



# La crisis global y su impacto en Venezuela

José Guerra  
Víctor Olivo

Julio de 2009

[www.desafiandolascrisis.org](http://www.desafiandolascrisis.org)

# **La crisis global y su impacto en Venezuela**

**José Guerra  
Víctor Olivo**

**Julio de 2009**

Los análisis, reflexiones y juicios de valor contenidos en el presente documento son de la exclusiva responsabilidad de los autores y en nada comprometen al Instituto Latinoamericano de Investigaciones Sociales (ILDIS) como organización que coordinó su elaboración y promovió su debate público.

Instituto Latinoamericano de  
Investigaciones Sociales (ILDIS)  
Oficina en Venezuela de la  
Fundación Friedrich Ebert

Av. San Juan Bosco, cruce  
con 2da Transversal de  
Altamira, Edif. San Juan, Piso 4,  
Oficina 4-B.  
Caracas, Venezuela.  
Teléf.: (0212)2632044 / 2634080  
[www.ildis.org.ve](http://www.ildis.org.ve)

Director del ILDIS y  
Representante de la  
Fundación Friedrich Ebert en Venezuela:  
Heinrich Sassenfeld.

Coordinador institucional del documento:  
Flavio Carucci T.  
Jefe de Proyectos del ILDIS

Asistente:  
Marlys Aguilar H.  
Asistente del Director del ILDIS

Autores: José Ángel Guerra y Víctor Olivo

## INDICE

Resumen Ejecutivo .....	4
<b>Contexto macroeconómico venezolano previo a la crisis (2004–2007) .....</b>	<b>4</b>
<b>Canales de transmisión de la crisis económica global en Venezuela .....</b>	<b>7</b>
<i>La cuenta corriente</i> .....	8
<i>La gestión fiscal</i> .....	9
<i>Actividad económica</i> .....	9
<i>Financiamiento</i> .....	10
<b>Principales vulnerabilidades de la economía .....</b>	<b>10</b>
<i>Modelo económico y debilidad de la economía no petrolera</i> .....	10
<i>Manejo Cambiario</i> .....	12
<b>El gobierno frente a la crisis.....</b>	<b>14</b>
<i>Descripción de las políticas</i> .....	14
<i>Viabilidad de las políticas</i> .....	15
<b>Recomendaciones .....</b>	<b>21</b>

## Resumen Ejecutivo

En este documento se analizan los impactos de la crisis global sobre la economía venezolana. Se parte de un contexto relativamente favorable desde el punto de vista del crecimiento antes de la irrupción de la crisis en septiembre de 2008, aunque la economía mostraba signos de desaceleración desde el tercer trimestre de 2007. Venezuela mantiene tasas de inflación significativamente mayores que la de sus socios comerciales. La crisis global en Venezuela se expresa a través de la cuenta corriente de la balanza de pagos, la reducción de ingresos fiscales, la reducción de la producción de petróleo y las restricciones al financiamiento. Todo ello adquiere relevancia cuando se valora el modelo económico, basado en el rol empresarial del Estado. Las políticas anunciadas por el gobierno para enfrentar las crisis tienen un sesgo recesivo.

### **Contexto macroeconómico venezolano previo a la crisis (2004–2007)**

Desde 2004 cuando los precios del petróleo comenzaron a crecer rápidamente, la economía venezolana inició una etapa de fuerte crecimiento del producto. La tasa de crecimiento promedio del Producto Interno Bruto (PIB) real total se ubicó en 11,8% para el periodo 2004–2007, versus 1,0% para el periodo 1990–2003. Para el PIB no petrolero la tasa de crecimiento promedio para el periodo 2004–2007 alcanzó 12,4% comparada con 0,56% para el lapso 1990 – 2003.

De hecho, la tasa de crecimiento reciente de la economía venezolana es de las más altas entre las principales economías de la región latinoamericana, y se asemeja a la de las economías emergentes más exitosas del planeta. También supera abiertamente la tasa de crecimiento promedio (2004–2007) de Arabia Saudita (4,34%). Si bien la tasa de crecimiento del PIB real ha mostrado una tendencia descendente desde 2004, para 2007 todavía se ubicaba entre los valores más elevados desde 1990.

Esta mayor tasa de crecimiento de la actividad económica estuvo acompañada por una tasa de inflación considerablemente alta comparada con la de otras economías grandes de América Latina. La tasa de inflación promedio de Venezuela para el periodo 2004– 2007 también superó a la de otras economías altamente dependientes del petróleo, tales como Irán, Arabia Saudita, Bahrein, Kuwait, Omán y Qatar. Sin embargo, para el periodo 2004–2007 la tasa de inflación promedio (18,3%) fue bastante menor a la evidenciada durante los periodos 1990–1998 (50,09%) y 1999–2003 (22,03%).

En el sector externo, tanto el resultado de la cuenta corriente como la posición de reservas internacionales netas presentaron incrementos significativos en términos de dólares corrientes. No obstante, el rápido crecimiento de la actividad económica y la tendencia a la apreciación del tipo de cambio real, le dieron un considerable impulso a las importaciones, lo que contrarrestó en buena medida la mejora en la posición externa del país. De hecho, las reservas internacionales expresadas en

meses de importaciones, se ubicaron en promedio en 10,52 para el periodo 2004–2007, comparadas con un valor promedio de 10,62 para el lapso 1990–2003.

Los resultados reseñados fueron acompañados por unas políticas fiscal y monetaria marcadamente expansivas. En contraste con los déficits continuos que venía exhibiendo desde 1998, el resultado financiero global del gobierno central como porcentaje del PIB se transformó en un superávit a partir de 2005, salvo en 2008 cuando las cuentas públicas cerraron con déficit. Sin embargo, esto fue consecuencia del notable incremento de los precios del petróleo y los ingresos fiscales petroleros. El carácter marcadamente expansivo de la política fiscal se evidenció en la tasa de crecimiento del gasto fiscal operativo nominal (excluyendo gastos de capital). La tasa de crecimiento promedio de esta variable para el periodo 2004–2007 (33,96%), no se diferencia en mucho de la registrada en el periodo 1991–2003 (31,94%), pero esto se debió a una apreciable reducción en 2007 a 10,47%. Para el periodo 2004–2006, la tasa de crecimiento promedio del gasto fiscal operativo nominal alcanzó 41,79%. Aquí es importante señalar, que especialmente a partir del 2006, el gobierno ha venido canalizando una porción cada vez más importante de su gasto a través de Petróleos de Venezuela, S.A. (PDVSA) y el Fondo de Desarrollo Nacional, S.A. (FONDEN). Esto puede contribuir a explicar la notable reducción evidenciada por la tasa de crecimiento del gasto fiscal operativo a nivel del gobierno central en 2007.

En lo referente a la situación financiera de PDVSA, las cifras oficiales indican que, a pesar de las transferencias al FONDEN y sus importantes gastos cuasi-fiscales, la empresa se encuentra en una posición cómoda desde el punto de vista financiero. Mientras que con respecto al FONDEN, no se dispone de información oficial para evaluar su desempeño y su situación actual. Más adelante se discutirá con detenimiento lo relacionado con la situación financiera de PDVSA y el FONDEN.

En el ámbito monetario, la tasa de crecimiento de M1 (efectivo + depósitos a la vista en poder del público no bancario) se aceleró de un promedio ya elevado para el periodo 1990–2003 de 43,96%, a 52,23% para el lapso 2004–2007. Esta tasa de crecimiento de M1 supera ampliamente a la registrada para el periodo 2004–2007 por las principales economías latinoamericanas, y por una muestra de ocho economías fuertemente dependientes del petróleo.

