

Banco Interamericano de Desarrollo
Red de Centros de Investigación
Documento de Trabajo R-317

LA SOSTENIBILIDAD DE LA POLÍTICA FISCAL EN VENEZUELA

GUSTAVO GARCÍA OSÍO
DIRECTOR DE LA INVESTIGACIÓN

RAFAEL RODRÍGUEZ BALZA
LUIS MARCANO
RICARDO PENFOLD
GUSTAVO SÁNCHEZ

INSTITUTO DE ESTUDIOS SUPERIORES DE ADMINISTRACIÓN - IESA -
CARACAS, VENEZUELA

E-MAIL: GGARCIA@IESA.EDU.VE
RRODRIG@IESA.EDU.VE
LMARCANO@IESA.EDU.VE

(*) Este trabajo forma parte de una investigación de la Red de Centros de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) sobre la Sostenibilidad de la Política Fiscal en América Latina y de un proyecto de estudio más amplio sobre las Finanzas Públicas y la Estabilidad Económica en Venezuela, el cual se adelanta en el IESA con el financiamiento de la Fundación Tinker de los Estados Unidos y el IESA.

© 1997

Banco Interamericano de Desarrollo
1300 New York Avenue, N.W.
Washington, D.C. 20577

Las opiniones y puntos de vista expresados en este documento son del autor y no reflejan necesariamente los del Banco Interamericano de Desarrollo.

LA SOSTENIBILIDAD DE LA POLÍTICA FISCAL EN VENEZUELA

I.- INTRODUCCIÓN.....	4
II.- RELACIONES ENTRE LAS VARIABLES MACROECONÓMICAS RELEVANTES (VMR) Y EL DÉFICIT FISCAL	10
III.- EL IMPULSO FISCAL Y EL DÉFICIT MACROECONOMICAMENTE AJUSTADO	23
IV.- DÉFICIT FISCAL, TIPO DE CAMBIO Y ESTABILIDAD ECONÓMICA: LA DEVALUACIÓN COMO HERRAMIENTA FISCAL	28
V.- DEVALUACIÓN Y DINÁMICA DE LA DEUDA	33
VI.- EFECTO DE LA DEVALUACIÓN SOBRE LOS AGREGADOS MONETARIOS.....	34
VII.- VOLATILIDAD Y RIESGO FISCAL	38
VIII.- PERSPECTIVAS DEL DÉFICIT MACROECONOMICAMENTE AJUSTADO Y EL PLAN DE INVERSIONES DE LA INDUSTRIA PETROLERA	41
IX.- DEUDA PÚBLICA Y SOSTENIBILIDAD FISCAL.....	49
RESUMEN Y CONCLUSIONES.....	59
BIBLIOGRAFÍA.....	63

I.- INTRODUCCIÓN

Después de registrar por más de una década un elevado crecimiento y bajos niveles de inflación, Venezuela se ha visto afectada desde mediados de los años setenta por un marcado proceso de inestabilidad macroeconómica y caída secular del ingreso real per capita de su población. Este ha descendido en forma continua desde 1977, ubicándose en 1996 en un nivel similar al existente en 1963 (ver **Gráfico 1**). Parte importante de esta evolución se explica por shocks externos de magnitudes considerables, provenientes fundamentalmente del mercado petrolero internacional.¹ Las exportaciones petroleras no sólo han acusado una pronunciada volatilidad, sino también una significativa reducción medida en dólares constantes per capita, como puede apreciarse en el **Gráfico 2**.

Gráfico 1

PIB real per capita

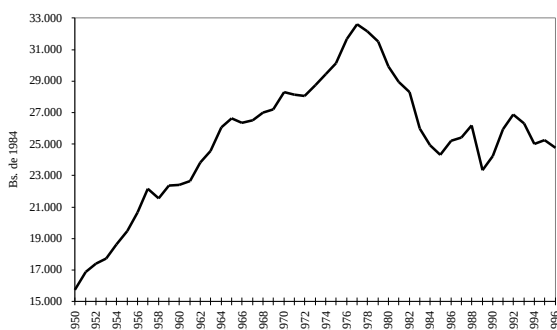
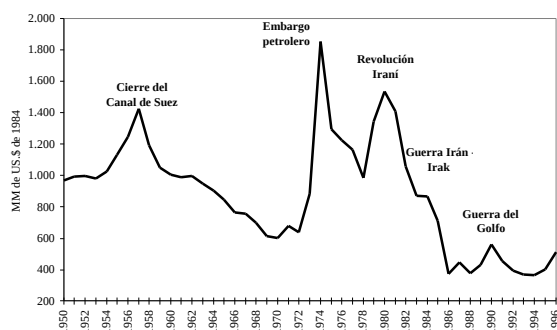


Gráfico 2

Exportaciones petroleras reales per capita



Fuente: BCV, Anuario de Cuentas Nacionales e Informe Anual.

La política fiscal ha jugado un rol determinante en la transmisión de esos shocks al resto de la economía, la cual ha actuado como una caja de resonancia en la propagación de los mismos, en lugar de constituir un instrumento para contener o limitar los efectos distorsionantes que se derivan de la vulnerabilidad externa de la economía venezolana.² La poca capacidad de ajuste de las finanzas públicas a esos shocks, así como las fuentes de financiamiento utilizadas para cubrir las brechas fiscales que se han producido a lo largo de los últimos veintisiete años (1970-1996), han hecho de la economía venezolana uno de los casos más resaltantes en América Latina de dificultades fiscales crónicas que han impedido la recuperación sostenible del crecimiento económico en un ambiente de estabilidad y baja inflación.

Cinco características que han contribuido al resultado económico mencionado podrían resumir la situación de las **finanzas públicas venezolanas**. La primera de ellas es la **tendencia a registrar déficit de magnitudes importantes en forma casi permanente**. Durante el período de veintisiete años analizado, el sector público sólo ha registrado equilibrios o ligeros superávits fiscales en nueve años, los cuales se han correspondido con los períodos de fuertes aumentos en los precios del petróleo (1974-75; 1979-80; 1984-85; 1990-91; 1996). Por el contrario, durante los años de

¹ Los shocks externos provenientes del mercado petrolero han constituido desde mediados de los años setenta un promedio equivalente a 7% del PIB. Ver García, Rodríguez y Salvato (1995), y Hausmann, Powell y Rigobón (1992).

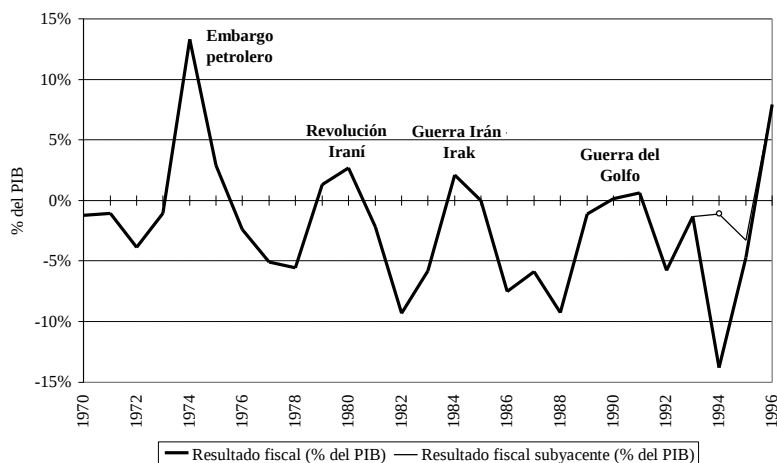
² El ingreso petrolero constituyó hasta finales de la década de los ochenta el 90% en promedio del ingreso por exportaciones y cerca del 80% de los ingresos fiscales corrientes. En años recientes el aporte del sector petrolero ha disminuido a cerca del 80% y del 60% de esas variables, respectivamente.

relativa estabilidad o disminución de los precios del petróleo, se han producido déficits de magnitudes considerables, tal como se muestra en el **Gráfico 3**.

La segunda característica es el **elevado nivel de endeudamiento del sector público**, el cual se produjo por la necesidad de financiar los déficits fiscales generados a lo largo del período. Este nivel de endeudamiento constituye el segundo más importante de la región medido en términos del PIB. Al cierre de 1996, la deuda interna y externa registrada del Gobierno Central, el Fondo de Garantía de los Depósitos Bancarios (FOGADE) y Petróleos de Venezuela (PDVSA), la casa matriz de la industria petrolera, representó cerca del 62% del PIB. Sin embargo, el sector público tiene otro conjunto de pasivos que se habían mantenido ocultos, los cuales se desprenden de la seguridad social y otras obligaciones contractuales con los trabajadores del Estado. Estos pasivos ocultos representan aproximadamente un 40% del PIB, por lo cual la deuda pública total alcanzaría un monto equivalente a 102% del PIB al cierre de 1996. Aún sin registrar estos pasivos ocultos, el nivel de endeudamiento ha creado dificultades importantes para la política fiscal, ya que los intereses sobre dicha deuda absorben en la actualidad más de un 20% del gasto del Gobierno Central, equivalente a más de un 5% del PIB.³ Por otra parte, el Banco Central se ha visto forzado a incrementar considerablemente el volumen de sus títulos de crédito (Títulos de Estabilización Monetaria -TEM-) para neutralizar la monetización de los shocks externos y los impactos de la crisis bancaria de 1994-95. Estos títulos se colocan en la actualidad en un monto superior a los US\$ 5.400 millones, equivalentes a un 7% del PIB en 1996 y a más de un 60% de la base monetaria. En total, considerando la deuda registrada del sector público restringido, los pasivos ocultos mencionados anteriormente, así como el volumen de TEM's, el endeudamiento del sector público restringido se colocaría para 1997 en un 107% del PIB.

Gráfico 3

Resultado fiscal como porcentaje del PIB



Fuente: BCV, Anuario de Cuentas Nacionales e Informe Anual y, García, Rodríguez y Salvato (1997a).

