.

Debe enfatizarse que, en la medida en que la dependencia fiscal del impuesto inflacionario es mayor, se hace mucho más difícil aplicar políticas de ajuste. La experiencia de varios países latinoamericanos en la década de los ochenta y noventa del siglo pasado muestra cuán complicado, especialmente en términos políticos, es sustituir el impuesto inflación por impuestos explícitos directos e indirectos.

2.3.3 Política Cambiaria y Tipo de Cambio Real

El tipo de cambio en Venezuela ha prevalecido como un instrumento para contribuir al ajuste fiscal y como ancla de precios. Rara vez se ha tratado de utilizar a la tasa cambiaria con fines de crecimiento y diversificación de la economía e incluso pocas veces se ha descansado en ella como elemento principal en el ajuste de la balanza de pagos ante los choques externos. La relevancia fiscal de los ingresos petroleros externos y la elevada dependencia de las importaciones son dos razones de peso que han determinado las preferencias en la manipulación del tipo de cambio. Este sesgo se ha ido incrementando en el tiempo llegando a niveles extremos en la última década.

Como pone en evidencia el Cuadro N° 12, en Venezuela han predominado los regímenes de tipo de cambio fijo, aunque la tasa de cambio oficial se ha ajustado con relativa frecuencia en los últimos 30 años, en claro contraste con la permanencia del tipo de cambio nominal que caracterizó las primeras ocho décadas del siglo XX. Tan solo en una oportunidad y por un relativo corto tiempo se experimentó con un régimen de cambio flexible, aunque con muy elevada intervención del BCV (1989-1994), en un período por cierto de elevada inestabilidad política y económica.

Después del primer “boom” petrolero (1974-1976) y antes de 2003, lo que se observa típicamente durante los choques positivos externos es la tendencia a una apreciación cambiaria significativa, consecuencia del anclaje del tipo de cambio nominal facilitada por la bonanza fiscal. En los choques negativos, la apreciación del tipo de cambio real se reducía al privilegiar la devaluación del tipo de cambio como mecanismo para ayudar al ajuste fiscal frente a la caída de los aportes del sector

petrolero al Gobierno (ver Gráfico N° 21). De hecho si se evalúan los criterios que determinaron la fijación del nuevo tipo de cambio, sobresalen los relacionados con las necesidades presupuestarias más que aquellos elementos referidos a los requerimientos de los sectores productores de transables o las necesidades de una política antiinflacionaria.

Cuadro N° 12
Regímenes Cambiarios Oficiales

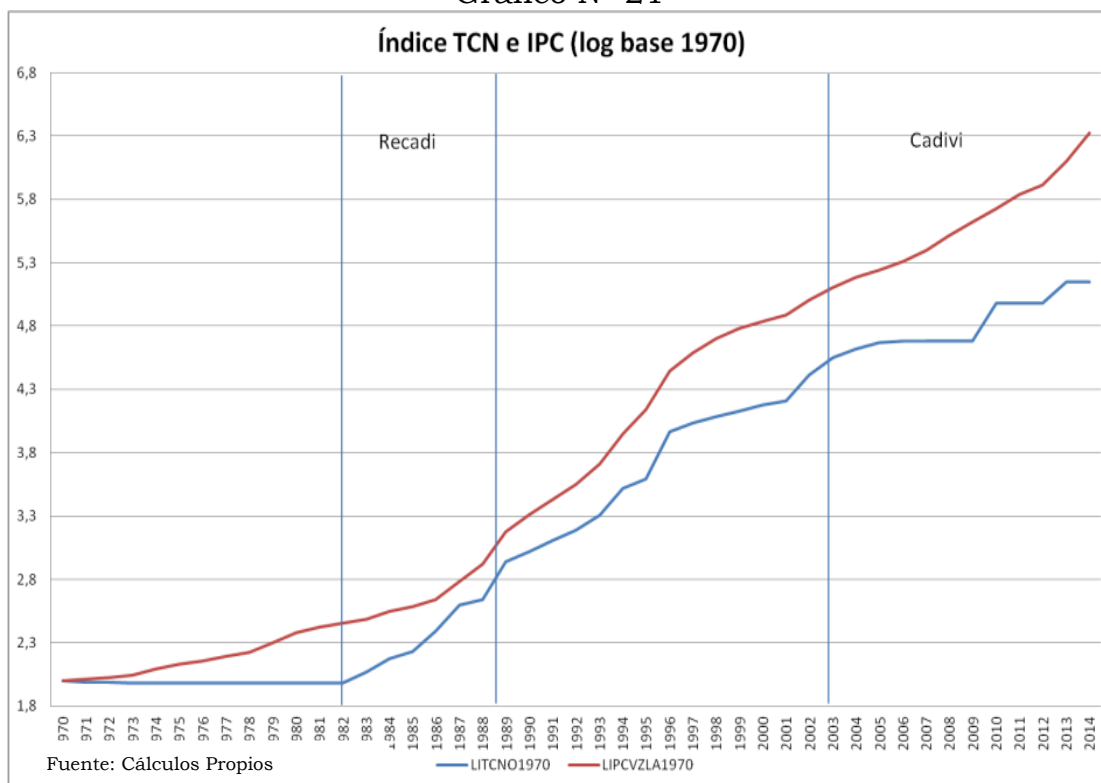
Período	Régimen Cambiario		Duración (Años)
1929-1982	Fijo	Convertibilidad	54
1983-1988	Fijo	Control	5
1989-1994	Flexible	Intervención	5
1994-1995	Fijo	Convertibilidad	2
1996-2002	Bandas	Convertibilidad	7
2003-2015	Fijo	Control	13

A partir de 2003, la coexistencia de un importante “boom” petrolero junto con un control de cambios exacerbó los incentivos para utilizar la tasa cambiaria nominal como una pieza fundamental de la política antiinflacionaria, en un contexto de importantes impulsos fiscales y crediticios sobre la demanda agregada y fuertes restricciones del lado de la oferta.

Con las modificaciones legales introducidas en 2005, 2009 y 2010 que alteraron significativamente el marco que regula las operaciones del BCV, al facilitarse las operaciones cuasifiscales que permiten el financiamiento monetario del gasto del sector público, el choque adverso que significó la Gran Recesión en 2008 y 2009 pudo absorberse si la necesidad de un ajuste en el tipo de cambio nominal, aunque se

requirió un mayor restricción en la disponibilidad de divisas vía control de la cantidad.