En general, las cifras oficiales sugieren que el desempeño de la economía venezolana durante el boom petrolero que se inició hacia finales de 2003 fue bueno, y que a pesar del corte marcadamente expansivo de las políticas fiscal y monetaria, las cuentas fiscales y externas parecían estar en una situación sólida para enfrentar la crisis financiera. Sin embargo, la prolongación de los controles sobre un conjunto amplio de variables claves de la economía (tipo de cambio, tasas de interés, precios de bienes y servicios, y transacciones cambiarias), así como la opacidad con que se han venido manejando las instituciones y políticas públicas, hacen necesario un análisis más cuidadoso de las estadísticas económicas oficiales.

### **Algunas observaciones sobre las cifras macroeconómicas oficiales**

Si nos basamos en las estadísticas macroeconómicas del Banco Central de Venezuela (BCV) deberíamos concluir que el periodo 2004 -2007 es uno de los mejores en la historia de la economía venezolana desde que esta institución comenzó a producir cifras. De manera que es interesante analizar el desempeño reciente de la economía venezolana de acuerdo a la información del BCV en un contexto histórico más amplio.

Con este fin las tasas de crecimiento de algunas variables clave de la economía desde 1951 están resumidas en siete periodos más o menos arbitrarios: es decir, los periodos no se corresponden precisamente con ningún criterio específico como periodos presidenciales o choques petroleros. Estos periodos son los siguientes: 1951 –1960; 1961 – 1973; 1974 – 1978; 1979 – 1989; 1990 – 1998; 1999 – 2003; 2004 –2007.

En términos de crecimiento promedio del PIB no petrolero real, el último periodo 2004 -2007 es el mejor por un margen apreciable: 4,16 puntos porcentuales por encima con respecto al periodo 1951-1960 que es el segundo mejor, y 4,44 puntos porcentuales mayor que el correspondiente al periodo 1974-1978 que es el tercero.

Más asombrosa aun es la diferencia si observamos las cifras de crecimiento de la inversión privada en términos reales hasta el 2007 que publicó el BCV a finales del año pasado. La tasa de crecimiento promedio de esta variable para el periodo 2004-2007 es 45,95% versus 14,19% en el periodo 1974-1978 (el segundo mejor).

En contraste, las cifras reportadas por el INE indican un crecimiento promedio del empleo (2004 – 2007) bastante moderado de 3,58%. En el año 2004 cuando el PIB no petrolero crece 16,1%, el empleo se incrementa en 4,24%, mientras que en el 2007 cuando el crecimiento del producto es 9,5%, el empleo crece 3,48%.

Claro, podríamos decir que el mayor crecimiento se ha logrado a costa de una mayor inflación que en otros periodos, pero inclusive en este aspecto el periodo 2004 – 2008 no luce tan mal: la tasa de inflación es inferior que en los periodos 1979-1989, 1990-1998 y 1999-2003. Este resultado se obtiene con una tasa de crecimiento de M1 de 52,23%, superior que la del periodo 1990-1998, que fue de 50,32%.

Existen razones de fondo para pensar que las cifras oficiales desde 2004 sobre-estiman la tasa de crecimiento de la actividad económica y sub-estiman la tasa de inflación:

- El reducido y volátil crecimiento de la economía venezolana no es un hecho reciente, sino que se remonta a finales de los años setenta. Esta prolongada debilidad de la economía venezolana para mantener una tasa de crecimiento elevada (por encima del crecimiento promedio de la población) y estable debe haber afectado en forma importante su capacidad para reaccionar rápidamente

ante shocks positivos. En este sentido, Cerra y Chaman Saxena (The Myth of Economic Recovery, IMF Working Paper WP/05/147) presentan evidencia utilizando datos de panel para un número grande de países, de que las contracciones económicas no son seguidas por recuperaciones rápidas y de una magnitud que compensan las pérdidas. Las guerras, crisis y otros shocks negativos conducen a una divergencia absoluta y a un menor crecimiento en el largo plazo. Los costos en términos de producción de las crisis políticas y financieras son permanentes en promedio, y el crecimiento en el largo plazo está negativamente relacionado con la volatilidad.

- Desde el punto de vista teórico, un incremento en los precios del petróleo y en el gasto público tiene un efecto mayormente sobre la actividad económica y en menor medida sobre los precios, en una economía con precios rígidos (que se ajustan lentamente). En estas circunstancias la curva de oferta agregada sería bastante plana y sólo se desplazaría muy lentamente debido a un ajuste gradual de las expectativas inflacionarias. Sin embargo, una economía que viene presentando tasas de inflación de dos dígitos desde mediados de los setenta no puede considerarse una economía de precios rígidos. Al contrario, es una economía con precios flexibles con una curva de oferta agregada bastante empinada. En este contexto, una expansión de la demanda agregada se traduce en efecto mayor sobre los precios (la tasa de inflación) en relación a su impacto sobre el producto. En Olivo (2006), se presenta evidencia de que la economía venezolana se comporta para el periodo 1950 – 2005 de acuerdo a la hipótesis de Lucas (1973). Según esta hipótesis el intercambio entre la inflación y el producto tiende a deteriorarse en la medida que los agentes económicos perciben que la fuente principal de variación de los precios en sus respectivos mercados es la aplicación de políticas que expanden la demanda agregada nominal y por ende el nivel general de precios, y no alteraciones en los precios relativos. Para el periodo 1960 – 20003, Olivo (2009) presenta evidencia empírica a partir de diferentes métodos estadísticos y econométricos que indica que, ni los precios del petróleo ni el gasto fiscal tienen un efecto sustancial sobre el comportamiento de la actividad económica no petrolera.

## **Canales de transmisión de la crisis económica global en Venezuela**

El impacto más importante de la crisis global sobre la economía venezolana se conforma a partir de la disminución de los precios petroleros que comenzó a gestarse desde julio de 2008, pero que adquirió mayor intensidad desde septiembre de ese año luego del colapso de parte del sistema bancario de Estados Unidos y Europa. Efectivamente, tras haber alcanzado su valor máximo de US\$/b 130 en julio, la cotización de la cesta petrolera de Venezuela comenzó a declinar sostenidamente para cerrar en US\$/b 32 en diciembre de 2008. Sin embargo, debe mencionarse que el promedio de ese año constituye el registro más elevado del precio del petróleo en Venezuela desde que esa variable es objeto de medición al situarse en US\$/b 86,81 superior en US\$ 22 al precio promedio de 2007.

Aunque ciertamente la tendencia del precio del crudo fue negativa después de julio, en promedio, el año 2008 resultó favorable desde el punto de vista del valor



de las exportaciones por cuanto éstas alcanzaron su mayor valor histórico al contabilizarse en US\$ 87.443 millones, sustancialmente mayores que los US\$ 62.555 millones del año previo. Con la declinación del precio del petróleo en una economía monoexportadora como Venezuela ello se traduce en un significativo shock externo en virtud de la falta de diversificación de su comercio exterior. Adicionalmente, debe señalarse que el impacto de la crisis en la economía venezolana puede magnificarse por cuanto aproximadamente 60% de sus exportaciones petroleras se dirigen a Estados Unidos y Europa y, por consiguiente, es de esperar que en medio de la recesión que sufren esas economías, la demanda de petróleo, en razón de los fundamentos del mercado, refleje una disminución tal que impida que en 2009 los precios del petróleo vuelva a los niveles que exhibieron durante 2008. Son tres los principales canales directos mediante los cuales la caída de los precios petroleros impacta a la economía de Venezuela.