Sin dudas, ese elevado monto de endeudamiento impone serias restricciones a la política fiscal, por la rigidez que introduce en una proporción considerablemente importante de los gastos del sector público y por la vulnerabilidad del déficit fiscal a los eventuales shocks en las tasas de interés.

³ Las cifras de deuda pública y sus intereses registran estadísticamente una alta variabilidad como proporción del PIB, debido a la volatilidad del tipo de cambio real en el caso de la deuda externa y a la represión financiera en el caso de la deuda interna. Como se mencionará más adelante, la represión financiera ha permitido licuar una parte importante de la deuda interna en períodos de alta inflación.

Por otra parte, el sector público ha financiado durante algunos años parte de sus déficits a través de tasas de interés reales negativas mediante las cuales ha reducido el valor real de la deuda pública, bien sea directamente a través de la represión financiera o mediante el uso de fuertes diferenciales entre las tasas de interés activas y pasivas causados por elevados niveles de encajes bancarios no remunerados y una alta prima por el seguro de depósitos bancarios.⁴ Sin embargo, estas políticas financieras han creado distorsiones importantes en el sistema bancario y en la distribución del ingreso. Dado que las instituciones financieras locales poseen la mayoría de los títulos públicos (éstos representaban más de un cincuenta por ciento de los activos del sistema financiero a diciembre de 1996), las restricciones impuestas a las tasas de interés y los elevados encajes no remunerados, han causado que las remuneraciones a los depósitos se hayan mantenido significativamente por debajo de la tasa de inflación durante períodos relativamente extensos. En consecuencia, se ha producido un proceso de desmonetización en años recientes que ha hecho más sensible la inflación ante el uso de la devaluación como mecanismo de corrección fiscal. Por otra parte, aquellos agentes económicos que no pueden trasladar fácilmente sus activos denominados en bolívares, bien sean depósitos en el sistema financiero local o ahorros acumulados en los sistemas de pensiones o jubilaciones financiados por el sector público, han sufrido una pérdida importante de riqueza y cuyos impactos en la distribución del ingreso han sido considerables.

La tercera característica en la evolución de las finanzas públicas es **la combinación de volatilidad y prociclicidad** que ha introducido a la economía. A raíz del estallido del problema de la deuda en América Latina en 1982, los impactos macroeconómicos de los desequilibrios fiscales se hicieron más evidentes, ya que el cierre de los mercados de capitales internacionales impidió el financiamiento del déficit a través del endeudamiento externo. Este mecanismo, conjuntamente con los altos ingresos petroleros recibidos entre 1974 y 1980, había permitido financiar la importante expansión del sector público en esos años. La deuda externa pasó de US\$ 2.087 millones en 1973, a US\$ 29.090 millones en 1983.

⁴ El encaje legal había sido reducido de un 15% a un 12% desde la crisis bancaria de 1994. Actualmente se ubica en 15% sin remuneración, más un 2 ½% con una remuneración ligeramente inferior a la tasa pasiva. En algunos períodos, particularmente durante el boom en los precios del petróleo de 1990-91, el encaje ha llegado a ubicarse entre 16% y 22%. La prima por seguro a los depósitos bancarios es de 2% anual sobre el monto total de depósitos, nivel establecido desde la crisis bancaria, la cual posiblemente sea la más alta del continente.

Cuadro 1: Conceptos fiscales y variables macroeconómicas relevantes

...	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Conceptos fiscales													
Resultado fiscal global*	-1,2%	-1,1%	-3,9%	-1,1%	13,3%	2,9%	-2,4%	-5,1%	-5,6%	1,3%	2,7%	-2,2%	-9,3%
Resultado fiscal primario*	-0,9%	-0,7%	-3,5%	-0,6%	13,7%	3,4%	-1,8%	-4,2%	-4,1%	3,2%	5,4%	0,8%	-5,8%
Resultado fiscal primario no petrolero*	-10,0%	-11,7%	-14,1%	-13,3%	-13,2%	-18,7%	-15,7%	-21,5%	-17,5%	-14,8%	-15,1%	-16,1%	-16,8%
Resultado fiscal doméstico*	-9,3%	-10,5%	-11,7%	-11,5%	-12,4%	-17,7%	-21,6%	-20,4%	-18,3%	-17,5%	-18,9%	-23,2%	-21,7%
Resultado fiscal externo*	8,1%	9,4%	7,8%	10,5%	25,7%	20,6%	19,3%	15,3%	12,7%	18,9%	21,6%	21,0%	12,4%
Ingreso fiscal no petrolero del Gob. Central*	6,0%	5,8%	5,8%	5,5%	4,5%	6,4%	6,0%	5,8%	7,3%	6,0%	5,6%	6,3%	7,2%
Gasto primario total del Gob. Central*(1)	15,7%	15,9%	16,4%	16,1%	28,9%	27,8%	22,5%	25,3%	22,0%	16,0%	19,3%	24,0%	23,3%
Gasto primario corriente del Gob. Central*(1)	11,0%	11,3%	11,7%	11,1%	11,1%	13,2%	11,7%	12,4%	12,3%	11,7%	12,1%	14,3%	15,4%
Ingreso por devaluación*	0,0%	-0,2%	0,0%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impuesto inflacionario*	0,3%	0,2%	0,2%	0,4%	0,8%	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%	1,9%	1,7%	0,8%	0,7%
Variables macroeconómicas													
Crecimiento del PIB	7,6%	3,1%	3,3%	6,3%	6,1%	6,1%	8,8%	6,7%	2,1%	1,3%	-2,0%	-0,3%	0,7%
Precio del petróleo	1,78	2,25	2,44	3,56	10,31	10,99	11,15	12,31	11,96	16,65	25,64	29,42	26,76
Inflación	2,5%	3,2%	2,8%	4,1%	8,3%	10,2%	7,6%	7,8%	7,1%	12,4%	21,5%	16,0%	9,7%
Base Monetaria*	6,5%	7,4%	7,7%	8,1%	7,3%	9,4%	10,0%	10,6%	10,9%	10,1%	8,9%	9,2%	8,1%
Liquidez monetaria*	19,3%	21,1%	23,1%	24,0%	20,7%	29,0%	31,3%	33,8%	35,9%	33,9%	35,1%	37,5%	38,8%
Tipo de cambio real**	103,75	102,72	103,43	100,28	98,64	103,19	105,53	110,70	110,49	108,37	116,73	123,08	130,89
Deuda													
Deuda interna*	4,1%	3,9%	3,8%	3,6%	4,0%	4,7%	5,1%	7,7%	8,8%	7,7%	6,3%	7,5%	8,7%
Deuda externa*	4,7%	5,4%	11,5%	10,1%	6,4%	5,2%	11,6%	22,2%	30,5%	35,3%	35,8%	35,1%	32,9%

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Conceptos fiscales														
Resultado fiscal global*	-5,8%	2,1%	0,0%	-7,5%	-5,9%	-9,3%	-1,1%	0,2%	0,6%	-5,8%	-1,3%	-13,8%	-4,7%	7,9%
Resultado fiscal primario*	-2,4%	7,0%	4,8%	-3,1%	-1,4%	-6,1%	3,5%	5,8%	4,7%	-1,0%	2,7%	-8,9%	1,4%	12,9%
Resultado fiscal primario no petrolero*	-13,7%	-9,8%	-8,4%	-10,9%	-12,4%	-14,6%	-13,5%	-15,6%	-10,3%	-11,2%	-7,8%	-18,8%	-6,2%	-4,4%
Resultado fiscal doméstico*	-18,5%	-12,5%	-12,9%	-17,0%	-17,1%	-18,9%	-18,0%	-22,1%	-19,0%	-20,7%	-15,9%	-29,7%	-19,9%	-17,6%
Resultado fiscal externo*	12,6%	14,6%	12,9%	9,5%	11,3%	9,7%	16,9%	22,2%	19,6%	14,9%	14,6%	15,8%	15,2%	25,5%
Ingreso fiscal no petrolero del Gob. Central*	8,9%	8,2%	10,7%	10,0%	8,6%	8,4%	4,5%	4,0%	4,5%	6,1%	7,1%	8,7%	8,2%	9,6%
Gasto primario total del Gob. Central*(1)	20,4%	20,9%	21,5%	21,6%	20,3%	22,9%	17,0%	20,7%	20,7%	18,0%	16,0%	16,4%	15,4%	15,6%
Gasto primario corriente del Gob. Central*(1)	14,1%	14,2%	14,6%	13,9%	14,7%	15,8%	13,8%	15,2%	14,3%	12,6%	11,2%	13,4%	11,9%	11,9%
Ingreso por devaluación*	0,9%	2,6%	1,0%	0,2%	2,9%	1,0%	10,4%	1,6%	2,2%	1,6%	1,9%	4,8%	0,4%	7,9%
Impuesto inflacionario*	0,5%	1,5%	0,8%	1,1%	3,0%	2,3%	3,8%	1,7%	1,9%	2,6%	2,9%	3,2%	2,9%	3,3%
Variables macroeconómicas														
Crecimiento del PIB	-5,6%	-1,4%	0,2%	6,5%	3,6%	5,8%	-8,6%	6,5%	9,7%	6,1%	0,3%	-2,8%	3,4%	-1,6%
Precio del petróleo	23,72	25,42	24,67	11,52	15,43	12,83	16,04	19,19	15,09	13,73	12,11	12,41	13,93	18,30
Inflación	6,3%	11,6%	11,4%	11,6%	28,1%	29,4%	84,6%	40,7%	34,2%	31,4%	38,1%	60,8%	59,9%	99,9%
Base Monetaria*	11,3%	9,1%	9,9%	10,4%	8,8%	8,5%	6,6%	7,9%	10,9%	9,3%	7,8%	8,1%	6,6%	5,5%
Liquidez monetaria*	47,4%	42,8%	43,6%	48,3%	41,8%	38,3%	30,7%	32,8%	36,7%	32,0%	30,4%	30,0%	26,7%	19,2%
Tipo de cambio real**	127,17	100,00	102,68	107,31	95,89	100,44	84,39	74,79	76,50	79,25	80,08	95,89	111,71	88,81
Deuda														
Deuda interna*	9,9%	10,1%	12,5%	15,4%	11,4%	10,4%	8,4%	6,8%	10,2%	8,3%	9,8%	13,6%	12,5%	7,9%
Deuda externa*	42,2%	42,9%	40,3%	40,7%	47,2%	42,5%	78,2%	58,6%	54,6%	50,9%	51,4%	53,0%	53,8%	40,1%

Fuente: BCV, Anuario de Cuentas Nacionales e Informe Anual y, García, Rodríguez y Salvato (1997a).