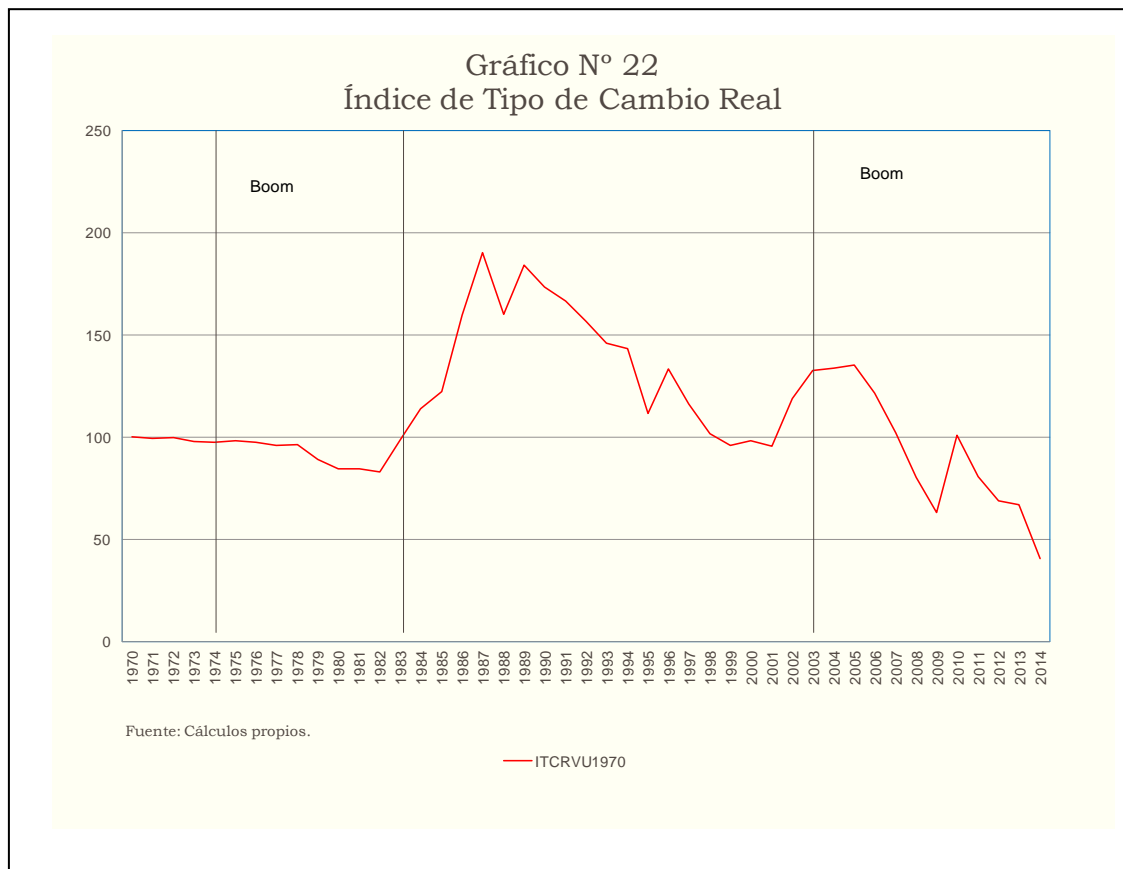
Gráfico N° 21



De esta manera, el impuesto inflacionario pudo sustituir al impuesto cambiario, que siempre acompaña a las devaluaciones en Venezuela. Esta circunstancia se tradujo, a su vez, en una mayor apreciación del tipo de cambio real, que no se redujo apreciablemente con la importante devaluación del tipo de cambio oficial en 2010 y menos aún con el ajuste cambiario en 2013 (ver Gráfico N° 22).

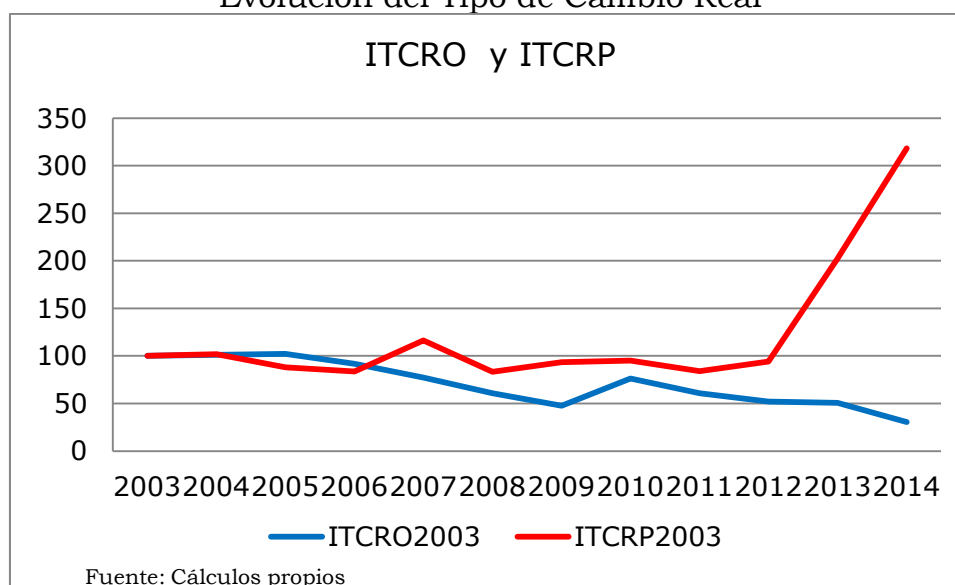
En los períodos cuando han coexistido regímenes de cambio fijo con controles de cambio (Recadi y Cadivi-Cencoex), estrictamente hablando no han sido sistemas de cambio único y tampoco inflexibles. La puesta en vigencia de un régimen de control de cambios lleva siempre

aparejado el surgimiento de un mercado paralelo (oficial o ilegal), que en la práctica funciona con un tipo de cambio nominal flexible y se convierte progresivamente en el marcador de precios, erosionando el rol de ancla de precios del tipo de cambio oficial. Esta suele ser la circunstancia que termina obligando la devaluación del tipo de cambio nominal y su tendencia a acercarse, e incluso igualar, al tipo de cambio paralelo.