### ***La cuenta corriente***

En primer lugar, el deterioro de las cuentas externas debido a la creciente dependencia del petróleo, cuya factura alcanza a 95% del total exportado mientras que las importaciones representan aproximadamente 65% de la factura petrolera. De acuerdo con cálculos basados en los precios y las cantidades exportadas, por cada dólar que disminuyan las cotizaciones del petróleo, Venezuela pierde US\$ 960 millones de dólares en promedio cada año, lo que pone en evidencia la severidad que puede tener la caída de los precios en 2009 si éstos disminuyen pronunciadamente respecto al precio promedio de 2008. De hecho, con un estimado de precios de US\$ 50 por barril en 2009 y la cuota de producción acordada en la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), Venezuela obtendría un ingreso de US\$ 45.000 millones, muy inferior a los US\$ 87.443 millones recibidos en 2008. En tales condiciones disminuye la capacidad para importar, lo que se traduce, a su vez, en dos efectos. Por una parte, se restringen las compras de materias primas y bienes de capital lo que tiende a provocar una disminución del nivel de actividad económica y eventualmente una recesión y, por la otra, dada la alta dependencia del abastecimiento de productos de consumo final importados, es probable que se acentúen las tensiones inflacionarias y la escasez de bienes.

Con una reducción como la descrita en las exportaciones petroleras, las cuentas externas de Venezuela reflejarían un marcado deterioro, especialmente las transacciones corrientes, lo que con toda seguridad agregará presión sobre las reservas internacionales del Banco Central de Venezuela (BCV), con su consiguiente impacto desfavorable sobre las expectativas de devaluación del bolívar. Esto se verifica con la información correspondiente al primer trimestre de 2009 cuando las transacciones corrientes de la balanza de pagos acusaron un déficit de US\$ 3.533 millones, el cual contrasta marcadamente con el superávit de US\$ 9.457 millones de similar lapso de 2008. Esta situación ha llevado al gobierno a acentuar la aplicación de un esquema de racionamiento en la entrega de divisas que en los hechos se materializa en la existencia de un sistema cambiario dual en el que conviven la tasa de cambio oficial de Bs./US\$ 2,15 y otra determinada por operaciones financieras en un mercado paralelo cuya cotización en promedio supera en más de 200% la tasa oficial.

En Venezuela, el ajuste de la tasa de cambio siempre es una opción en momentos en que el precio del petróleo disminuye, tanto por sus impactos en las transacciones externas como por su expresión en las cuentas fiscales. Así, es de esperar que en caso de que la cotización promedio a lo largo de 2009 se mantenga en el rango de 45-50 US\$/b, el gobierno se vea precisado a ajustar el tipo de cambio con el objeto de preservar un nivel apropiado de activos externos. En todo caso, de la concreción del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos en un contexto donde los mercados de crédito están cerrados para economías como la venezolana, se esperaría que las reservas internacionales del BCV disminuyan, o que el gobierno recurra en forma agresiva al uso de fondos acumulados en moneda extranjera en cuyo caso las reservas del ente emisor caerían menos de lo originalmente contemplado.

### **La gestión fiscal**

En segundo lugar, se anticipa un sensible deterioro de las cuentas fiscales. Con una disminución de los ingresos por exportaciones petroleras de aproximadamente 50%, los ingresos fiscales totales se reducirían en aproximadamente 25% en términos nominales, asumiendo que el gobierno sea capaz de mantener la recaudación no petrolera en los niveles de 2008. En el caso de que la recaudación no petrolera se contraiga como resultado de las menores importaciones y de la caída de la actividad económica, se espera que el desbalance fiscal se profundice. Por tanto, ya la economía no podrá disponer de un gasto público abundante como el que se ejecutó en 2006, 2007 y 2008, situación ésta que va a afectar negativamente el crecimiento económico y la generación de empleo. Adicionalmente, el déficit fiscal proyectado para 2009 pondría de manifiesto la necesidad de arbitrar mecanismos de financiamiento porque de otra manera no se podría financiar el gasto. De aquí se deriva que la devaluación del bolívar podría ser un instrumento a disposición del gobierno para reducir el déficit fiscal y dotarse de ingresos fiscales de manera rápida y abundante, pero al costo de exacerbar las tensiones inflacionarias. Otra opción a la cual podría recurrir el gobierno es a la venta masiva de divisas petroleras en el mercado paralelo del dólar, con el objeto de obtener mayor cantidad de moneda nacional por cada dólar exportado y, de esta manera, obviar la restricción que implica la vigencia de un tipo de cambio fijo con una tasa significativamente sobrevaluada.

### **Actividad económica**

Finalmente, las reducciones de la producción petrolera acordadas en el seno de la OPEP, vigente desde el primero de noviembre de 2008 y el primero de enero de 2009, que significaron en teoría, un recorte de 320.000 barriles diarios para Venezuela, agregan un elemento que contribuye con la creación de un clima recesivo en la economía. Así, el efecto directo del recorte de la producción petrolera pudiera alcanzar un rango entre 1,0 y 1,2 puntos del PIB lo que supondría un pérdida de dinamismo de la economía que ya en 2008, al crecer 4,8%, había dejado atrás las tasas de crecimiento económico de 10,3% en 2006 y

8,4% de 2007. Cifras del primer trimestre de 2009 indican que el PIB del sector petrolero declinó 4,8%, dato que se compara desfavorablemente con la expansión de 3,4% en el mismo trimestre de 2008. Ello sugiere que la menor producción de hidrocarburos estaría jugando a favor de la gestación de un cuadro recesivo en la economía venezolana que se comenzó a asomar desde el tercer trimestre de 2008, antes de la debacle de los precios petroleros.

## **Financiamiento**

Derivado de la contracción de los ingresos petroleros, la economía venezolana enfrenta una restricción para el financiamiento del gasto como elemento dinamizador de la actividad económica. Por una parte, la existencia de un conjunto de fondos en divisas por un monto aproximado de US\$ 37.000 millones al cierre del primer trimestre de 2009, puede contribuir a arbitrar recursos con el objeto de evitar una caída abrupta del gasto aunque debe advertirse que buena parte de esos recursos no están representados por activos líquidos. Por la otra, las dificultades de acceso al mercado internacional hace que Venezuela tenga que obtener ingresos en el mercado doméstico, lo que ya se está concretando mediante la autorización de la Asamblea Nacional al Ejecutivo para que emita y coloque deuda pública nacional por un monto de Bs. 34.000.000, equivalente a US\$ 15.800 millones a la tasa de cambio oficial. Esa colocación, si se concreta, va a absorber buena parte de las disponibilidades de la banca con lo cual podría generarse un efecto desplazamiento sobre el gasto privado. Adicionalmente, al colocarse la deuda pudiese provocarse una tendencia alcista sobre las tasas de interés de mediano plazo, lo que reforzaría el comportamiento declinante de la actividad económica no petrolera.