Cálculos Propios.

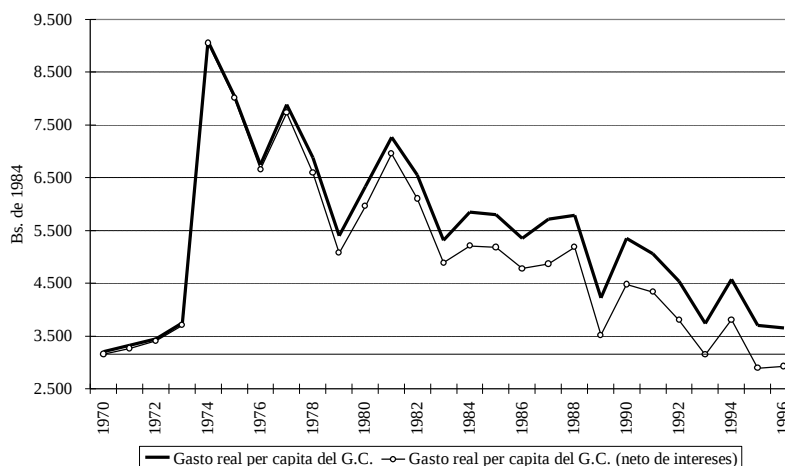
(*) Como porcentaje del Producto Interno Bruto.

(1) Excluye los costos de la crisis financiera durante 1994 y 1995.

En el caso de Venezuela, por ser el sector público un exportador neto muy significativo en relación al tamaño de la economía, el ajuste del tipo de cambio ha generado beneficios fiscales de considerables proporciones, al menos en el corto plazo. Por ello, el tipo de cambio ha sido utilizado con relativa frecuencia como un mecanismo de corrección fiscal desde 1983, cuando el país perdió el sistema de cambio fijo que había logrado mantener por alrededor de veinte años. No obstante, el costo en términos de inflación y actividad económica ha sido significativo. En consecuencia, los impactos fiscales de los shocks externos y el uso del tipo de cambio como mecanismo de corrección fiscal han creado una fuerte volatilidad en algunas variables macroeconómicas. Igualmente, la reacción del gasto público ha estado estrechamente asociada en forma procíclica a los shocks externos, magnificando los efectos de estos últimos en términos de crecimiento, inflación y tipo de cambio real (Ver Cuadro 1).

Gráfico 4

Gasto real per capita del gobierno central



Fuente: BCV, Anuario de Cuentas Nacionales e Informe Anual y, García, Rodríguez y Salvato (1997a).

La cuarta característica de la política fiscal en períodos recientes es **la reducción del gasto en áreas que le son fundamentales al sector público**, lo cual ha acarreado costos significativos en términos de crecimiento, eficiencia y distribución del ingreso. Durante el primer quinquenio de la década de los setenta el gasto del Gobierno Central se ubicaba alrededor de un 22% del PIB. Debido a los muy bajos niveles de deuda pública para aquel entonces, dicho gasto era casi exclusivamente primario, es decir, gasto interno neto de intereses. A raíz del fuerte incremento que experimentaron los precios del petróleo a partir de 1974, el gasto del Gobierno Central se expandió a niveles cercanos al 30% del PIB. Sin embargo, ese aumento del gasto se concentró principalmente en transferencias para financiar la inversión en empresas públicas, sesenta por ciento de las cuales se dedican a la producción de bienes considerados típicamente "privados".⁵ Posteriormente, por la fuerte reducción del ingreso petrolero y el significativo aumento de los pagos de intereses por la deuda que se había adquirido entre 1974 y 1983, el gasto primario se fue reduciendo paulatinamente desde mediados de la década de los ochenta, hasta alcanzar en 1996 un 17% del PIB; es decir, cinco puntos menos del producto en relación al nivel del gasto existente a comienzos de los años setenta, antes del primer gran boom petrolero. Peor aún, debido a las elevadas tasas de crecimiento poblacional que todavía se registran en Venezuela, ese gasto primario medido en términos reales per capita se ubica actualmente en niveles similares a los existentes al inicio de la década de los sesenta (Ver **Gráfico 4**).

La evolución del gasto público primario en Venezuela podría identificarse dentro de lo que Tanzi (1989) denomina "tensión fiscal", la cual se caracteriza entre otras cosas, por aquellas políticas que intentan corregir los desequilibrios fiscales sobre bases poco sostenibles, tales como la reducción de los salarios reales en el sector público a niveles que no son social o políticamente viables; la posposición de gastos de operación, mantenimiento e inversión en infraestructura pública, con efectos negativos en el crecimiento económico y en la vida útil de dichos bienes y la disminución de los inventarios de bienes y equipos de las instituciones públicas que prestan servicios esenciales a la población. Estas políticas han resultado altamente perjudiciales en términos de eficiencia económica y generan en la actualidad serios conflictos sociales y políticos, lo cuales a su vez, erosionan la

⁵ Para mayores detalles, ver Torres (1994) y García, Rodríguez y Salvato (1997 a).

confianza y credibilidad de los agentes económicos en relación a la sostenibilidad y duración de los esfuerzos de reformas y estabilización macroeconómica.

La reducción mencionada del gasto primario se ha concentrado fundamentalmente en la inversión real del gobierno central en infraestructura física y en el gasto social, particularmente en salud, educación y seguridad social. El gasto en inversión real, el cual muestra una estrecha relación con el componente cíclico del PIB como se demostrará más adelante, se ha colocado por debajo de un punto del producto durante casi una década, con excepción de los años 1990-1992. En términos reales per capita, los niveles recientes de inversión representan aproximadamente un tercio de los que se registraron durante el primer quinquenio de la década de los setenta. En lo que al gasto social se refiere, la reducción real per capita entre el promedio de lo gastado en el primer quinquenio de la década de los setenta y el promedio de lo gastado en los años transcurridos de la actual década, ha sido superior al cuarenta por ciento en educación y al sesenta por ciento en salud pública. En seguridad social, la cual se sustenta en un sistema público de reparto (pay-as-you-go), el gasto real se ha mantenido por debajo de un punto del PIB por más de una década, ocasionándose una erosión total de los aportes hasta quebrar completamente los fondos de retiro y cuyo peso como deuda pública se estima en un 30% del PIB en valor presente.⁶

Debido a las dificultades sociales y políticas, así como en el nivel de empleo, la reducción de la nómina del sector público se ha hecho sumamente difícil. A nivel del Gobierno Central, ésta se encuentra concentrada en los ministerios de educación, salud y fuerzas armadas.⁷ En consecuencia, la reducción del gasto se ha centrado en los salarios reales de los trabajadores públicos, en la adquisición y mantenimiento de activos fijos y en las obras de infraestructura necesarias para la prestación de los servicios. El resultado ha sido una elevada concentración de personal mal remunerado y con limitados recursos físicos y materiales que ha ocasionado un colapso de muchos servicios públicos. En el caso de educación, salud y seguridad social, el deterioro agudo que arrastran por un prolongado período se ha convertido en una causa importante de la conflictividad social en años recientes. Estas políticas no sólo resultan poco sostenibles en el largo plazo, sino que además acarrear elevados costos económicos y ocasionan impactos significativos en la distribución del ingreso, ya que los sectores de menores recursos son los principales usuarios de esos servicios.

Uno de los factores que no ha permitido mantener el gasto público primario en algunas áreas críticas como las comentadas, ha sido **la baja recaudación de ingresos públicos provenientes de la actividad no petrolera**, la cual constituye la quinta característica importante de las finanzas públicas de Venezuela. Hasta la implantación del Impuesto al Valor Agregado (IVA) en 1993, el cual fue convertido en 1994 en un Impuesto a las Ventas al Mayor (IVM), la tasa efectiva de tributación sobre las actividades no petroleras no superaba el cinco por ciento del PIB, incluyendo en dicho monto las contribuciones a la seguridad social, los demás impuestos a la nómina, el impuesto sobre la renta de personas jurídicas y naturales, los aranceles de aduana y todos los demás impuestos indirectos. Si se incluye el IVM, la recaudación no petrolera se ubica en años recientes alrededor de un 9% del PIB.

El punto más alto de recaudación no petrolera antes del IVM fue en 1994, cuando se colocó en siete por ciento del PIB. Aún con la introducción del IVM, la recaudación efectiva en 1996 se mantuvo por debajo de diez puntos del PIB. En consecuencia, todavía persiste una fuerte dependencia del sector público de los recursos provenientes de la actividad petrolera, lo cual explica parte muy

⁶ En las siguientes páginas se volverá sobre la deuda de la seguridad social.