En el siguiente gráfico se pone de relieve la evolución del tipo de cambio real calculado utilizando la tasa oficial y la tasa de cambio en el mercado paralelo. Como es de esperar el tipo de cambio oficial termina apreciándose significativamente en claro contraste con el tipo de cambio paralelo (de mayor significación en la formación de expectativas y en el cálculo económico) que se deprecia, especialmente hacia el final del período aquí considerado.

Grafico N° 23
Evolución del Tipo de Cambio Real

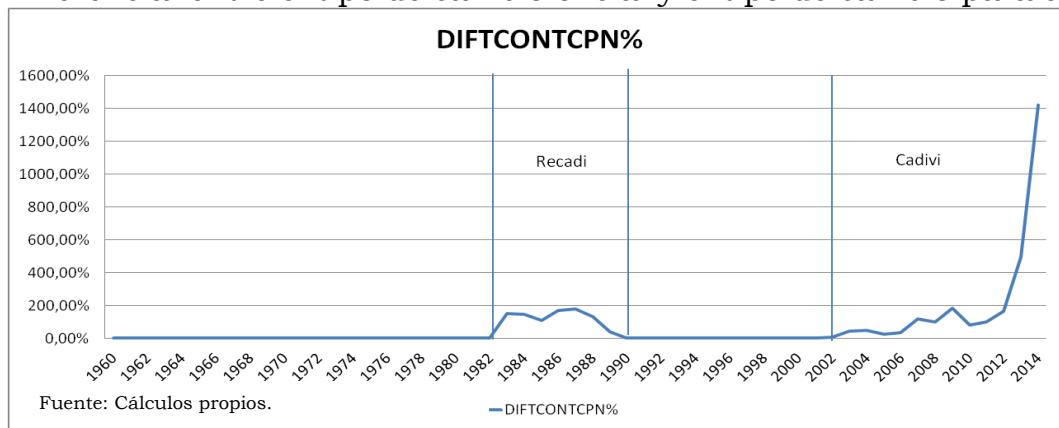


Naturalmente, en la medida que se retrase el ajuste en el tipo de cambio oficial, especialmente en un contexto donde se ejecuta una política fiscal con severos problemas de sostenibilidad, las distorsiones que ocasiona la brecha entre los dos tipos de cambio genera mayores desequilibrios macroeconómicos, cuya corrección exige importantes ajustes. La experiencia con el abandono del control de cambios a finales de los ochenta (Recadi) es una muestra contundente de lo mencionado, aunque la brecha cambiaria no alcanzó las magnitudes que hoy

observamos en el régimen vigente (Cadivi-Cencoex), tal y como se puede observar en el Gráfico N° 24.

Aunque la importante y sostenida apreciación del tipo de cambio real no es la única razón, claramente ha influido en profundizar el desequilibrio que desde hace varios años muestran las cuentas externas del país. En efecto, la balanza de pagos ha mostrado déficits en los últimos seis años por un monto acumulado de US\$ 28.655 millones de dólares, a pesar de que en promedio el saldo en la cuenta corriente ha sido superavitario y equivalente a 3,1% del *PIB* (13,3% si solo se tienen en cuenta los resultados del “boom” entre 2003 y 2008).

Gráfico N° 24
Diferencial entre el tipo de cambio oficial y el tipo de cambio paralelo



Los déficits en la cuenta financiera se explican en buena medida por salidas de capital distintas a las vinculadas con la inversión extranjera directa y las operaciones de desendeudamiento (ver Cuadro N° 13). Es de destacar que entre las otras salidas de capital resaltan sobre todo las asociadas con el sector público y muy especialmente la de los fondos parafiscales.

Las elevadas salidas de capital privado naturalmente están relacionadas con la inestabilidad interna, la inseguridad jurídica y, en general, con el

deterioro de las expectativas. La preferencia por activos externos, en un contexto en el que las tasas de interés internacionales fueron muy bajas, sugiere que los agentes internos consideraban que las inversiones físicas o financieras en Venezuela no eran suficientemente rentables, una vez corregidas por riesgo.

Cuadro N° 13
Descomposición del uso del Saldo en Cuenta Corriente (mm\$)

Año	Sado en Cuenta Corriente	Rentas IED	Desendeudamiento	Otras Salidas de Capital	Variación de Reservas Internacionales
1994	2.541	455	253	940	-893
1995	2.014	894	-801	795	-1.126
1996	8.914	1.676	739	13.026	6.527
1997	3.732	5.645	-740	2.418	3.591
1998	-4.432	3.942	776	-12.039	-2.889
1999	2.112	2.018	2.105	-943	1.068
2000	12.310	3.238	-2.684	16.704	4.948
2001	1.983	3.479	1.107	-4.442	-1.839
2002	7.599	-244	-2.310	5.726	-4.427
2003	11.796	722	-966	17.483	5.443
2004	15.519	864	-2.084	18.639	1.900
2005	25.447	1.422	935	28.544	5.454
2006	26.462	-2.032	-9.949	43.407	4.964
2007	18.098	945	2.490	8.921	-5.742
2008	37.392	-924	3.178	44.413	9.275
2009	2.258	-4.405	9.906	-13.505	-10.262
2010	8.812	73	3.176	-2.497	-8.060
2011	24.387	4.919	2.007	13.429	-4.032
2012	11.016	756	4.002	5.262	-996
2013	5.327	4.888	535	-4.596	-4.500
2014	9.909	-866	3.436	6.534	-805

Fuente: BCV y cálculos propios.

La continuada merma en las reservas internacionales representa una importante restricción al crecimiento de la economía interna, sobre todo si se tiene en cuenta la alta vulnerabilidad a los choques externos negativos en los precios petroleros, la reducida accesibilidad a los

mercados internacionales de capital, la baja capacidad de atracción de inversiones foráneas y los desincentivos para la repatriación de capitales propiedad de residentes.

En el Cuadro N° 14 se muestra como se ha modificado la composición de las reservas internacionales, poniendo al descubierto la caída dramática en la capacidad del país para afrontar choques adversos, como el que comenzó a ocurrir a partir del último trimestre de 2014. La revalorización de las reservas en oro y las asignaciones de derechos especiales de giro realizadas por el FMI en septiembre de 2009, sin costo alguno para la República, nublan el real deterioro de las reservas líquidas que se redujeron más de 88% en la fase más importante del reciente “boom” petrolero.