## **Principales vulnerabilidades de la economía**

### **Modelo económico y debilidad de la economía no petrolera**

Entre 1999 y 2008 pueden distinguirse dos fases en la instrumentación de la política económica en Venezuela. La primera comprendida entre 1999 y 2002, se caracterizó por la puesta en marcha de una política fiscal y monetaria relativamente conservadoras, en tanto que la política cambiaria mantuvo el esquema de bandas cambiarias vigente desde 1996, donde el tipo de cambio de referencia se ajustaba discretamente a un ritmo menor que el diferencial de inflación, con lo cual en los hechos se empleaba el tipo de cambio como ancla de la inflación. En lo relativo a la intervención del Estado en la economía, no se registraron ampliaciones importantes, más allá de la creación de dos instituciones financieras, el Banco del Pueblo y el Banco de la Mujer, y el fortalecimiento e incentivo para la conformación de unidades de producción y consumo bajo el modelo de cooperativas.

Aunque en realidad el viraje de política de produce a mediados de 2002, la segunda etapa como tal comienza claramente en 2003, después del paro petrolero, cuando las políticas fiscal y monetaria se tornan abiertamente expansivas y se instaura un sistema de control de cambio, que abarca tanto las transacciones corrientes como las de capital. Pero lo más significativo fue la

extensión del papel de Estado en la economía en su doble función de regulador y propietario de los medios de producción. Así, conjuntamente con el control de cambio se estableció un sistema estricto de control de precios que alcanza más de 40% de los bienes y servicios que integran el Índice de Precios al Consumidor. Similarmente, el BCV amplió su regulación sobre el sistema financiero al diseñar un régimen de fijación de las tasas de interés activas y pasivas y de las comisiones bancarias. De esta manera, los principales precios de la economía están determinados por decisiones administrativas del Estado.

Con la creación de nuevas empresas de propiedad estatal, las expropiaciones de unidades de producción del sector privado y las nacionalizaciones de empresas que pasaron a manos del Estado, se estructura un nuevo modelo económico en Venezuela que tiene como fundamento al sector público como propietario y al gasto público como motor de la economía. Ello sugiere que el principal y más importante estímulo a la actividad económica proviene de las erogaciones del gobierno, las cuales se vieron favorecidas con los aumentos sostenidos de los precios del petróleo a partir de 2003. Lo notable de este modelo es que en el proceso de ampliación, el Estado ha procurado excluir la actividad privada, en particular al sector manufacturero y agrícola. Aunque no existen cifras oficiales con la periodicidad requerida acerca del comportamiento de la agricultura, las crecientes importaciones de alimentos reflejó que ese sector no experimentó el crecimiento que el gobierno esperaba y además, que no hay correspondencia entre la inversión que el gobierno dice que realizó y los resultados obtenidos.

En lo que respecta a la industria manufacturera, ésta ha experimentado un declive desde 2005 en virtud de un conjunto de factores que han incidido desfavorablemente en su desempeño. En primer lugar el control de precios ha mermado considerablemente su rentabilidad, lo que ha impedido la expansión de su capacidad de producción y la creación de nuevos establecimientos. En segundo lugar, el control de cambios ha afectado la adquisición de materias primas y bienes de capital. En tercer lugar, el anclaje del tipo de cambio ha propiciado un significativo aumento de las importaciones y el desplazamiento de la producción nacional y, finalmente, el cuestionamiento de los derechos de propiedad ha inhibido la formación nuevos capitales en la industria. Esto contribuye explicar las bajas tasas de crecimiento del PIB manufacturero con relación a la de los sectores productores de bienes no transables, los cuales se han visto favorecidos por una política cambiaria basada en el empleo del tipo de cambio como instrumento fundamental para contener la inflación.

Así, mientras que en el período 2003-2008, la tasa de crecimiento promedio del PIB total alcanzó 8,5%, la del PIB de la manufactura se ubicó en 7,8%. Sin embargo entre 2007 y 2008 la brecha entre ambas tasas de crecimiento se ha ampliado en contra de la manufactura. La pérdida de importancia de la industria se refleja en la disminución de su participación relativa en el PIB al pasar de 16,3% en 2003 a 15,9% en 2008. Con la destrucción de capacidades productivas, el empleo del sector también ha declinado, por cuanto el número de trabajadores que laboraban en la industria disminuyó desde 670.000 en 2003 a 580.000 en 2008. Como resultado del detrimento de la industria, las exportaciones no petroleras han tenido un comportamiento francamente desfavorable, tanto en

términos absolutos como en lo que respecta a su aportación al total exportado, no obstante el alza de los precios de productos tales como el acero, el aluminio, la bauxita y los petroquímicos. Luego de haber exportado US\$ 6,797 millones en 2004 en bienes no petroleros, al cierre de 2008, con todo y lo beneficioso de las cotizaciones internacionales, esas exportaciones alcanzaron a US\$ 6.099 millones. Esto implica que Venezuela ahora exporta menor cantidad de bienes y menos volumen de productos distintos al petróleo, situación que ha potenciado la vulnerabilidad externa de la economía.

Simultáneamente con la expansión de la intervención del Estado en la economía nacional, se ha observado un deterioro importante en la transparencia y calidad de las políticas públicas. Por una parte, es notoria la falta de información oportuna y creíble sobre variables esenciales para el seguimiento y análisis económico, como es el caso de la producción y exportación petrolera, las cuentas fiscales, las cifras sobre empleo y el gasto social ejecutado por el sector público. Por la otra, la falta de reglas del juego claras y estables y los cambios permanentes en los entes ministeriales le confieren una excesiva variabilidad al diseño y aplicación de las políticas, y por tanto, se ha exacerbado la incertidumbre con lo cual la economía se torna más volátil.

### **Manejo Cambiario**

A partir de 2003, el gobierno implantó un esquema cambiario basado en un control oficial rígido a las transacciones cambiarias corrientes y de capital, y un tipo de cambio inicialmente cuasi-fijo (con ajustes anuales) y totalmente fijo a partir de 2005. Con la abundante y creciente oferta de divisas que generó el incremento de los precios del petróleo a partir de finales de 2003, este esquema pudo enfrentar sin obstáculos serios la creciente demanda de divisas para la importación generada por la aceleración de la actividad económica y la tendencia a la apreciación del tipo de cambio real. Como se ha reseñado anteriormente, las importaciones de bienes y servicios se han incrementado desde 2004 de una manera muy significativa.

A pesar de la relativa abundancia de divisas, este mecanismo de administración del mercado cambiario no ha estado exento de problemas: el tipo de cambio oficial se encuentra en un nivel que no equilibra el mercado y, por lo tanto, el exceso de demanda requiere de un mecanismo de racionamiento administrativo que conduce a una asignación de recursos arbitraria que puede ser bastante ineficiente.

El manejo de la demanda privada de divisas para transacciones de capital (inversión de cartera) en un ambiente de turbulencia política, ha sido un asunto más delicado y menos transparente. En este aspecto, el gobierno se ha negado a permitir la operación abierta de un mercado libre que permita la realización de este tipo de transacciones, incluyendo la posibilidad de intervenciones del banco central para moderar tanto la evolución del tipo de cambio en este mercado como su volatilidad. El gobierno ha optado por utilizar varios mecanismos poco transparentes manejados por el Ministerio de Finanzas para controlar este mercado. Desde 2004 hasta 2007, el gobierno ha colocado en el mercado local en bolívares un monto importante de diversos títulos denominados en dólares con el fin de inyectarle liquidez e influir sobre el comportamiento del tipo de cambio en

ese mercado. Adicionalmente, el gobierno le ha vendido a las instituciones financieras montos importantes de instrumentos exóticos (notas reestructuradas) y otros títulos emitidos por gobiernos extranjeros, con el mismo fin de intervenir de una forma indirecta en el mercado paralelo de divisas.