⁷ Los tres sectores mencionados concentran más de un ochenta por ciento de la nómina del Gobierno Central.

importante de la volatilidad de la política fiscal, ya que su estructura de ingresos depende excesivamente de las circunstancias del mercado petrolero internacional. Cabe destacar que las tasas nominales de la mayoría de los impuestos en Venezuela se encuentran en los niveles promedio o inclusive superiores a los de América Latina. Las dificultades de recaudación interna son relativamente complejas y muy difíciles de superar en el corto plazo, ya que éstas se concentran fundamentalmente en una pésima administración tributaria, en debilidades de las respectivas leyes impositivas que facilitan la creación de mecanismos de elusión fiscal, en un marco legal de sanciones relativamente frágiles y un sistema judicial poco efectivo para forzar el cobro de las deudas de los contribuyentes con el fisco.⁸

Las cinco características comentadas de las finanzas públicas venezolanas no son la única explicación de los pobres resultados económicos registrados por el país en los últimos veintisiete años. Sin embargo, esas características han jugado y seguirán jugando un rol determinante en el desempeño económico, particularmente en las posibilidades de recuperación del crecimiento económico en un ambiente de estabilidad perdurable, baja inflación y reducción de la pobreza. El elevado endeudamiento del sector público, en medio de una necesidad urgente de incrementar y mejorar el gasto público en áreas sociales críticas como educación, salud, seguridad social e infraestructura pública, pone restricciones considerables y crea fuertes mecanismos de tensión fiscal. Sin embargo, caben las siguientes preguntas: ¿Cuál sería el nivel adecuado de tributación interna que, sin restringir el crecimiento económico, permita un aumento del gasto público en las áreas mencionadas?. O por el contrario ¿Cuáles serían los niveles de superávit primario requeridos para mantener la solvencia fiscal en el largo plazo y que por ende, limiten seriamente las posibilidades de recuperación del gasto en áreas críticas y el crecimiento económico?

Las preguntas anteriores deben ser respondidas a la luz del programa de expansión de la industria petrolera que se propone duplicar la capacidad de producción para el año 2006. Dicho plan genera a su vez otras interrogantes, ya que por una parte, las finanzas públicas se harán aún más dependientes del ingreso petrolero, razón por la cual se hace necesario diseñar los mecanismos que permitan proteger a la economía de los shocks petroleros y por lo tanto reducir la volatilidad de la política fiscal. Por otra parte, cabe preguntarse si los ingresos que se espera obtener de dicho plan serán suficientes para restablecer los equilibrios macroeconómicos y la capacidad de servicio de la deuda pública, al mismo tiempo que se recupera el gasto público en áreas críticas. Igualmente, cabe preguntarse en relación a los supuestos de precios del petróleo, tipo de cambio real e inflación bajo los cuales dicho plan podría producir los resultados esperados. Estas preguntas intentan ser respondidas en las siguientes páginas, analizando previamente con mayor detalle el rol de la política fiscal en los resultados económicos de los años recientes y los mecanismos de transmisión mediante los cuales la política fiscal afecta las variables macroeconómicas fundamentales.

II.- RELACIONES ENTRE LAS VARIABLES MACROECONÓMICAS RELEVANTES (VMR) Y EL DÉFICIT FISCAL

La medición de los impactos macroeconómicos del déficit fiscal presenta dificultades conceptuales y metodológicas importantes. En primer lugar, se hace necesario definir aquellos conceptos de déficit fiscal que pueden tener relevancia en relación a los objetivos del análisis económico que se persigue. Por ejemplo, para un análisis de solvencia intertemporal del sector público, el concepto más importante puede ser el déficit primario, el cual excluye los pagos por

⁸ Para una explicación detallada del sistema tributario de Venezuela, así como de la evolución del gasto público, ver García (1993), García, Rodríguez y Salvato (1995) y García, Rodríguez y Salvato (1997 a).

intereses de la deuda pública. Para un análisis de los impactos inflacionarios del déficit fiscal, los conceptos más relevantes pueden ser el déficit global o el déficit operacional, siendo este último el déficit neto del componente inflacionario de las tasas de interés, lo cual puede variar de un país a otro dependiendo del nivel de deuda pública. Igualmente, la fuente de financiamiento del déficit resulta crucial en términos de los impactos macroeconómicos. Por ejemplo, un déficit financiado con endeudamiento externo puede contribuir a crear presiones de apreciación real del tipo de cambio, al menos en el corto plazo, con lo cual sus impactos en términos de inflación pueden ser relativamente menores o nulos. Por el contrario, si dicho déficit es financiado mediante una emisión monetaria en circunstancias de una demanda de dinero relativamente baja, los impactos inflacionarios pueden ser considerables. En este sentido, la fuente de financiamiento resulta crucial para evaluar los impactos económicos del déficit fiscal.

Por otra parte, existen problemas de bidireccionalidad entre el déficit fiscal y sus fuentes de financiamiento con algunas variables macroeconómicas que dificultan el establecimiento de causalidades en forma definitiva. Algunas técnicas econométricas podrían permitir la superación de estas dificultades.⁹ Sin embargo, estas técnicas requieren de una base estadística confiable de cifras fiscales, preferiblemente de periodicidad menor a un año, ya que el establecimiento de relaciones de causalidad requiere conocer los efectos rezagados entre las variables a ser vinculadas. Usualmente, para períodos anuales estos efectos de causalidad se diluyen, por lo cual algunos indicadores estadísticos no resultan significativos. En el caso de Venezuela, sólo se disponen de cifras confiables de déficit fiscal con periodicidad trimestral o semestral desde 1989. Sin embargo, el período comprendido entre 1989 y 1996 se caracterizó por una elevada inestabilidad, debido a importantes cambios estructurales y eventos económicos ocurridos en tan solo siete años (dos programas de ajustes macroeconómicos con devaluaciones de más de 100%, dos shocks petroleros, una crisis bancaria, un período de controles de cambio, de tasas de interés y de precios, tres reformas tributarias y dos intentos de golpe de Estado). Entre otras cosas, el comportamiento de la demanda de dinero acusó una fuerte inestabilidad, lo cual dificultó la utilización de algunas técnicas econométricas que permitieran obtener conclusiones de más largo plazo para series anuales.

A pesar de las dificultades comentadas, se presentará un análisis estadístico de los impactos del déficit fiscal en algunas variables macroeconómicas fundamentales, como la cuenta corriente de la balanza de pagos, la oferta monetaria, el tipo de cambio real, el crecimiento económico y la inflación, así como también del impacto de algunas de estas variables macroeconómicas en los resultados fiscales. El ejercicio, más que un modelo econométrico completo, intenta realizar una evaluación de relaciones estadísticamente significativas y estables de largo plazo (1970-1996 en la mayoría de los casos) con base en una periodicidad anual debido a las limitaciones de la información fiscal disponible. En la realización de este ejercicio se utilizaron distintos conceptos de déficit fiscal, con el fin de evaluar aquellos que tienen mayor fuerza explicativa en relación a las variables macroeconómicas mencionadas. Estos conceptos fueron el déficit global o convencional, el cual recoge todas las operaciones del sector público, incluyendo los resultados cuasifiscales del Banco Central (BCV); el déficit primario y el déficit operacional; como ya se definió, el primero de éstos excluye los gastos por intereses de deuda para aislar los efectos de déficit pasados en el déficit corriente y el segundo excluye el componente inflacionario de las tasas de interés nominal, ya que éste es equivalente a la amortización de la parte de la deuda que es erosionada por la inflación. Adicionalmente se evaluaron otros conceptos de déficit, como el déficit doméstico y algunas

⁹ Para una extensión de estos problemas en un análisis de sección cruzada con varios países, ver Easterly, Rodríguez and Schmidt-Hebbel (1994).

variaciones del déficit primario, como el primario neto de ingresos y gastos petroleros (primario no petrolero) y el primario neto de ingresos por devaluación (primario reducido).

El déficit doméstico se define como el resultado de los ingresos y egresos de origen interno del sector público. Mediante este indicador, propuesto por Morgan (1979), Vaez-Zadeh (1989) y Blejer and Cheasty (1990) se pretende determinar el impacto en la demanda agregada interna de los gastos públicos que son financiados fundamentalmente con ingresos de origen externo y que por tanto crean una presión de demanda adicional, además de la volatilidad implícita que arrastran en el caso del petróleo. Por otra parte, como señalan Morgan (1979: 82) y Blejer and Cheasty (1990: 16) en el caso de países exportadores de materias primas bajo propiedad pública, si los impactos monetarios de ese ingreso externo no son esterilizados, su uso para financiar gastos públicos generará inevitablemente efectos expansivos sobre la oferta monetaria, particularmente en momentos de incrementos significativos en los precios de esos productos. En tal sentido, estos autores señalan que el déficit doméstico del sector público determina un impacto directo en la creación de base monetaria. Se han realizado varios análisis aplicando el concepto de déficit doméstico para el caso de Venezuela. En dichos estudios se ha encontrado una fuerte explicación de la expansión de la oferta monetaria a través este concepto [Diz (1988) y Vaez-Zadeh (1989)] y por tanto entre déficit doméstico e inflación [Guerra y Sánchez (1996)]. Una derivación del concepto de déficit doméstico se presenta en Liuksila, García y Basset (1994) para países exportadores de petróleo, con el fin de evaluar el grado de dependencia y por tanto de vulnerabilidad del ingreso proveniente de las exportaciones de este recurso. Este sería el déficit no petrolero, el cual también se incluyó en esta parte del estudio.

El déficit fiscal también se puede expresar como la suma del déficit doméstico y el déficit externo, donde el último es la diferencia entre los egresos externos del sector público (sin incluir los pagos de amortización de la deuda externa), y los ingresos externos (sin incluir el incremento de deuda externa neta del gobierno); es decir, la cuenta corriente de balanza de pagos del sector público. Para economías como la venezolana esta definición puede resultar conveniente, dado que los ingresos petroleros son determinantes desde el punto de vista fiscal y por ende, los mecanismos de transmisión de los shocks externos a través de las finanzas públicas pueden tener implicaciones importantes en algunas variables macroeconómicas, así como en la calidad misma de la política fiscal o de ciertos intentos de ajustes. Por ejemplo, en períodos de alta devaluación se puede resolver o mejorar - temporalmente y a un gran costo - el déficit fiscal, ya que el ajuste del tipo de cambio beneficia al sector público por ser éste un exportador neto. También se desprende de esta línea de razonamiento que sin un ajuste fiscal apropiado, una política de estabilización de la inflación que descansa sobre el anclaje del tipo de cambio puede producir una caída de los ingresos fiscales, si el margen de apreciación que acompaña al anclaje es significativo, comprometiendo la sostenibilidad y credibilidad del ajuste. Además, la política fiscal reflejará la volatilidad de los precios petroleros, y sin los mecanismos institucionales apropiados como un fondo de estabilización macroeconómica o limitaciones en el volumen de gasto o de endeudamiento sobre un perfil de mediano plazo, dicha volatilidad se manifestará en el resto de la economía.