Cuadro N° 14
Composición de las Reservas Internacionales (mm \$)

Tipo de Activo de Reserva	2006 (IVT)	2013 (IIT)
Oro Monetario	7255	18074
Derechos Especiales de Giro	0	3368
Posición de Reservas en el FMI	484	484
Divisas	28582	3374
Otros Activos	351	501
Total Reservas Internacionales	36672	25801

Fuente: BCV

2.4 Derrumbe del precio petrolero 2014-2015

El prolongado “boom” petrolero que se inició con el siglo XXI definitivamente llegó a su fin en septiembre de 2004. El colapso en los precios de los hidrocarburos no es solo el producto de un cambio tecnológico fundamental en la extracción de los hidrocarburos, hay aspectos vinculados a la demanda que por largo tiempo se han venido

acumulando, así como los drásticos virajes que están aconteciendo en el mapa geopolítico mundial que se vinculan directamente con el mundo del petróleo, dado su carácter estratégico como principal fuente de energía.

El precio de la cesta venezolana se redujo en un lapso muy corto en más de 50%, agravando considerablemente la ya complicada situación económica producto de los importantes desequilibrios que se fueron acumulando, especialmente después de 2008 y, sobre todo, con la política económica expansiva que se inició en 2012 vinculada a la evolución del ciclo político-electoral.

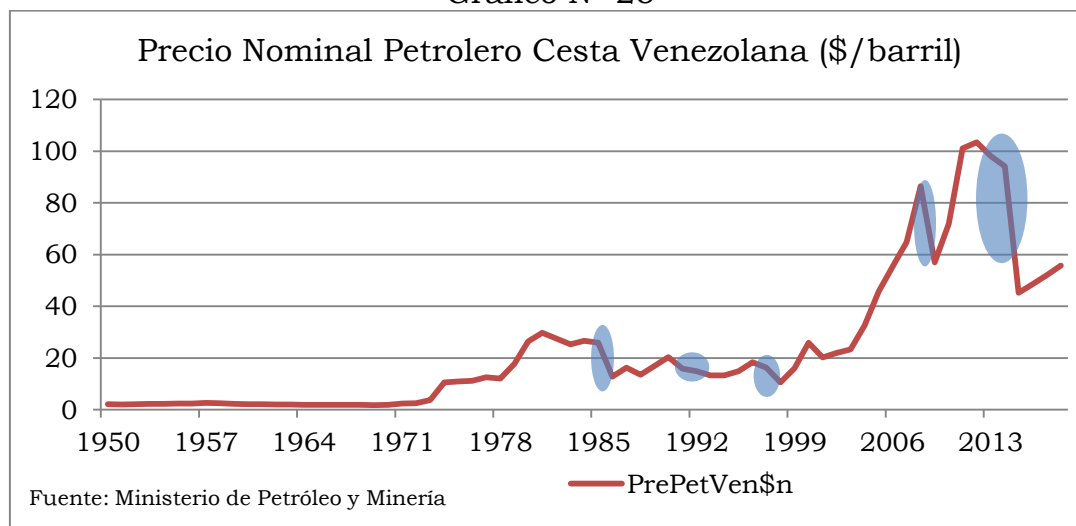
Si bien en las últimas décadas se han producido varios eventos significativos de deterioro relevante en los precios petroleros, la magnitud de este choque adverso y, sobre todo, las condiciones macroeconómicas previas al derrumbe de los ingresos externos, hacen que este caso destaque como el más difícil de sobrellevar (ver Gráfico N° 25 y Cuadro N° 15).

El bajo nivel de las reservas internacionales; una balanza de pagos deficitaria en los últimos seis años, agravada ahora por un importante resultado negativo en la cuenta corriente; un déficit fiscal que puede exceder el 10% del *PIB*; la tasa de inflación bordeando los tres dígitos; una economía en franco proceso de contracción y sin expectativas de que pueda recuperarse en el mediano plazo, son circunstancias que exigen políticas de ajustes que inevitablemente implican importantes costos sociales.

La situación luce aún más complicada si se tienen en consideración las implicaciones de la elevada inestabilidad política interna, del ciclo político electoral (elecciones legislativas a finales de 2005 que pueden

generar sucesivos procesos electorales inmediatos), la debilidad de las instituciones públicas, el bajo nivel reputacional de las autoridades económicas y los obstáculos que la agenda política del gobierno impone sobre las reformas estructurales que se requieren para promover el crecimiento económico a largo plazo.

Gráfico N° 25



Cuadro N° 15
Eventos de colapso relevantes en el precio petrolero

Periodo	N° Años	Caída relativa acumulada en el precio petrolero	Caída absoluta acumulada en el precio petrolero	Situación previa al choque				
				RESINT/M	BPCC/PIB	Déficit Fiscal/PIB	Tasa de Inflación	VarPIBrCAP
1985-1986	2	-50,5%	-13,88 \$/b	182,5%	5,5%	2,0%	9,1%	-2,3%
1991-1994	4	-34,9%	-7,10 \$/b	172,7%	17,2%	-2,4%	36,5%	2,6%
1997-1998	2	-42,5%	-7,82 \$/b	118,6%	4,3%	2,0%	37,6%	4,3%
2009	1	-34,1%	-29,48 \$/b	82,1%	11,7%	-5,1%	31,9%	3,7%
2013-2015	3	-53,8%	-58,15 \$/b	40,5%	1,9%	-8,4%	68,5%	-4,5%

Fuente: BCV, Ministerios de Economía y Finanzas y Cálculos Propios.

En el Cuadro N° 16 se muestra el comportamiento estimado para un conjunto de variables macroeconómicas claves en 2015 y 2016. Según estas estimaciones los desequilibrios macroeconómicos básicos se mantendrán incluso en el mediano plazo. A las graves restricciones internas se agrega ahora una fuerte restricción externa, producto del deterioro de los ingresos petroleros, que se refleja en los elevados déficits en la balanza de pagos.

Cuadro N° 16
Proyecciones Macroeconómicas

	2014	2015	2016
Crecimiento <i>PIB</i>	-3,70%	-5%	-1,30%
Inflación	64,70%	85%	55%
Déficit Fiscal/ <i>PIB</i>	-8,40%	-10%	-6%
Balanza de Pagos (mmm\$)	0,80	-17,80	-5,60
X	80,40	50,00	57,00
M	42,90	36,00	37,50
Cuenta Corriente	11,50	-10,70	1,60
Cuenta Capital	-7,50	-7,10	-7,20
E y O	-3,20	-	-

Fuente: BCV, Consensus Forecast (febrero, 2015), Cálculos Propios.