Una pregunta fundamental sobre el funcionamiento de este mecanismo de intervención es ¿quién compra en los mercados financieros internacionales los títulos que adquieren en el mercado nacional los agentes económicos domésticos? Si esos títulos son adquiridos por los inversionistas institucionales en los países desarrollados, entonces se ha producido una notable expansión de la deuda del sector público. Sin embargo, es muy posible que una buena parte de estos instrumentos hayan sido adquiridos por el gobierno a través de los diversos fondos establecidos en el exterior (incluyendo FONDEN). En cualquiera de los dos casos, la implicación fundamental es que la posición de ahorro neto del sector público no es tan fuerte como el gobierno ha pretendido presentarla. Pero en el primer caso contaría con una posición más líquida (en el corto plazo) que en el segundo.

Por otra parte, a pesar de todos los esfuerzos del gobierno por montar este intrincado mecanismo de intervención en el mercado paralelo en un contexto muy favorable de los precios del petróleo, no ha podido evitar que el tipo de cambio paralelo se separe en forma significativa del tipo de cambio oficial. En este resultado ha tenido una influencia fundamental el corte marcadamente expansivo de la política macroeconómica y el discurso dirigido a atacar los derechos de propiedad y la iniciativa privada en general.

Pero si el mecanismo no ha estado libre de tropiezos en tiempos de abundancia de divisas, la materialización de la crisis financiera en una fuerte reducción de los precios del petróleo y de los ingresos por esta fuente, está sometiendo a una dura prueba, por primera vez desde su implantación, la sostenibilidad del esquema vigente de control de cambios.

En la medida que las autoridades han optado por mantener el tipo de cambio oficial nominal en el nivel de Bs/US\$. 2,15 fijado a inicios de 2005, y en un contexto de severas limitaciones al acceso de fuentes externas de financiamiento, todo el peso del desequilibrio entre demanda y oferta en el mercado cambiario recaería, en principio, sobre las reservas internacionales y los ahorros que el gobierno pudiera haber acumulado en los diversos fondos que mantiene en el exterior, principalmente en el FONDEN. Sin embargo, la primera reacción de las autoridades desde finales de 2008 ha sido la de adoptar un férreo racionamiento en la asignación de las divisas a través del mercado oficial, y desviar tácitamente una buena parte de la demanda de divisas para usos que se consideran "menos esenciales" hacia el mercado paralelo, en el cual prevalece un tipo de cambio que se encuentra alrededor de 200% por encima del tipo oficial. Esto evidentemente, está conduciendo a una abrupta caída de las importaciones con su consecuente efecto sobre el nivel de actividad económica y sobre el abastecimiento de bienes, en una economía fuertemente dependiente de las importaciones.

Una de las fortalezas de la mayoría de las economías más importantes en América Latina es que han adoptado esquemas cambiarios más flexibles, que le permiten

ajustarse mediante una depreciación nominal y real del tipo de cambio, que les posibilita defender la competitividad de sus sectores de bienes transables, aminorando así el impacto de la crisis sobre el nivel de actividad económica. En contraste, en una economía con un tipo de cambio fijo con una posición en activos externos poco líquida y limitado acceso al financiamiento externo, la única opción para manejar el shock negativo es generar una caída abrupta de la actividad económica. Más aun, como este enfriamiento de la economía no se está produciendo principalmente por la vía de la implementación de políticas fiscal y monetaria más prudentes, sino del racionamiento en la asignación de divisas, cabe esperar una continuación de las presiones inflacionarias en un ambiente de restricción de la oferta.

Adicionalmente, la decisión de mantener la paridad oficial tiene un impacto vital sobre las cuentas fiscales. Desde principios de los ochenta los gobiernos venezolanos han venido utilizando con frecuencia los ajustes del tipo de cambio nominal, no sólo como un medio de reducir las presiones sobre el sector externo, sino como un mecanismo monetario de financiamiento del déficit fiscal. Aunque ciertamente, este un mecanismo que genera presiones inflacionarias, al menos en el corto plazo, cumple el propósito de proveer el financiamiento para mantener la operatividad fiscal. Las medidas fiscales inicialmente anunciadas por el gobierno de aumentar la tasa del Impuesto al Valor Agregado (IVA) y un recorte del gasto (de 6% del presupuesto), no parece que puedan generar un superávit fiscal a nivel de gobierno central si los precios promedio de la cesta venezolana se mantienen en un rango entre US\$ 40 -50 vigentes hasta abril de 2009. En este contexto, sin un ajuste del tipo de cambio nominal, el gobierno tendría que recurrir a otros mecanismos de financiamiento monetario. Con este propósito, en enero de 2009 el gobierno le exigió al BCV la transferencia de US\$ 12.000 millones de las reservas internacionales, y no se puede descartar que utilice otros mecanismos para obtener financiamiento monetario del ente emisor.

## **El gobierno frente a la crisis**

### **Descripción de las políticas**

Aunque los precios del petróleo comenzaron a declinar a partir de julio de 2008 para alcanzar su nivel más bajo en diciembre de ese año, existe la percepción de que el gobierno demoró el anuncio de las medidas económicas a la espera de una recuperación firme de los precios de los hidrocarburos, tras los recortes de producción aplicados por la OPEP en noviembre y diciembre de ese año. Ello generó incertidumbre en los agentes económicos acerca del curso de las políticas públicas y sus impactos en la actividad económica. Mientras el gobierno tardaba en anunciar las medidas en el orden fiscal y monetario, desde octubre de 2008 se restringió la asignación de las divisas preferenciales al tiempo que la tasa de cambio paralela acusaba una depreciación. La conjunción de estos elementos configuró un shock de oferta con sus consiguientes impactos sobre la producción, los precios y el empleo.

Con el objeto de enfrentar los efectos de la caída de los precios del petróleo y con ello mitigar sus efectos, el 21 de marzo de 2009 el gobierno anunció un conjunto

de medidas en el orden fiscal a las que siguieron acciones del BCV, encaminadas a estimular el crédito. Así, en lo relativo a los ingresos fiscales, el gobierno acordó lo siguiente: aumentar la tasa del IVA del 9% al 12% y solicitar autorización a la Asamblea Nacional para emitir deuda pública por Bs. 34.000 millones, equivalente a US\$ 15.800 millones. En cuanto al gasto, se anunció un recorte nominal de 6% en relación con el presupuesto acordado para 2009, lo que significa aproximadamente 20% respecto al gasto ejecutado en 2008, la imposición de límites a las remuneraciones de los empleados públicos y un incremento del salario mínimo de 20%, en dos partes, la primera efectiva desde el primero de mayo y la parte restante a partir de septiembre.

Por su parte, el 31 de marzo, el BCV convino en reducir las tasas de interés con el propósito de contener la disminución de la actividad económica. De esta manera las tasas de interés activas para las tarjetas de crédito bajaron de un máximo de 33% hasta 31% y las tasas para el resto de los créditos se le fijaron un tope de 26%, dos puntos menores que las previamente establecidas. Por su parte la tasa de interés de las cuentas de ahorro se redujo desde 16% a 14%, en tanto que las tasas de los certificados a plazo cayeron a 16%, tras haber sido fijadas en 17%.