Antes de formalizar algunas de la afirmaciones anteriores, se evaluarán algunos resultados estadísticos sobre las relaciones del déficit fiscal y otras variables importantes de la política fiscal con algunas variables macroeconómicas. Estas variables constituyen las llamadas variables macroeconómicas relevantes (VMR), entre las cuales se incluye la tasa de inflación, el PIB, el tipo de cambio real, la tasa de interés externa, la tasa de interés interna y los precios del petróleo. Esta última fue incluida por el peso determinante que tiene dicha actividad en la economía venezolana. Previo a comentar esos resultados, es conveniente mencionar que la medición tradicional del déficit fiscal en Venezuela se hace a través de un agregado llamado el Sector Público Restringido (SPR), el cual cubre al Gobierno Central, el Banco Central de Venezuela, la industria petrolera pública (PDVSA),

el Fondo de Inversiones de Venezuela (FIV), las 30 empresas públicas no financieras más importantes (éstas concentran cerca del 95% del gasto de todas las empresas públicas venezolanas), el sistema de seguridad social a través del Instituto Venezolano de los Seguros Sociales (IVSS), el Fondo de Garantías de Depósitos Bancarios (FOGADE) y un fondo gubernamental destinado a la construcción de viviendas que funcionó por algunos años (Fondo Especial Hipotecario -FEH-). Debido a la importancia de las transferencias del Gobierno Central hacia los gobiernos regionales y municipales (los cuales no tienen facultades legales para emitir deuda) y hacia los entes públicos descentralizados, se estima que el agregado del SPR abarca cerca de un 90% de las transacciones del sector público en su totalidad. Este agregado se mide sobre una base de flujo de caja que consolida los flujos intersectoriales de los niveles anteriormente nombrados, lo que permite evitar la doble contabilidad y establecer claramente el flujo neto de recursos del sector público hacia terceros.

El **Cuadro 2** muestra el resultado de algunas regresiones en las cuales se utilizó el déficit fiscal como variable exógena o explicativa del saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, de la base monetaria, del tipo de cambio real y de la inflación. Aún cuando la prueba se realizó con varios de los conceptos de déficit fiscal mencionados anteriormente, sólo se reportan aquellos en los cuales los resultados fueron estadísticamente significativos. El superávit o déficit global resultó significativo en la explicación del saldo de la cuenta corriente y en la determinación del tipo de cambio real.¹⁰ En ambos casos el signo del coeficiente resultó como se esperaba, positivo con el resultado de la cuenta corriente, es decir, un aumento del superávit fiscal o disminución del déficit mejora el saldo de la cuenta corriente, y negativo con el tipo de cambio real, ya que un aumento del superávit fiscal o una disminución del déficit está asociado con una depreciación real del tipo de cambio. La fuerte asociación entre el saldo en cuenta corriente y el resultado fiscal puede ser observada en el **Gráfico 5**, la cual se explica fundamentalmente por el rol que tienen el petróleo y el tipo de cambio real en ambos agregados. Por su parte, el déficit doméstico resultó significativo como variable explicativa de la base monetaria y del tipo de cambio real, en ambas ecuaciones con el signo correcto. En el primer caso, un aumento del superávit doméstico o disminución del déficit contribuye a disminuir la base monetaria, tal como lo predicen los autores antes mencionados. La explicación con el tipo de cambio real funciona en la misma dirección que fue mencionada para el déficit global. Cabe destacar que el déficit doméstico no resultó significativo en la explicación de la cuenta corriente, así como el déficit global no resultó significativo en la explicación del comportamiento de la base monetaria.

Finalmente, se calcularon regresiones para evaluar los impactos del déficit fiscal sobre la inflación, utilizando para ello los conceptos de déficit global y déficit doméstico. El primero no resultó significativo, particularmente cuando se incluye el período completo de los veintisiete años analizados, en los cuales hubo tasa de cambio fija hasta comienzos de 1983. El déficit doméstico resultó significativo al uno por ciento y con el signo esperado: una disminución del déficit doméstico (o aumento del superávit) reduce la tasa de inflación. En cierta medida, este resultado es consistente con la regresión en la cual el déficit doméstico explica los cambios en la base monetaria y ésta a su vez resulta significativa en la explicación de la tasa de inflación, aunque sólo parcialmente, por la caída en la demanda de dinero base observada en años recientes.¹¹

¹⁰ El tipo de cambio real se midió con un índice en el cual un incremento significa una apreciación.

¹¹ En la ecuación de la inflación como variable dependiente se utilizaron los saldos de M2 como variable independiente, además del déficit global y doméstico. Esta variable no resultó correlacionada con el déficit, por lo cual se descartaron problemas de multicolinealidad. Sin embargo, es necesario destacar que la ecuación no intenta explicar el fenómeno de la inflación en Venezuela. Sólo busca demostrar que el déficit doméstico, en este caso, resulta significativo en la explicación de la inflación. Una explicación de la

Cuadro 2: Efecto del resultado fiscal sobre las VMR's

$\text{SaldoCtaCte} = 0,0622 - 0,0016 \Delta T.C. \text{Re al} + 1,0953 S.F. \text{Global.spr} - 1,78 E - 06 \Delta \text{PIB.real}$ $R^2 \text{ajustado} = 0,94$ $F - \text{statistic} = 56,24$ $D - W = 1,75$ $\text{Breush} - \text{Godfrey}(F - \text{statistic}) = 0,0024$
$\Delta \text{BaseMonetaria} = -0,0048 - 0,0318 S.F. \text{Global.spr}^{(1)}$ $R^2 \text{ajustado} = 0,46$ $F - \text{statistic} = 6,52$ $D - W = 2,13$ $\text{Breush} - \text{Godfrey}(F - \text{statistic}) = 0,12$
$\Delta \text{BaseMonetaria} = -0,0048 - 0,0318 \Delta S.F. \text{Domestico.spr} + 3,07 E - 07 \Delta \text{PIB.real}$ $R^2 \text{ajustado} = 0,71$ $F - \text{statistic} = 13,25$ $D - W = 2,09$ $\text{Breush} - \text{Godfrey}(F - \text{statistic}) = 0,17$
$\Delta \text{Inflacion} = 0,041 - 0,7453 \Delta S.F. \text{Domestico.spr} - 0,9520 \Delta M2 - 1,53 E - 06 \Delta \text{PIB.real}$ $R^2 \text{ajustado} = 0,90$ $F - \text{statistic} = 44,73$ $D - W = 2,09$ $\text{Breush} - \text{Godfrey}(F - \text{statistic}) = 0,07$
$\Delta T.C. \text{Re al} = 1,329 - 48,997 S.F. \text{Global}$ $R \text{ajustado} = 0,68$ $F - \text{statistic} = 12,19$ $D - W = 1,57$ $\text{Breush} - \text{Godfrey}(F - \text{statistic}) = 1,40$
$\Delta T.C. \text{Re al} = -9,1 - 65,67 S.F. \text{Domestico}$ $R \text{ajustado} = 0,72$ $F - \text{statistic} = 14,06$ $D - W = 1,57$ $\text{Breush} - \text{Godfrey}(F - \text{statistic}) = 0,40$

Notas:

S.F. es resultado fiscal. Cta.Cte es Cuenta Corriente. M2 es la liquidez monetaria. (Δ) En primeras diferencias.

El saldo en cuenta corriente, el resultado fiscal global y doméstico, la base monetaria y la liquidez monetaria están medidas como porcentaje del PIB. El PIB real está medido en bolívars de 1984.

Todos los coeficientes son significativos al 5%.

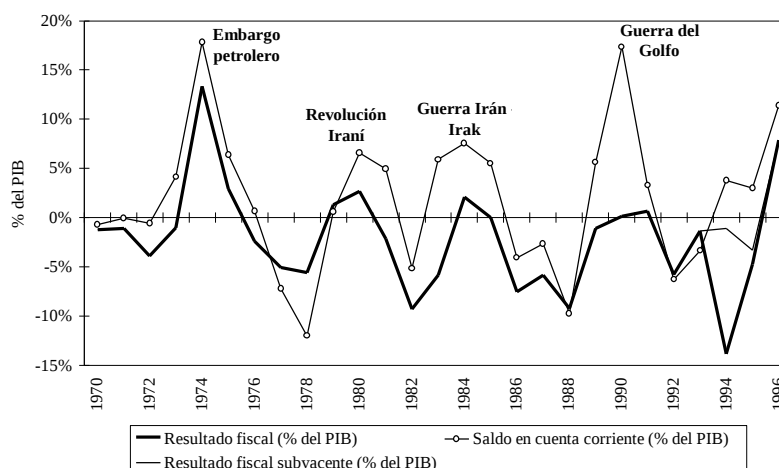
(1) No es significativa ni al 10%.