Concentrándonos en el corto plazo, se estima que las necesidades de fondos líquidos adicionales, no disponibles, en 2015 se aproximen a unos US\$ 25.000 millones, aun suponiendo una contracción adicional en el nivel de las importaciones y una gestión eficiente en el servicio de la deuda externa. Examinando las escasas fuentes para lograr cubrir el déficit previsto, faltarían recursos equivalentes a unos US\$ 9.000 millones para mantener la precaria situación actual.

Las opciones de fuentes adicionales que el Gobierno podría explorar se sintetizan en el Cuadro N° 17, y consisten en: una ampliación del

financiamiento de origen chino, la entrega de dividendos de Citgo procedentes de una operación de endeudamiento, la venta anticipada de la deuda que países latinoamericanos tienen con PDVSA como consecuencia de los acuerdos energéticos, la utilización de parte de las reservas de oro en operaciones de financiamiento a corto plazo para apuntalar las reservas liquidas del BCV y la repatriación de parte de los activos más líquidos en poder de los fondos parafiscales, especialmente Fonden. Aún asumiendo que estas opciones se ejercen con eficacia y celeridad, serían insuficientes para cubrir los requerimientos que hemos señalado.

Cuadro N°17
Fuentes de Fondos Adicionales 2015

	US\$ (mmm)
Fondo Chino	6,0
Dividendos Citgo	2,3
Venta Factura Petrolera	2,0
Uso Reservas Oro	2,0
Uso Activos Externos S. Público	4,0

Fuente: Morgan Stanley, UBS Securities y Cálculos Propios.

¿Qué otras opciones de política tiene el Gobierno?

- Un recorte adicional de las importaciones es poco viable dados los bajos niveles ya alcanzados. Se estima que las importaciones podrían significar alrededor de un 6% del *PIB* en 2015, lo que implica menos de la mitad de lo que alcanzaron en promedio en los últimos cinco años (15%). De hecho las importaciones se han reducido de tal manera que son ya muy inelásticas a la baja frente a nuevas devaluaciones del tipo de cambio.
- Naturalmente que una caída de los ingresos petroleros de la magnitud señalada exigía un importante ajuste en la paridad

cambiaria, sin embargo la excesiva demora en realizar tal ajuste y la manera como finalmente se decidió hacerlo redujeron sustancialmente la eficacia de la política cambiaria y monetaria, incluso en cuanto a los objetivos estrictamente fiscales se refiere. Desde la perspectiva de la balanza de pagos es muy poco lo que puede incidir el ajuste cambiario realizado: tanto las importaciones como las exportaciones son muy inelástica al tipo de cambio, no se verá afectado el servicio de la deuda externa y, dado el deterioro en las expectativas, se mantienen los incentivos a la salida de capitales. Por todo ello, es fácil predecir que el ajuste en la balanza de pagos seguirá descansando en la muy distorsionante administración de las cantidades de divisas liquidadas por el BCV.

- En el contexto de la presente crisis, un importante ajuste en el gasto fiscal es una condición necesaria para adelantar cualquier política de estabilización razonable. Frente a un déficit fiscal que ronda el 10% del *PIB* y una economía en franco deterioro, el ajuste no puede descansar en el lado de los ingresos tributarios, por ello un recorte en el gasto corriente debería ser inevitable. Sin embargo, las posibilidades de que esto ocurra de una manera sustantiva son muy reducidas dada la situación política interna y la inminencia de un proceso electoral trascendental para la presente administración del Gobierno. Es más, los resultados de estas elecciones parlamentarias pueden condicionar de tal manera el proceso político que las limitaciones que hoy impiden un ajuste fiscal relevante se prolonguen bastante más allá de 2015.

- El recorte de los subsidios internos, especialmente el vinculado a la gasolina, si bien es parte importante del ajuste fiscal ha ido perdiendo relevancia frente a la agudización de los otros desequilibrios macroeconómicos. Un alza considerable en el precio de los combustibles tendrá un impacto importante en la finanzas públicas pero, tal y como se está planteando el ajuste de los precios a nivel del consumidor, no mucha incidencia en las finanzas de PDVSA y tampoco sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos. Se presume que el consumo interno de combustibles es bastante inelástico con respecto a los precios y el traslado del aumento a los precios finales será inmediato y pleno.
- Aún asumiendo de aquí en adelante una alta dosis de pragmatismo en el manejo de la industria petrolera, que se traduzca en una importante apertura a la inversión extranjera en las áreas de explotación de la Faja Petrolífera, las implicaciones de tal viraje en la política, poco probable a mi juicio, no podrían materializarse en el corto plazo.
- Otra posibilidad es proceder a una reestructuración que pueda reducir significativamente el servicio de la deuda externa en los próximos tres años. Si tenemos en cuenta la amortización del préstamo chino, los vencimientos de los bonos emitidos por PDVSA y la República, y otros egresos de capital vinculados al endeudamiento externo, entre 2015 y 2017 se deben cancelar unos US\$ 36.500 millones, que dadas las restricciones que se esperan en la cuenta corriente, si el precio petrolero se mueve entre \$/b 50-60, constituyen importantes compromisos que limitan la capacidad para fomentar el crecimiento interno. Pero las condiciones por las que atraviesa el país no favorecen en nada

a las gestiones de reestructuración de la deuda. La caída en el precio petrolero, las pocas posibilidades de su recuperación a mediano plazo y la resistencia a producir un viraje radical en el contenido de la política económica, más favorable al desarrollo de la economía de mercado, hacen prever una actitud poco propensa de parte de los acreedores con respecto a una plan voluntario de reestructuración de la deuda.

En virtud de estas restricciones y escasez de opciones de políticas de ajuste eficientes y factibles, las agencias calificadoras de riesgo y los bancos de inversión han estado considerando las probabilidades de que el Gobierno declare una suspensión de pagos de la deuda externa (default). Prácticamente todas las firmas que siguen y evalúan el “riesgo Venezuela” han ajustado sustancialmente al alza las probabilidades de que, después del evento electoral a finales de 2015, el país transite a una situación donde puede hacerse inminente la declaración de suspensión de pagos²³.