### **Viabilidad de las políticas**

Frente a la crisis financiera, los países industrializados y la mayoría de las economías emergentes han adoptado políticas fiscal y monetaria de corte marcadamente expansivo con el fin de aminorar su efecto recesivo. EL Fondo Monetario Internacional (FMI) reporta que los países miembros del Grupo de los 20 prevén planes de estímulo fiscal que alcanzarían un monto de 2% del PIB en 2009 y 1,5% en 2010.

Estas políticas fuertemente expansivas siempre involucran un cierto riesgo futuro de mayor inflación e inestabilidad macroeconómica. Sin embargo, el contexto previo a la crisis, caracterizado en la mayoría de los países por un crecimiento rápido y estable con baja inflación, ha permitido la adopción de éstas políticas contra-cíclicas con menos temor sobre sus potenciales consecuencias. De hecho, en algunas economías emergentes se han logrado avances institucionales muy importantes en términos de disciplina fiscal y monetaria, que les otorga cierto grado de holgura para utilizar políticas anti-cíclicas.

No obstante, existen un grupo de países, entre los que se incluye Venezuela, que si bien han mejorado su tasa de crecimiento, continúan exhibiendo elevadas tasas de inflación y políticas macroeconómicas con elevados riesgos de insostenibilidad.

Como se comentó anteriormente, las cifras para el periodo 2004-2007 a nivel del gobierno central muestran un sustancial incremento del gasto nominal. Por otra parte, aunque el fuerte incremento de los precios del petróleo ha permitido obtener superávits financieros globales, estos superávits no son muy significativos dada la magnitud de los aumentos observados en los precios y los ingresos petroleros. Por lo tanto se puede afirmar que la política fiscal durante el periodo analizado ha mantenido un carácter expansivo. Más aun, si se toma en cuenta las operaciones de PDVSA y del FONDEN, a través de las cuales se ha venido canalizando una buena parte de la gestión fiscal, se nota de forma más clara la



orientación fuertemente expansiva de la política fiscal. En efecto, con los volúmenes de exportación promedio entre los anunciados por el gobierno y los reportados por las agencias internacionales (ver recuadro), los resultados de PDVSA arrojan significativos déficit. Al consolidar la información divulgada por el gobierno central con las estimaciones de PDVSA y FONDEN, se obtiene déficit en las cuentas del sector público consolidado restringido para los años 2005, 2006 y 2007 que alcanzan a 0,24%, 3,03% y 1,96% del PIB, respectivamente.

Para el año 2008, el Ministerio de Finanzas no ha publicado (al día 9 de junio) las cifras fiscales oficiales de la gestión del gobierno central. Utilizando los ingresos y egresos de tesorería que reporta el BCV y cálculos propios, se estima a nivel del gobierno central un resultado financiero deficitario de 2,97% del PIB. De manera que aun con el elevado precio promedio que registró la cesta petrolera en 2008, el gobierno central muestra un importante déficit financiero. Esto es producto de un sustancial incremento del gasto nominal de 37,46% con respecto a 2007. Si se consolida esta cifra con las estimaciones de PDVSA (suponiendo exportaciones de 2 millones de barriles/día) y las correspondientes al FONDEN (con US\$ 5.000 millones de gastos externos y US\$ 4.000 millones de gastos internos), se obtiene un déficit financiero de 3,64% del PIB.

Con resultados como los anteriores para 2008 y la fuerte reducción de los precios del petróleo a partir de septiembre del mismo año, no es extraño que el gobierno no tuviera otra opción que plantearse una reducción del gasto a nivel del gobierno central y un incremento de la tasa del IVA. Es decir, que en principio, el gobierno ha ofrecido una política fiscal pro-cíclica ante la crisis, en contraste con la orientación contra-cíclica que esta política ha adoptado en la mayoría de las economías industrializadas y emergentes.

Sin embargo, para tener una idea más precisa de la dirección y la magnitud del ajuste fiscal planeado por el gobierno, es necesario hacer estimaciones de la situación fiscal para 2009 y compararla con los resultados de años anteriores. En este sentido, con un precio promedio de la cesta petrolera venezolana de US\$ 50 por barril, exportaciones de 1,9 millones de barriles/día, y una reducción del gasto primario nominal de 15% con respecto a 2008 (6% con respecto al gasto contemplado en el presupuesto), el gobierno central registraría un déficit financiero de Bs. 38.858 millardos o 4,12% del PIB si se asume que el PIB real pudiera decrecer 2.0% y el deflactor del PIB se incremente en 40%. Al consolidar este resultado con las estimaciones de PDVSA (con cero gasto en desarrollo social y sólo transferencias al FONDEN) y FONDEN (con US\$ 3.000 de gasto externo y US\$ 2.000 de gasto interno), se obtiene un déficit financiero de Bs. 44.252 millardos (4,69% del PIB). Por lo tanto, en comparación con 2008 y los resultados de los años 2005–2007, la política fiscal luciría más bien expansiva en lugar de lo contractiva que aparentaba ser.

De esta discusión se desprende, que al utilizar cifras de producción y exportación de petróleo más en línea con las de las agencias internacionales, incluir gastos en FONDEN, y considerar la posibilidad de que una proporción importante de los activos de este fondo no sean líquidos, emerge una visión muy diferente de la situación fiscal de Venezuela. Una situación que revela un manejo imprudente de

los recursos adicionales generados por la tendencia creciente de los precios del petróleo que comenzó en el último trimestre de 2003 y culminó en julio de 2008. Es importante resaltar que en este análisis, los problemas de las finanzas públicas no comienzan con la caída de los precios del petróleo, sino prácticamente desde el inicio del boom. En particular el año 2008, cuando los precios petroleros superaron los US\$ 100 (entre mayo y agosto de 2008) y el promedio de la cesta venezolana alcanzó el nivel más alto, se presentaron déficit financieros elevados.

Las proyecciones de la mayoría de los organismos internacionales, particularmente el FMI (ver WEO abril 2009) prevén una lenta recuperación de la economía mundial. Se proyecta una contracción del producto de 1,3% para 2009 y un crecimiento de 1,9% para 2010. Ambas proyecciones están sujetas a una gran incertidumbre con un sesgo hacia la baja. Inclusive después de la crisis, se vislumbra un periodo de transición en el cual el crecimiento del producto se ubicará en niveles inferiores a los observados en el pasado reciente. Por lo tanto, no parece recomendable confiar en una vuelta rápida a la situación pasada con altos precios del petróleo para cuadrar las cuentas fiscales. Además, el análisis indica que aunque esto sucediera, las finanzas públicas pueden seguir exhibiendo un desbalance que parece contener un elemento estructural, vinculado con la visión ideológica que maneja el gobierno y que se basa en la exclusión del sector privado y en crecientes niveles de gasto público para apuntalar el crecimiento de la economía.

Con respecto a la política monetaria, en este contexto de evidente dominio fiscal, su rol se limita a proveer al gobierno del financiamiento monetario que este le exija. En ausencia de una devaluación oficial del tipo de cambio nominal, este financiamiento se da por la vía de la transferencia directa de reservas internacionales al fisco sin una contrapartida en bolívares, el control de las tasas de interés a niveles negativos en términos reales, y el establecimiento de porcentajes de carteras de crédito obligatorias para ciertos sectores. Estos mecanismos han producido y seguirán produciendo una asignación ineficiente de recursos, canalizando fondos a proyectos y actividades de dudosa calidad y rentabilidad, y por supuesto, generando inflación.