El **Cuadro 3** muestra el resultado de la regresiones del componente cíclico del PIB en función de los gastos de inversión del sector público, de la inversión privada y del tipo de cambio real. El componente cíclico del PIB fue obtenido a través de la aplicación del filtro Hodrick-Prescott [Hodrick and Prescott (1981)], el cual permite descomponer una variable entre su valor de tendencia y su componente cíclico. Este último se define como la diferencia o brecha entre el valor de tendencia y el valor observado del producto en cada año. El gasto de inversión pública, tanto del Gobierno Central como del Sector Público Restringido, al igual que la inversión privada, resultaron significativos al uno por ciento y con signo positivo. Por otra parte, el tipo de cambio real resultó significativo al uno por ciento con un año de rezago y al cinco por ciento con dos años de rezago, en ambos casos con signo negativo.

Gráfico 5

inflación desde el punto de vista econométrico requeriría de mayores análisis, al igual que la demanda de dinero, las cuales mostraron una fuerte inestabilidad, aún cuando resultaron estacionarias en primera diferencia cuando se les aplicó el test de Dicky-Fuller ajustado.

Resultado fiscal y saldo en cuenta corriente



Fuente: BCV, Anuario de Cuentas Nacionales e Informe Anual y, García, Rodríguez y Salvato (1997a).

Varios comentarios se hacen necesarios en relación a los resultados obtenidos. En primer lugar, cabe destacar la fuerte asociación entre el componente cíclico del PIB y la inversión, tanto pública como privada, lo cual no sólo confirma lo que predice la teoría económica al respecto, sino que también explica la volatilidad y tendencia al estancamiento de la economía venezolana en años recientes, dado los bajos niveles que han alcanzado estas variables, con excepción de la inversión en el sector petrolero (Ver **Gráfico 6**). En segundo lugar, el gasto de inversión pública que resultó más significativo en la explicación del ciclo económico a lo largo del período analizado fue la inversión del Gobierno Central, la cual por su naturaleza esta asociada a la infraestructura de carácter público y a la prestación de servicios esenciales (Ver **Gráfico 7**). En tercer lugar, la relación entre la inversión pública y la inversión privada pareciera ser más una relación de complementariedad que de desplazamiento de la segunda por parte de la primera, tal como puede observarse en el **Gráfico 8**. Sin embargo, mucha más investigación es necesaria al respecto, ya que la caída más fuerte de la inversión privada ocurrió entre 1977 y 1983, justamente cuando se expandió fuertemente la inversión en empresas públicas. No ocurre igualmente con la inversión del Gobierno Central en infraestructura física, la cual si aparece relacionada en forma positiva con la inversión privada.¹²

Cuadro 3: Efecto de la inversión sobre el crecimiento

¹² Los resultados de la regresiones que no se presentan en el texto principal han sido incorporadas en los anexos de este estudio.

$$\Delta Brecha. PIB_t = 0,0134 + 0,444\Delta FBCF. publica + 0,469\Delta FBCF. privada - 0,0019\Delta T.C. Real_{(t-1)} - 0,0012\Delta T.C. Real_{(t-2)}$$

$$R^2 \text{ ajustado} = 0,78$$

$$F - statistic = 12,31$$

$$D - W = 2,44$$

$$Breush - Godfrey(F - statistic) = 1,69$$

Notas:

La brecha del PIB o ciclo del PIB está medido como porcentaje del PIB de tendencia. La formación bruta de capital fijo (FBCF), tanto pública como privada, están medidas como porcentaje del PIB. Un aumento del índice de tipo de cambio real implica una apreciación. Todos los coeficientes son significativos al 5%. (Δ) En primeras diferencias

Otros factores asociados a la volatilidad e incertidumbre en relación a ciertas variables macroeconómicas, como el tipo de cambio real, las tasas de interés real, el crecimiento económico y la inflación, pueden haber tenido una incidencia importante en la evolución de la inversión privada, variables en las cuales el rol de la política fiscal ha sido significativa, justamente como parecen confirmarlo los resultados obtenidos.¹³ En cuarto lugar, el tipo de cambio resultó significativo con signo negativo, lo cual señala que una apreciación del tipo de cambio real tiene efectos depresivos sobre el ciclo económico. Sobre esta parte del resultado se volverá más adelante al analizar con más detalle la relación entre déficit fiscal y tipo de cambio real.

Gráfico 6

Inversión y crecimiento económico

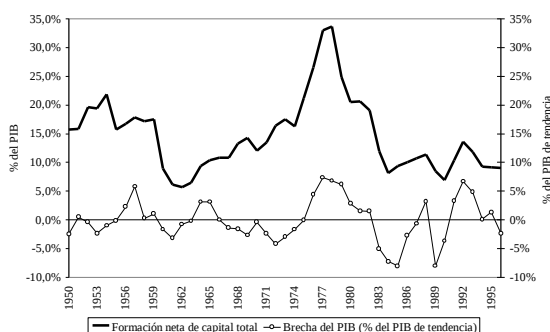
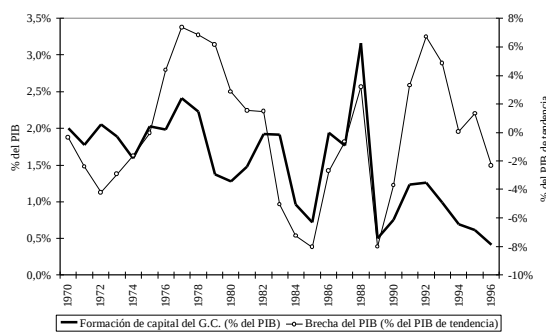


Gráfico 7

Inversión del gobierno central y crecimiento



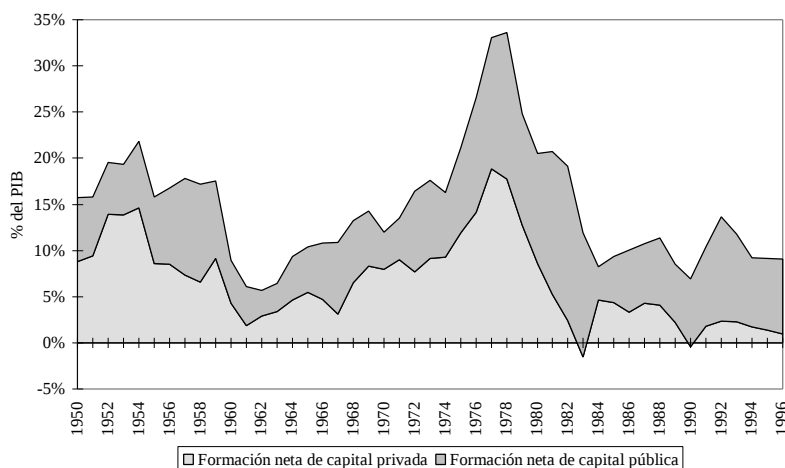
Fuente: BCV, Anuario de Cuentas Nacionales e Informe Anual y, García, Rodríguez y Salvato (1997a).

Igualmente se hicieron algunas regresiones para explicar la incidencia de las variables macroeconómicas relevantes en el resultado fiscal, particularmente en el déficit global y el déficit doméstico (Ver **Cuadro 4**). Curiosamente, sólo resultaron significativas en la explicación del déficit global, el precio del petróleo, el tipo de cambio real y los gastos de intereses de deuda pública externa (como proxy a la tasa de interés externa). El precio del petróleo resultó significativo en el año corriente y con rezago de un año, en ambos casos con los signos correctos. El tipo de cambio real aparece con signo negativo, confirmando el argumento anterior según el cual una apreciación deteriora el resultado fiscal. En la ecuación del déficit doméstico sólo resultaron significativos el tipo de cambio real y el nivel de las exportaciones petroleras. Cabe destacar que el PIB o su componente cíclico, así como la inflación y la tasa de interés interna, no resultaron significativos en la explicación del déficit global ni del déficit doméstico.

Gráfico 8

¹³ Otros factores de carácter institucional seguramente han tenido un rol importante en la evolución de la inversión privada. Sin embargo, el análisis de éstos escapan del alcance de este estudio.

Inversión neta total real



Fuente: BCV, Anuario de Cuentas Nacionales e Informe Anual.

La incidencia de los precios del petróleo en el déficit global resulta obvia, por lo cual no amerita mayores comentarios, ya que esta actividad ha producido entre una ochenta a un sesenta por ciento de los ingresos fiscales. Dicha variación ha dependido de los shocks petroleros, de los fuertes cambios en los volúmenes de producción petrolera durante los veintisiete años analizados y por supuesto, del tipo de cambio real. Sin embargo, llama la atención que las exportaciones petroleras tengan un peso determinante en la explicación del déficit doméstico, no obstante que las mismas no se incluyen en la definición formal de este concepto. Ello refleja un grado importante de reacción del gasto interno al comportamiento del mercado petrolero, lo cual será comentado en las siguientes líneas.

La poca incidencia de la inflación tanto en el déficit global como en el doméstico, puede explicarse por la caída del gasto interno real del sector público, o por la escasa capacidad de ajuste de este último ante los cambios en la tasa de inflación y por la no existencia en Venezuela de mecanismos explícitos de indexación. Estos sólo han comenzado a ser utilizados en años muy recientes, como el caso de las Unidades Tributarias para determinar el impuesto sobre la renta y otros tributos. Por otra parte, la deuda interna ha representado una proporción muy pequeña del PIB, razón por la cual la tasa de interés interna no resulta significativa en la explicación del déficit fiscal, adicionalmente al hecho de que esta variable ha estado controlada en varias oportunidades por un número importante de años a niveles muy inferiores a la tasa de inflación. De manera similar, el bajo nivel de recaudación no petrolera explica en parte la razón por la cual el PIB o su componente cíclico no resultaron significativos en la explicación de ninguno de los conceptos de déficit fiscales discutidos.