Es evidente que, de no mejorar radicalmente la situación del mercado petrolero mundial, las reducidas opciones de política económica y la profundización de la inestabilidad social harán cada vez más incompatible el cumplimiento del servicio de la deuda y el mantenimiento de un mínimo nivel de abastecimiento interno socialmente tolerable. No sorprenden por tanto las crecientes dudas sobre las posibilidades de Venezuela de mantener su promesa de cumplir con sus compromisos externos.

²³ Ver: Morgan Stanley Research (2014) y (2015), The Economist Intelligence Unit (2015), UBS Securities LLC (2015).

Comentarios Finales

Son muchas las áreas donde las mejores opciones de política económica para economías petroleras están bien definidas, las dificultades radican en su implementación.

No hay duda que para generar un crecimiento económico sostenido, que maximice los beneficios tanto de la presente como de las futuras generaciones, la riqueza petrolera y minera debe ser transformada en otras formas de capital (capital humano, infraestructura, capital natural renovable e instituciones), pero esto implica enormes retos, dadas las deficiencias institucionales y las fallas en el sistema político que padecemos.

Otro aspecto clave es el diseño de políticas fiscales y monetarias capaces de reducir la volatilidad macroeconómica. Específicamente en materia de política fiscal pueden señalarse los siguientes requerimientos:

- La implementación de reglas fiscales creíbles que permitan reducir el impacto de los choques externos sobre la volatilidad del producto. Aislar los gastos del sector público de las oscilaciones de los ingresos petroleros implica definir objetivos fiscales ajustados cíclicamente, combinados con un significativo fondo de estabilización. Esta es una condición necesaria para reducir las presiones hacia la apreciación cambiaria, lo que a su vez simplifica la política monetaria y fiscal
- Una buena base de ingresos fiscales no vinculados directamente a los ingresos petroleros juega un papel importante en el manejo de los riesgos fiscales. Este tipo de ingresos es mucho menos volátil y son más predecibles que los de origen petrolero, por ello pueden

ayudar a aislar al presupuesto de los efectos de los choques externos.

- Desde luego que es ideal desarrollar la capacidad de hacer política fiscal anticíclica a corto plazo y mecanismos de ahorro a largo plazo, pero para ello se necesita que el gobierno goce de elevada credibilidad. Construir credibilidad no es una tarea fácil, especialmente en un país donde los vaivenes de la renta petrolera genera serios problemas de consistencia temporal.

En materia de política monetaria las tareas más urgentes suponen la recuperación de la autonomía del Banco Central y la redefinición de sus objetivos centrados en control de la inflación. La sustitución del impuesto inflacionario por fuentes tributarias menos distorsionantes y más progresivas es una necesidad urgente pero difícil de implementar en una economía en franca recesión.

En cuanto a la política cambiaria, y aunque reconocemos que sigue siendo un tema de mucho debate, nos parece conveniente abandonar el régimen de tipo de cambio fijo por un sistema que permita una tasa de cambio bastante más flexible, probablemente asociada a un régimen de inflación objetivo, que ayude a reducir la volatilidad macroeconómica. De esta manera los choques en los precios petroleros pueden reflejarse de manera inmediata en el tipo de cambio nominal sin necesidad de esperar a que el ajuste en el tipo de cambio real se realice a través de los precios internos.

La mayor flexibilidad en el tipo de cambio implica menos inflación durante los “booms” y mayor capacidad para ejecutar políticas fiscales y monetarias anticíclicas cuando ocurren los choques adversos. Naturalmente, un tipo de cambio flexible supone mayor volatilidad en el

tipo de cambio real, por ello es fundamental construir capacidad de intervención del BCV sobre el mercado cambiario, lo que implica una solida base de reservas internacionales y una gestión fiscal que minimice los déficits estructurales.

Pero estas modificaciones en el régimen de política económica no bastan para sostener la tasa de crecimiento económico, se requieren además profundas reformas de carácter mucho más estructural.

Un tema central de primer orden lo constituye el manejo de la industria petrolera. Estimamos que se requieren importantes reformas orientadas a reducir la discrecionalidad del Gobierno en el ámbito petrolero, creando nuevas organizaciones que directamente respondan a la sociedad civil, simultáneamente aumentando la transparencia y la rendición de cuentas. Es inevitable replantearse el asunto de ejercicio público de la propiedad sobre los recursos naturales no renovables.

Es muy importante romper el ciclo de la reversión de la propiedad en el sector petrolero trascendiendo a esquemas tributarios mucho más flexibles ajustados a los cambios en los precios del recurso, evitando así los escenarios de “guerra de desgaste” que han resultado muy ineficientes para el desarrollo del sector.

Más allá del sector petrolero se requiere incrementar la productividad general de la economía. En los últimos años la teoría y el diseño óptimo de política económica han avanzado sustancialmente a nivel internacional. Hoy hay consenso en que el foco de las políticas debe ser generar incentivos neutrales, en oposición a las tradicionales políticas de proteger y estimular sectores y productos específicos. La idea fundamental es crear el mejor ambiente de negocios que facilite el descubrimiento de las oportunidades de inversión y asegure que los

mercados operen de manera abierta y concurrente, garantizando que los sectores más dinámicos derramen externalidades positivas sobre el resto de la economía.

Aunque hay una idea generalizada de que el petróleo no tiene la suficiente densidad para servir de núcleo de un desarrollo de la productividad general de la economía, estudios relativamente recientes demuestran que los efectos sobre la productividad global de los factores asociados al desarrollo de la explotación de hidrocarburos han sido tan positivos como para otros sectores considerados más dinámicos (Martin y Mitra 2001; Wrigh y Czelusta 2004). Lo relevante no son los recursos naturales en sí mismos, sino la capacidad de las economías para desarrollar aprendizaje y nuevas ventajas comparativas a partir de sus dotaciones iniciales y el favorable ambiente económico e institucional.

Otro aspecto de las reformas que no puede dejar de mencionarse es el relacionado con el régimen de precios de los hidrocarburos en el mercado doméstico. Los subsidios internos al consumo de la gasolina son altamente regresivos, implican inmensos costos fiscales y distorsionan las señales de precios que provocan un consumo dispendioso e ineficientes decisiones de inversión, además de estimular la búsqueda de rentas y el contrabando. No hay duda de que los subsidios internos deben ser eliminados pero con una clara política de compensación sobre los sectores más pobres y vulnerables.