Pero el deterioro de la posición fiscal muy probablemente conducirá a una intensificación de las presiones sobre el Banco Central para la financiación monetaria del déficit. Ya en enero de 2009 el gobierno le exigió al BCV el traspaso de US\$ 12.000 millones de las reservas internacionales, que es el monto más alto transferido por este instituto desde que se creó la figura del "nivel adecuado de reservas" junto con FONDEN a finales de 2005. Es posible que una parte de estos fondos puedan ser "reciclados", vendiéndolos de nuevo al BCV a cambio de bolívares y devueltos al FONDEN al re-estimar el "nivel adecuado de reservas". Se puede ejercer presión sobre el sistema bancario para que se deshaga de sus posiciones en certificados de depósito emitidos por el BCV e invierta en bonos públicos. En extremo, se podría recurrir a venderle papeles públicos al BCV, aunque en principio estas operaciones de financiamiento directo están prohibidas en la ley del BCV y en la Constitución. Por supuesto, todos estos mecanismos son tremendamente inflacionarios.

En el ámbito cambiario, ya comentamos que la negativa del gobierno de ajustar, al menos de manera explícita el tipo de cambio nominal, le cierra una vía de financiamiento monetario y acentúa el exceso de demanda en el mercado cambiario oficial. De manera que al gobierno no le ha quedado otra opción que intensificar el racionamiento de divisas a través de la Comisión de Administración de Divisas (CADIVI). Este mecanismo, en un país fuertemente dependiente de las importaciones, equivale a un severo shock de oferta, que en adición a las políticas fiscal y monetaria expansivas, configuran un ambiente proclive a altas tasas de inflación. Es importante resaltar, que no se quiere argumentar con esto que la devaluación *per se* constituya una solución a los problemas económicos del país. Evidentemente, una devaluación hecha sin un ajuste macroeconómico integral generará también efectos adversos sobre la actividad económica y la inflación. Sin embargo, al menos desde una perspectiva de corto plazo, los desequilibrios fiscal y monetario se pueden manejar con mayor facilidad permitiendo ajustes del tipo de cambio nominal, particularmente en una economía petrolera como la venezolana.

La situación del sector externo se torna más grave, si se toma en cuenta que la crisis financiera ha provocado una severa restricción del crédito ("credit crunch"), que se prevé puede prolongarse por algunos años. Mantener un tipo de cambio fijo sobrevaluado en un contexto de acceso limitado al financiamiento externo, no es una tarea fácil. Por otra parte, el sistemático ataque a los derechos de propiedad continuará mermando el incentivo a invertir y por ende la capacidad productiva del sector privado. Esto afecta más gravemente al sector de bienes transables, que además ha sido muy afectado por la persistente apreciación del tipo de cambio real. Hasta ahora lo que hemos visto es que los espacios del sector privado ocupados por el sector público sólo han conducido a una gestión ineficiente que se traduce en pérdidas económicas que agravan la situación fiscal. Adicionalmente, la economía se ha hecho cada vez más dependiente de la actividad petrolera con los riesgos que esto involucra.

Todo este análisis apunta pues a la conclusión, de que el gobierno promueve un modelo económico básicamente inviable, en el sentido de que hace imposible, más allá de lo que digan las cifras oficiales, sostener tasas de crecimiento altas y estables con baja inflación, con sus graves efectos sobre el bienestar de la sociedad.

## Sobre las cifras de PDVSA y FONDEN

### El caso PDVSA

Si se utiliza la información oficial de PDVSA y se presenta en el formato que se emplea para analizar las finanzas públicas, la empresa obtiene un superávit todos los años, excepto en 2006 cuando registra un déficit de BsF. 2.914 millardos (0.74% del PIB).

La partida de ventas externas se corresponde con un volumen de ventas de 5,15 millones de barriles/diarios en 2004, 4,88 en 2005, 4,76 en 2006, y 4,01 en 2007, calculados a los precio promedio de la cesta venezolana. Estos volúmenes incluyen la comercialización de petróleo comprado en el exterior. De manera que si se excluye esta porción de las ventas de las ventas totales, se obtiene un volumen de exportación de 3,14 millones barriles /diarios en 2004, 2,96 en 2005, 2,85 en 2006 y 2,81 en 2007.

Como es bien sabido, la OPEP y la Agencia Internacional de Energía (AIE) han venido informando que la producción de Venezuela se encuentra actualmente en aproximadamente 2,3 millones de barriles/diarios, ampliamente por debajo de las cifras que divulga PDVSA de alrededor de 3,15 millones de barriles/diarios. Las cifras de producción de las agencias internacionales con un consumo interno de 0,6 millones de barriles/diarios, arrojarían unas exportaciones de 1,7 millones de barriles diarios versus los 2,79 millones de barriles que declara PDVSA.

Seguidamente se hace un análisis de sensibilidad de las cuentas de PDVSA, tomando un supuesto intermedio entre las cifras que la estatal petrolera divulga y las suministradas por las agencias internacionales: se asume que las exportaciones de Venezuela se ubican en 2004 en 2,4 millones de barriles/diarios y decrecen gradualmente en 0,1 millones de barriles /diarios cada año como consecuencia de la caída en la producción, el aumento del consumo interno y más recientemente del recorte de producción. Con este supuesto se alcanzan los siguientes resultados financieros deficitarios para PDVSA: -2,14% del PIB en 2004, -3,99% en 2005, -7,95% en 2006, y -7,66% en 2008.

Estas cifras sugieren que aun con los elevados y crecientes precios del petróleo observados desde finales de 2003, los resultados financieros de PDVSA pudieran en verdad mostrar un significativo déficit. Esto es más preocupante aun si se considera que durante el periodo 2004–2007 el gobierno central ha exhibido resultados financieros deficitarios, o en el mejor de los casos, superávit insuficientes como para compensar los déficit de PDVSA.

Estos resultados de la estatal petrolera lucen también más consistentes con los problemas financieros que la empresa ha venido presentando desde finales del año pasado, y que se han manifestado en una acumulación importante de deudas con proveedores nacionales y extranjeros, conflictos laborales y la búsqueda desesperada de financiamiento externo.

Este serio problema con la información de producción y exportación de petróleo de PDVSA también se refleja, obviamente, en la confiabilidad de las cifras de la balanza de pagos que elabora el Banco Central de Venezuela. Existe una marcada diferencia entre los resultados de la cuenta corriente que indican las cifras oficiales, y las que se desprenden de nuestra estimación. La razón entre la cuenta corriente estimada y la oficial se ubica en 71,24% en 2004, 60,97% en 2005, 58,0% en 2006, 32,74% en 2007, y 36,38% en 2008.

### **El caso FONDEN**

La información oficial indica que el FONDEN tiene acumulado un monto sustancial de activos externos que le permiten al gobierno enfrentar sin problemas los potenciales efectos de la crisis financiera durante el periodo 2009-2010. Algunos analistas han llegado a señalar que el monto de activos externos acumulado en dicho fondo alcanzaría a casi US\$ 50.000 millones. Una cifra como ésta sugiere que el FONDEN ha ahorrado todos los recursos que le han transferido hasta 2008 tanto PDVSA como el BCV. Este planteamiento parte de la apreciación de que el FONDEN es un fondo de ahorro; sin embargo, el FONDEN es, en principio, un fondo para gastos específicos. Institucionalmente, se indica que el Fondo busca: apalancar la recuperación económica (real y productiva) e incrementar la inversión social. Además, se plantea que el Fondo está a cargo de desarrollar una estrategia de disminución del endeudamiento, lo cual implica erogaciones. Por ende, es imposible que FONDEN haya acumulado la totalidad de los recursos que le han sido transferidos.