Cuadro 4: Efecto de las VMR's sobre el resultado fiscal

$S.F. Global.spr = -0,020 + 0,0046\Delta P.petroleo + 0,0056\Delta P.petroleo_{(t-1)} - 0,0043\Delta T.C.Real - 3,8587\Delta G.intereses.externos$ $R^2 ajustado = 0,88$ $F - statistic = 30,45$ $D - W = 2,40$ $Breush - Godfrey(F - statistic) = 0,90$
$S.F. Domestico.spr = -0,186 - 0,0013\Delta T.C.Real - 4,07E - 06\Delta Exportaciones.petroleras_{(t-2)}$ $R^2 ajustado = 0,85$ $F - statistic = 24,37$ $D - W = 1,95$ $Breush - Godfrey(F - statistic) = 0,0000241$

Notas:

S.F. es el resultado fiscal medido como porcentaje del PIB. P.petroleo es el precio del petróleo medido en dólares corrientes. G.intereses externos es el gasto en intereses externo del sector público medido como porcentaje del PIB. T.C.Real es el índice de tipo de cambio real (un aumento del índice implica una apreciación del tipo de cambio real). Todos los coeficientes son significativos al 5%. (Δ) En primeras diferencias.

Los ejercicios anteriores fueron complementados con otra ecuación para evaluar la incidencia de las variables macroeconómicas relevantes sobre el gasto público primario, cuyo resultado se presenta en el **Cuadro 5**. Esta regresión podría ser interpretada como una función de reacción de las autoridades fiscales ante el comportamiento de ciertas variables macroeconómicas. El ejercicio dio como resultado que el gasto primario responde fundamentalmente a los cambios en las exportaciones petroleras y a los cambios del PIB. En el caso de las exportaciones petroleras, el gasto responde hasta con rezago de dos años. Sin embargo, el signo resulta negativo en el año corriente. Ello puede obedecer al hecho de que en los momentos que Venezuela se ha dispuesto a iniciar programas de ajustes o de corrección fiscal, han coincidido con mejoras sustanciales de los precios del petróleo o con incrementos en los volúmenes de producción, como ocurrió en los años 1979, 1984, 1990 y 1996. Tan pronto como se recuperó el ingreso por exportaciones petroleras, el esfuerzo de ajuste se abandonó en los meses siguientes y el gasto público se expandió. En sentido contrario pero confirmando el signo obtenido en la ecuación, en 1986 ocurrió una caída de los precios del petróleo en montos cercanos al 40%, al mismo tiempo que se daba inicio a un programa de expansión significativa del gasto público que perduraría hasta 1988. El rezago también se explica por las restricciones presupuestarias de carácter institucional, las cuales dificultan en alguna medida hacer uso inmediato de los recursos que se obtengan más allá de los ingresos previstos en el presupuesto.

Lo más importante de la ecuación anterior es que el gasto publico primario responde con cierto rezago pero en forma procíclica a las exportaciones petroleras, lo cual constituye uno de los mecanismos mediante el cual se transmite a la economía interna la volatilidad del mercado petrolero internacional. Igualmente, la ecuación muestra que el gasto público también responde en forma procíclica al nivel de la actividad interna, ya que el coeficiente de regresión de los cambios en el gasto con los cambios en el PIB resultó positivo y estadísticamente significativo. Este resultado confirma las conclusiones obtenidas en otros estudios sobre el carácter procíclico y volátil de la política fiscal

en Venezuela.¹⁴ Más adelante se presentará otro ejercicio que mostrará que el componente del gasto primario que responde más procíclicamente a los shocks petroleros es precisamente el gasto de inversión pública, cuyos efectos sobre el componente cíclico del PIB fueron descritos anteriormente.

Cuadro 5: Gasto primario total

$\Delta \text{Gasto. primario. spr} = -0,0017 - 3,18E - 06 \Delta \text{Exp. petroleras. r} + 4,10E - 06 \Delta \text{Exp. petroleras. r}_{(t-1)} + 2,66E - 06 \text{Exp. petroleras. r}_{(t-2)} + 8,18E - 07 \Delta \text{PIB. real}$
$R^2 \text{ajustado} = 0,90$
$F - \text{statistic} = 37,34$
$D - W = 2,06$
$\text{Breush - Godfrey}(F - \text{statistic}) = 0,11$

Notas:

Exp. Petroleras son las exportaciones petroleras en millones de dólares de 1984. El Gasto primario está medido como porcentaje del PIB. Todos los coeficientes son significativos al 5%. (Δ) En primeras diferencias. (*) Como porcentaje del Producto Interno Bruto.

Los resultados anteriores dejan a los precios del petróleo y al tipo de cambio real como las variables más determinantes del déficit fiscal en Venezuela a lo largo del período analizado en este estudio y, en menor medida, al componente cíclico del PIB por la vía del gasto público (Ver **Gráficos 9 y 10**). Sin embargo, no puede concluirse por ello que el resto de las variables macroeconómicas relevantes, como la inflación o la tasa de interés interna, no tengan importancia fiscal. Esa conclusión podría ser equivocada, particularmente cuando el análisis se hace para ejercicios fiscales de corta duración y no para un período prolongado como el que se hizo en este ejercicio. Las regresiones sólo muestran lo que ha ocurrido a lo largo de los años analizados y por tanto pueden ser una buena descripción de lo ocurrido en el pasado, pero no necesariamente arrojan conclusiones definitivas de la situación fiscal actual o del mediano plazo futuro. Esta aclaratoria resulta fundamental por dos razones básicas. Primero, el estudio recoge un período en el cual los cambios en el precio del petróleo en el mercado internacional han sido extremadamente frecuentes y de magnitudes considerables. Además, durante dicho período, Venezuela ha registrado cambios importantes en los volúmenes de producción de petróleo. Al inicio de la década de los setenta, el país producía más de tres millones de barriles diarios. El nivel de producción comenzó a descender progresivamente hasta alcanzar un piso de un millón seiscientos mil barriles diarios en 1986, para luego ascender hasta más de tres millones doscientos mil barriles en 1996. En otras palabras, no sólo la volatilidad de los precios del petróleo han contribuido a la inestabilidad de la economía venezolana, sino también las fuertes variaciones en los volúmenes de producción. En algunos años estas variaciones en los volúmenes de producción han contribuido a contrarrestar las disminuciones de los precios del petróleo, pero en otros años han contribuido a reforzar las magnitudes de los shocks, como ocurrió entre 1990-91 y en 1996.

En segundo lugar, como fue comentado anteriormente, por el control que ha habido sobre las tasas de interés y el volumen relativamente pequeño de la deuda interna hasta años recientes, la tasa de interés interna no resultó estadísticamente significativa. Sin embargo, esta situación probablemente cambiará a medida que continúe aumentando el volumen de TEM's y se formalice la deuda existente de la seguridad social y de pasivos laborales del sector público que hasta ahora se mantenían ocultos. En este sentido, la deuda interna registrará un aumento significativo y por tanto el peso de la tasa de interés en las cuentas públicas aumentará. Por otra parte, si Venezuela se dispone a reducir en forma estable y sostenible la tasa de inflación, la represión financiera tendrá que dejar de ser un mecanismo de financiamiento fiscal. Ello implica la eventual recuperación de tasas de interés reales positivas, lo cual tendrá un impacto fiscal importante en el futuro. Finalmente, si algo muestran los resultados obtenidos y los gráficos comentados, es la necesidad de aislar en alguna

¹⁴ Replicando para Venezuela la metodología empleada por Gavin, Hausmann, Perotti y Talvi (1996), Zambrano y Riutort (1997) demuestran igualmente esta conclusión sobre la prociclicidad y volatilidad de la política fiscal en el período 1970-94.

medida a la economía de los shocks externos, lo cual requiere un nivel de gasto público más estable y menos asociado a las variaciones del ingreso petrolero, así como de una base de tributación más diversificada.

Gráfico 9

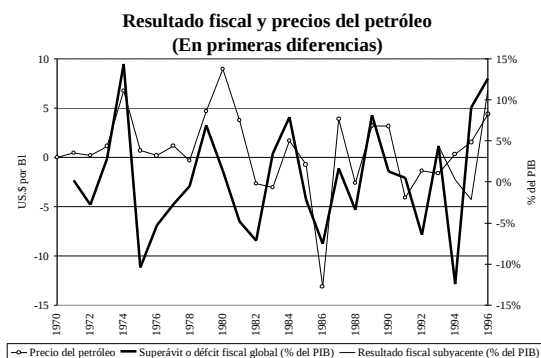
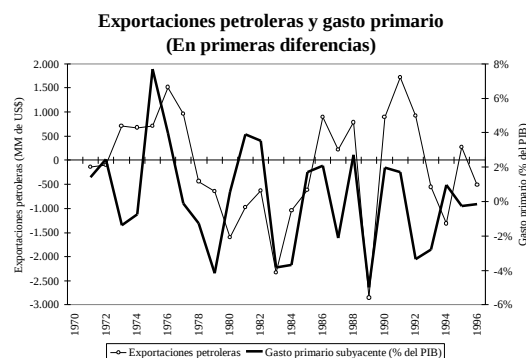


Gráfico 10



Fuente: BCV, Anuario de Cuentas Nacionales e Informe Anual y, García, Rodríguez y Salvato (1997a).

Para complementar el análisis de los factores determinantes del déficit fiscal en Venezuela, se hizo un ejercicio de descomposición del déficit global entre el impacto de variables de política y el impacto de las variables macroeconómicas relevantes. Aunque la clasificación empleada es un tanto arbitraria, se consideran variables de política a aquellas que son completamente endógenas a la decisión de los ejecutores de la política económica, como el empleo público, las remuneraciones reales del sector público, la inversión, las transferencias corrientes o de capital, los niveles de tributación, indirecta o directa. Dentro de este grupo también se incluyó el volumen de producción petrolera. En el grupo de variables macroeconómicas se incluyeron el tipo de cambio real, las tasas de interés internas y externas, el crecimiento del PIB y los precios del petróleo. Igualmente, se incluyeron los ingresos fiscales provenientes de la devaluación como otra variable macroeconómica, ya que durante el ajuste de la inflación a la devaluación, se genera un fuerte impacto en las finanzas del sector público en Venezuela. Sobre este aspecto en particular se volverá más adelante.