A manera de síntesis podemos decir que los desafíos que se le plantean a Venezuela provienen de dos fuentes fundamentales: la elevada inestabilidad macroeconómica generada por la alta concentración de las exportaciones en el sector petrolero, y las insuficientes tasas de ahorro e inversión que impiden la sustitución del capital petrolero, no

renovable, por otros tipos de activos. En ambos casos la superación de estos desafíos plantea importantes conflictos distributivos que seguirán produciendo fuertes tensiones entre la equidad y la eficiencia en el uso de los recursos. Si un marco político e institucional adecuado y holgura fiscal, difícilmente se podrá avanzar en una solución favorable de estos inevitables conflictos.

Referencias Bibliográficas

- Acemoglu, D., Johnson, S., y Robinson, J. (2005). Institutions as a Fundamental Cause of Long-Run Growth. En P. Aghion, y S. Durlauf, *Hand Book of Economic Growth* (Vol. IA). Elsevier.
- Agnani, B., y Amaia, I. (2005). Growth in an oil abundant economy: The case of Venezuela. *Journal of Applied Economics*, Vol. XIV(1), 61-79.
- Ahumada, H., y Cornejo, M. (2011). *A Time Series-Cross Section Model of Commodity*. Universidad Torcuato Di Tella .
- Albrieu, R., López, A., Rozenwurcel, G. (Coordinadores). (2014). *Los Recursos Naturales como palanca del desarrollo en América del Sur: ¿Ficción o Realidad?* Red Mercosur de Investigaciones Económicas, Series Red Mercosur, N° 23.
- Amany, E.-A., Bradley, M. D., y Joutz, F. L. (2005). *Evidence on the Role of Oil Prices in Venezuela's Economic Performance*. The George Washington University, Department of Economics, Washington, DC.
- Anshasy, A. A. (2009). *Oil Prices and Economic Growth in Oil-Exporting Countries*. United Arab Emirates University, Collage of Business and Economics.
- Arezki, R., y Van der Ploeg, F. (2011). Do natural resources depress income per capita? *Review of Development Economics*, 15(3), 504-521.
- Auty, R. (2001). *Resource Abundance and Economic Development*. World Institute for Development Economics Research. Oxford University Press.
- Bakwena, M., Bodman, P. M., y Quan, T. (2009). *Avoiding the Resource Curse: The Role of Institutions*. University of Queensland, School of Economics, MRG Discussion Paper Series, No 3209, Australia.
- Baldacci, E., Cangiano, M., Mahfouz, S., y Schimmel. (2001). *The effectiveness of fiscal policy in stimulating economic activity: an empirical investigation*.
- Baldacci, E., Cangiano, M., Mahfouz, S., y Schimmel, A. (2001). *The effectiveness of fiscal policy in stimulating economic activity: an empirical investigation*. Washington DC.: Trabajo presentado en la Segunda Conferencia Anual de Investigación. Fondo Monetario Internacional.
- Banco Mundial. (2009). *Global Economic Prospects: Commodities at the Crossroads*. World Bank, Washington, DC.

- Banco Mundial. (2011). *The Changing Wealth of Nations: Measuring Sustainable Development in the New Millennium*. Washington: World Bank Publications.
- Bello, O., y Restuccia, D. (2002). *Venezuela's Growth Experience*. University of Toronto.
- Boschini, A., Pettersson, J., y Roine, J. (2005). *Resource curse or not: A question of appropriability*. Stockholm University, Department of Economics.
- Brunnschweiler, C. N., y Bulte, E. H. (May de 2008). Linking Natural Resources to Slow Growth and More Conflict. *Science*, 320, 616-617.
- Byrne, J. P., Fazio, G., y Fiess, N. (2011). *Primary Commodity Prices: Co-Movements*. World Bank Policy Research Working Paper Series.
- Camacho, M., y Perez-Quiros, G. (2011). *Commodity prices and the business cycle in Latin America: Living and dying by commodities?* Obtenido de <http://www.um.es/econometriaa/Maximo/articulos/commodities.pdf> (10 de enero 2012).
- Cashin, P., y McDermott, C. J. (2001). The Long-Run Behavior of Commodity. *IMF Staff Papers*, 49(2), 175-199.
- Céspedes, L. F., y Velasco, A. (2012). *Macroeconomic performance during commodity price booms and busts*. National Bureau of Economic Research, Working Paper 18569.
- Collier, P., y Goderis, B. (2007). *Commodity Prices, Growth, and the Natural Resource Curse: Reconciling a Conundrum*. The Center for the Study of African Economies. University of Oxford.
- Collier, P., y Goderis, P. (2007). *Commodity Prices, Growth, and the Natural Resource Curse: Reconciling a Conundrum*. University of Oxford, The Center for the Study of African Economies.
- Corden, W. M. (noviembre de 1984). Booming Sector and Dutch Disease Economics: Survey. *Oxford Economic Papers*, 36(3), 359-380.
- Corden, W. M., y Neary, J. P. (1982). Booming sector and de-industrialisation in a small open economy. *Economic Journal*, 92, 825-848.
- Cuddington, J., Ludema, R., y Jayasuriya, S. (s.f.). Prebisch Singer Redux. En D. Lederman, y M. W., *Natural Resources and Development: Are They a Curse? Are They Destiny?* World Bank y Stanford University Press.
- Engerman, S., y Sokoloff, K. (2003). *Institutional and Non-Institutional Explanations of Economic Differences*. National Bureau of Economic Research, Working Paper w9989.