Aquí se realiza una estimación de la gestión del FONDEN suponiendo que en 2006 (cuando entra plenamente en operación) y 2007 se causan gastos por US\$ 5.000 millones anuales: US\$ 3.000 de gasto externo y US\$ 2.000 de gasto interno. Debido a que PDVSA duplica sus aportes al fondo en 2008, se asume que en ese año los gastos se elevan a US\$ 9.000 millones: US\$ 5.000 externos y US\$ 4.000 internos.

Con estos supuestos, al cierre de 2008 el fondo habría acumulado activos por un monto de US\$ 26.879 millones, que no es una cifra despreciable. Ahora la otra incógnita es ¿cuál es la composición de estos activos externos? O planteado de otra manera ¿son los activos externos de FONDEN lo suficientemente líquidos para ser utilizados con el fin de amortiguar los efectos de la crisis? En este punto se introduce nuestra apreciación según la cual, aparte de los objetivos oficiales que se le han asignado al FONDEN, éste ha venido ejerciendo otra función muy particular como un elemento central en la estrategia de manejo del mercado paralelo de divisas.

Desde el inicio del esquema de control de cambios en 2003, el gobierno ha jugado un rol central como el principal oferente de divisas en el mercado paralelo. Dada la escasa oferta de divisas distintas a las generadas por la actividad petrolera y la política fiscal y monetaria fuertemente expansiva ejecutada durante este periodo, hubiera sido imposible moderar la tendencia del tipo de cambio paralelo a alejarse del tipo de cambio oficial, sin una estrategia de intervención oficial sistemática en este mercado. A diferencia de los controles de cambios del pasado, el manejo de la

estrategia de intervención en el mercado paralelo no se le asignó al BCV, sino que es manejada por el Ministerio de Finanzas. En este manejo de la intervención en el mercado paralelo, los diversos fondos que ha creado el gobierno en el exterior juegan un rol operativo fundamental.

En concreto, lo que se plantea es que estos fondos han adquirido una proporción importante de los diversos bonos denominados en dólares colocados en bolívares en el mercado local, así como de las notas estructuradas, bonos argentinos y otros títulos extranjeros que se le han vendido a las instituciones financieras. La información disponible señala que en el periodo 2003–2007 el gobierno colocó en el mercado local en moneda nacional aproximadamente US\$ 27.000 millones (al tipo de cambio oficial) en diversos bonos denominados en dólares. Adicionalmente, entre 2005 y 2007 le vendió a las instituciones financieras alrededor de US\$ 10.000 millones en notas estructuradas, bonos argentinos y otros títulos extranjeros (al tipo de cambio oficial).

Es difícil asumir que los inversionistas institucionales en los mercados internacionales hayan adquirido el grueso de este elevado monto de activos riesgosos, aun con la inclinación a asumir riesgos que prevaleció antes del estallido de la crisis financiera. Para absorber montos como éstos, los inversionistas institucionales seguramente hubieran requerido reducciones importantes en los precios de los activos que se reflejarían en un tipo de cambio paralelo más alto. De manera que era necesaria una intervención oficial sistemática para sostener el precio de los activos y lograr el tipo de cambio paralelo “objetivo”. Ese rol de sostener el precio de los activos que vendían los agentes venezolanos en los mercados internacionales, lo cumplieron los diversos fondos creados por el gobierno en el exterior, y a partir de 2006, el FONDEN también asume esta función, adquiriendo una proporción importante de dichos activos.

Esto es lo que explica que, aun cuando FONDEN pudiese disponer de una posición en activos externos cercana a US\$ 30.000 millones, la mayor parte de tales activos son fundamentalmente ilíquidos. Por supuesto, esto también permite entender por qué el gobierno le exigió al BCV en enero de 2009 la entrega inmediata de US\$ 12.000 millones de las reservas internacionales, supuestamente con base en el cálculo del nivel adecuado de reservas, así como la búsqueda intensiva de préstamos a nivel internacional respaldados con entregas de petróleo a futuro y otros mecanismos de colateral.

## **Recomendaciones**

La generalización de la crisis obliga a adoptar medidas inmediatas para contener los efectos de la crisis, principalmente sobre el nivel de empleo. Así, en momentos en que se produce una caída significativa de los ingresos fiscales que se traduce en una contracción del gasto, la acción inmediata del gobierno debe orientarse a procurar reanimar la economía y a revertir la tendencia a la desaceleración observada desde mediados de 2007. Para ello no basta únicamente bajar la tasa de interés, tal como ha venido haciendo el BCV, sino también se requiere una política fiscal que estimule el gasto en bienes de capital e infraestructura. Similarmente, otra condición para mantener el crecimiento lo constituye el

abastecimiento oportuno de divisas a la tasa de cambio oficial con el objeto de asegurar el suministro de materias primas y maquinarias equipos esenciales para la industria manufacturera y otros sectores como construcción, transporte y servicios, altamente generadores de empleo.

Acciones de más aliento tienen que ver con reformas estructurales y con la redefinición del modelo económico, en particular con la relación entre el Estado en su papel de regulador y empresario con el mercado. Aunque ciertamente el Estado tiene que preservar su rol como referente de las reglas del juego, éstas deben ser estables y con una orientación más proclive y favorable hacia la inversión privada, de forma tal de fortalecer la acumulación de capital y la ampliación de la frontera del crecimiento de largo plazo. En este sentido, sería conveniente un aflojamiento del control de precios para permitir la restauración de la rentabilidad del sector productor de bienes transables. Algo parecido habrá que hacer con el control de cambio, en la medida en que la brecha cambiaria genera un conjunto de distorsiones que motivan la búsqueda de rentas. El estrechamiento de la diferencia entre la tasa de cambio oficial y la tasa del mercado paralela está determinado por la adopción de nuevas reglas cambiarias que hagan más permanente y transparente la intervención del BCV en el mercado cambiario.

En suma, se requieren un conjunto de políticas en los ámbitos fiscal y cambiario, pero también un nuevo enfoque que valore más favorablemente al sector privado como factor de progreso y como generador riqueza y empleo y también una visión que apueste menos a la recuperación de los precios del petróleo como elemento para salir de la crisis y más a las capacidades de producción al interior de la economía nacional. Una comparación entre las acciones del gobierno y lo que sería recomendable hacer se presenta en el siguiente cuadro.

	<b>Medidas del gobierno</b>	<b>Alternativas</b>
<b>Modelo económico</b>	Estatizaciones de empresas y ampliación del rol del Estado como regulador y propietario. Control generalizado sobre los precios.	Detener las estatizaciones, respetar los derechos de propiedad. Sistema mixto de propiedad. Flexibilizar el control de precios
<b>Política fiscal</b>	Reducción del gasto nominal en 25% respecto al ejecutado en 2008. Aumento del IVA y del endeudamiento.	Mantener el gasto en términos nominales con relación al ejecutado en 2009, mayor inversión en infraestructura
<b>Política monetaria</b>	Disminución de las tasas de interés activas y pasivas.	Esta medida es correcta. Hay que cuidar que recortes adicionales no exacerben la inflación.
<b>Política cambiaria y comercial</b>	Manteniendo del tipo de cambio fijo, fuerte restricción de la entrega de divisas y prohibición de importaciones	Establecer un tipo de cambio dual oficialmente. Acelerar la entrega de divisas y levantar las restricciones comerciales.