- Erbil, N. (2011). *Is Fiscal Policy Procyclical in Developing Oil-Producing Countries?* International Monetary Fund, Working Paper WP/11/171, Washington, DC, United States.
- Goderis, B., y Malone, S. W. (2008). *Natural Resource Booms and Inequality: Theory and Evidence*. University of Oxford, Centre for the Analysis of Resource Rich Economies, Working Paper N° 8.
- Gylfason, T. (2001). *Lessons from Dutch Disease: Causes, Treatment and Cures*. University of Iceland, WPS, Institute of Economic Studies.
- Gylfason, T., Herbertsson, T., y Zoega, G. (1999). A Mixed Blessing: Natural Resource and Economic Growth. *Macroeconomic Dynamics*(3), 204-225.
- Haber, S., y Menaldo, V. (2007). *Do Natural Resources Fuel Authoritarianism? A Reappraisal of the Resource Curse*. Stanford University, Stanford Center For International Development, Working Paper No. 351, Stanford, CA.
- Hall, R., y Jones, C. (1999). Why do some countries produce so much more output per worker than others? *The Quarterly Journal of Economics*(114), 83-116.
- Hartwick, J. (1997). Intergenerational Equity and the Investing of Rents from Exhaustible Resources. (A. E. Association, Ed.) *American Economic Review*, 67(5), 9072-9074.
- Hausmann, R., y Rigobon, R. (s.f.). *An Alternative Interpretation of The 'Resource Curse': Theory and Policy Implications*. NBER Working Paper 9424.
- Humphreys, M., Sachs, J., y Stiglitz, J. (2007). *Escaping the Resource Curse*. Initiative for Policy Dialogue at Columbia: Challenges in Development and Globalization.
- Krueger, A. (1974). The political economy of the rent-seeking society. *American Economic Review*(64), 291-303.
- Lederman, D., y Maloney, W. (2003). *Trade Structure and Growth*. World Bank Policy Research. WP, N° 3025.
- Lederman, D., y Maloney, W. F. (2007). *Natural Resources: Neither Curse nor Destiny*. Washington, DC: World Bank.
- Lederman, D., y William Francis, M. (2006). *Natural Resources: Neither Curse Nor Destiny*. Washington, DC, USA: Banco Mundial.
- Lederman, D., y Xu, L. (2009). *Commodity Dependence and Macroeconomic Volatility: Structure or Macro Mismanagement?* World Bank, LCRCE Commodities Conference.
- Malebogo, B., Bodman, P., Le, T., y Ki, K. (2009). *Avoiding the Resource Curse: The Role of Institutions*. The University of Queensland, School of Economics, St Lucia, Australia.

- Maliszewski, W. S. (June de 2009). Fiscal Policy Rules for Oil-Producing Countries: A Welfare-Based Assessment. *IMF Working Papers*, 1-27.
- Manzano, Ó. (2012). *La Realidad Macroeconómica: Recursos naturales*. Banco Interamericano de Desarrollo, Departamento de Investigación Económica y Economista Jefe, Washington DC.
- Martin, W., y Mitra, D. (2001). Productivity Growth and Convergence in Agriculture. *Economic Development and Cultural Change*, 49(2).
- Mehlum, H., Moene, K., y Torvik, R. (2002). *Institutions and the Resource Curse*. Department of Economics of Economics, University of Oslo, Oslo.
- Mehlum, K., y Torvik, R. (2006). Cursed by Resources or Institutions? *The World Economy*, 29(8), 1117-1131.
- Mehrara, M., Alhosseini, S., y Bahramirad, D. (2008). *Resource curse and institutional quality in oil countries*. MPRA Paper No. 16456, Munich.
- Morgan Stanley Research. (2014). *EM Strategy Update. Venezuela: Whwn Is It Time to Buy?* New York, US.
- Morgan Stanley Research. (2015). *EM Strategy Update. Venezuela: Dealing with the dollar deficit*. New York, US.
- Mundial, B. (2006). *Where Is the Wealth of Nations?* World Bank, Washington, DC.
- Ossowski, R., y Gonzáles, A. (2012). *Manna from Heaven: The Impact of Nonrenewable Resource Revenues on Other Revenues of Resource Exporters in Latin America and the Caribbean*. Inter-American Development Bank, IDB working paper series N° 337, Washington, DC.
- Papyrakis, E., y Gerlagh, R. (2004). The resource curse hypothesis and its transmission channels. *Journal of Comparative Economics*, 32, 181-193.
- Ploeg, R., y Poelhekke, S. (2009). Volatility and the Natural Resource Curse. *Oxford Economic Papers*, 61(4), 727-760.
- Rickne, J. (2009). *Oil Prices and Real Exchange Rate Movements in Oil-Exporting Countries: The Role of Institutions*. Research Institute of Industrial Economics, IFN Working Paper No. 810, Stockholm, Sweden.
- Rodrik, D. (s.f.). *Industrial Policy for the Twenty-first Century*. John F. Kennedy School of Government Working Paper. <http://ideas.repec.org/p/cpr/ceprdp/4767.html>.
- Ross, M. (January de 1999). The political economy of the resource curse. *World Politics*, 51, 297-322.

- Sachs, J. D., y Warner, A. M. (1997). *Natural Resource Abundance and Economic Growth*. Harvard University, Center for International Development and Harvard Institute for International Development, Cambridge MA.
- Sachs, J., y Warner, A. (1995). *Natural Resource Abundance and Economic*. National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper N° 5398.
- Sinnott, E., Nash, J., y de la Torre, A. (2010). *Natural Resources in Latin America and the Caribbean: Beyond Booms and Busts?* Washington, DC, USA: The World Bank.
- Stijns, J.-P. C. (2005). *Natural Resource Abundance and Economic Growth Revisited*. Northeastern University, Department of Economics, Boston MA.
- The Economist Intelligence Unit. (2015). *Risk Briefing. Venezuela Risk: Alert-concerns rise over default risk*. London, UK.
- Tornell, A., y Lane, P. R. (March de 1999). The Voracity Effect. *The American Economic Review*, 89(1), 22-46.
- Torvik, R. (2001). Learning By Doing and the Dutch Disease. *European Economic Review*(45), 285-306.
- Torvik, R. (2002). Natural Resources, Rent Seeking and Welfare. *Journal of Development Economics*, 76, 455-470.
- UBS Securities LLC. (2015). *Macro Keys. Venezuela In the Direst of Dire Straits*. Global Research, New York, US.
- Van Wijnbergen, S. (1984). The “Dutch Disease”: a disease after all? *The Economic Journal*(94), 41-54.
- Wright, G., y Czelusta, J. (2004). Why economies slow: the myth of the resource. *Challenge*, 47(2), 6-38.
- Zambrano Sequín, L. (2010). *Discurso de incorporación como Individuo de Número*. Caracas: Academia Nacional de Ciencias Económicas.
- Zambrano Sequín, L. (2010). *Estructura e Incidencia de la Política Fiscal en Venezuela*. Caracas, Venezuela: Universidad Católica Andrés Bello.
- Zambrano Sequín, L. (2013). *Gestión Fiscal, Señoreaje e Impuesto Inflacionario en Venezuela*. Caracas, Venezuela: Academia Nacional de Ciencias Económicas, Coloquio Alberto Adriani.