Cuadro 6: Efecto sobre el resultado fiscal de las variaciones de las VMR's.

Variaciones del resultado fiscal en puntos del PIB

	1971/1975	1976/1980	1981/1985	1986/1990	1991/1996	1971/1980	1981/1990	1971/1996
VARIABLES DE POLÍTICA FISCAL								
Ingresos (incluye petróleo)	2,8%	0,2%	0,2%	0,1%	0,5%	1,5%	0,0%	0,8%
Impuestos directos	(0,2%)	0,1%	0,0%	(0,3%)	0,1%	(0,0%)	(0,1%)	(0,0%)
Impuestos indirectos	0,1%	0,0%	(0,0%)	(0,0%)	0,7%	0,0%	(0,0%)	0,2%
Volumen de exportaciones petroleras	(1,2%)	1,5%	(0,8%)	1,1%	1,5%	0,1%	0,1%	0,4%
Gastos	1,9%	0,2%	0,7%	0,1%	(0,7%)	1,1%	0,0%	0,4%
Empleo público	0,1%	0,6%	0,0%	0,3%	(0,1%)	0,4%	0,1%	0,2%
Salario real del sector público	(0,2%)	(0,6%)	(0,1%)	(0,4%)	(0,1%)	(0,4%)	(0,3%)	(0,3%)
Inversión pública y transferencias de capital	1,6%	(0,1%)	(0,2%)	0,1%	(0,2%)	0,7%	0,0%	0,2%
Compra de Bienes y servicios no factoriales	0,0%	(0,1%)	(0,0%)	0,0%	(0,1%)	(0,0%)	0,0%	(0,0%)
Transferencias corrientes	0,3%	0,0%	0,4%	(0,3%)	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%
VARIABLES MACROECONOMICAS INTERNAS								
Crecimiento del PIB	0,6%	0,4%	(0,2%)	0,6%	0,4%	0,5%	0,2%	0,3%
Ingreso fiscal por devaluación	0,0%	0,0%	0,2%	0,1%	1,0%	0,0%	0,2%	0,3%
Tipo de cambio real	0,0%	(0,0%)	0,1%	0,4%	0,2%	(0,0%)	0,2%	0,1%
Tasa de interés interna	0,1%	0,2%	0,0%	(0,1%)	0,2%	0,1%	(0,1%)	0,1%
VARIABLES EXTERNAS								
Precio del petróleo	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Precio del petróleo	3,7%	(0,6%)	(0,8%)	1,1%	(1,5%)	1,6%	0,1%	0,3%
Tasa de interés externa en US\$	0,0%	0,4%	0,3%	0,3%	(0,3%)	0,2%	0,3%	0,1%
Cambio del resultado fiscal no explicado(*)	(0,2%)	(1,0%)	1,7%	(2,7%)	(0,4%)	(0,6%)	(0,4%)	(0,5%)
Cambio del resultado fiscal(**)	0,8%	(0,0%)	(0,5%)	0,0%	1,3%	0,4%	(0,3%)	0,4%
Resultado fiscal global	1,5%	(1,8%)	(3,0%)	(4,7%)	(2,8%)	(0,0%)	(3,9%)	(2,1%)

Fuente: Cálculos propios basados en la metodología de Marshall y Schmidt-Hebbel (1989, 1994) y Easterly, Rodríguez, Schmidt-Hebbel (1994).

Notas:

Cada celda (dv_i) refleja el cambio en el resultado fiscal (medido en puntos del PIB) ocasionado por el

cambio en la variable v_i . El cambio del resultado fiscal total es igual a $\sum dv_i$.

Valores entre paréntesis, equivalen a valores negativos. Valores positivos (negativos) en las variables de ingresos representan aumentos en el superávit fiscal (disminución del déficit) y valores positivos en las variables de gastos representan reducciones del superávit (aumentos del déficit).

La inflación no fue incluida por tres razones: a) El efecto Tanzi es reducido debido a la baja recaudación interna. b) Es muy difícil cuantificar los atrasos de los gastos del sector público por efecto de la represión inflacionaria del gasto. c) En pruebas econométricas, los cambios en la inflación no resultaron estadísticamente significativos como explicación de los cambios del resultado fiscal.

Un aumento del índice del tipo de cambio real indica una apreciación.

(*) La diferencia entre la sumatoria de los efectos especificados en el cuadro y el cambio total del resultado fiscal es el cambio no explicado.

(**) El cambio en el resultado fiscal es $\Delta \text{resultado. fiscal} = \text{resultado. fiscal}_t - \text{resultado. fiscal}_{t-1}$

Esta descomposición del déficit o superávit fiscal se hizo a través de la metodología de Marshall y Schmidt-Hebbel (1989 y 1994). Los resultados se presentan en los Cuadros 6 y 7. Como puede observar el lector, los resultados obtenidos a través de esta metodología confirman las conclusiones alcanzadas en los ejercicios de regresión. Si se consideran aquellas variables cuyos impactos sobre el superávit o déficit fiscal superan el equivalente a uno o más puntos del PIB, se tiene que éstas son los precios del petróleo, el volumen de producción petrolera, el tipo de cambio real, la inversión pública directa y las transferencias a las empresas públicas no petroleras y a otros entes descentralizados. Debido al proceso de descentralización que se lleva adelante desde 1990, esas

transferencias se han concentrado más en los gobiernos regionales y municipales que en las empresas públicas no petroleras, las cuales se han mantenido en conjunto en equilibrio operativo.¹⁵

Hay variables de política o variables macroeconómicas que en algunos años o períodos aislados han tenido alguna importancia significativa, pero en la mayor parte del período analizado sus impactos han sido significativamente menores a un punto del producto. Estos resultados se presentan para el período 1970-96, agrupados por décadas y quinquenios, al igual que para aquellos años en los cuales ocurrieron shocks petroleros importantes (1974-75; 1979-80; 1985-86; 1990-91; 1995-96).

El ejercicio anterior de descomposición del déficit sirve para evaluar la calidad de un ajuste fiscal, ya que permite separar los efectos de variables de política que se encuentran relativamente bajo control de los ejecutores de la política económica y las variables macroeconómicas, las cuales tienen un comportamiento más exógeno, o cuyo control es más indirecto o constituyen más bien un resultado de varios factores, entre ellos la propia política económica. El año 1996 constituye un excelente ejemplo para hacer un análisis al respecto y evaluar la calidad del ajuste fiscal realizado. El país negoció a mediados de dicho año un acuerdo Stand-By con el FMI con un programa de ajuste denominado la Agenda Venezuela. En 1995 el país había registrado un déficit global de 4,7% del PIB. A comienzos de 1996 se estimaba, según fuentes oficiales, un déficit de 11% del PIB y la inflación en los primeros cuatro meses se ubicó en 8% por mes, lo que anualizado significaría una inflación ligeramente superior al 150%. Al cierre del año, el resultado fiscal se transformó en un superávit de 8% del PIB para el Sector Público Restringido, es decir un cambio en el resultado fiscal en relación a 1995 de 12,6% del PIB. Sin embargo, de dicho cambio, 7,6% del PIB se originaron del incremento en los precios del petróleo, 2% del PIB en el aumento de la producción petrolera y 9,3% del PIB de la devaluación (el tipo de cambio pasó de 170 Bs./\$ a mediados de diciembre de 1995 a 470 Bs./\$ a fines de abril de 1996, es decir una devaluación acumulada de 176,5% ¡en cinco meses!). Estos dos factores, el aumento en las exportaciones petroleras y la devaluación, aportaron un efecto positivo en la reducción del déficit de 18,9% del PIB, lo cual permitió financiar un aumento del gasto por transferencias corrientes, fundamentalmente subsidios en programas sociales y transferencias a los gobiernos regionales y municipales por 2,7% del PIB, un aumento del servicio de la deuda pública por efectos de la devaluación y de las tasas de interés de 2% del PIB y una disminución de impuestos directos de 0,7% del PIB como resultado de la contracción económica de 3,6% producida en la actividad no petrolera. En otras palabras, el supuesto "ajuste" fiscal se produjo fundamentalmente por el shock petrolero positivo y una devaluación sustancial, cuyos efectos recesivos e inflacionarios han sido significativos. Más allá de un ligero aumento en los impuestos indirectos por el incremento en los precios de la gasolina, no hubo tal ajuste fiscal. Inclusive, el aumento en la tasa del IVM de 12,5% a 16,5% no produjo un incremento en la recaudación de este impuesto porque la recesión económica contrarrestó el ajuste de la tasa.

El año 1996 no es más que la repetición de la paradoja observada en años anteriores, donde la mejora fiscal está asociada a un aumento de la inflación por el uso de la devaluación como mecanismo de corrección fiscal. Esta paradoja ha hecho concluir erróneamente a algunos analistas económicos en Venezuela que argumentan que la inflación del país tiene poco que ver con el déficit fiscal, ya que en períodos de reducción del déficit la inflación se acelera y en períodos de deterioro de las cuentas fiscales, producido en parte por la apreciación real del tipo de cambio, la inflación se desacelera.

¹⁵ Los resultados individuales entre las empresas no petroleras difieren sustancialmente, algunas de ellas con déficits importantes. Sin embargo, en conjunto estos efectos se compensan para producir un relativo equilibrio fiscal en el nivel de las empresas públicas, como puede observarse de la información oficial disponible.

Cuadro 7: Efecto sobre el resultado fiscal de las variaciones de las VMR's. en años seleccionados

Variaciones del resultado fiscal en puntos del PIB

	1974	1975	1979	1980	1985	1986	1990	1991	1995	1996
VARIABLES DE POLITICA FISCAL										
Ingresos (incluye petróleo)	13,6%	(2,6%)	3,1%	2,8%	(0,5%)	(5,8%)	4,2%	0,7%	(1,2%)	9,9%
Impuestos directos	(1,1%)	0,5%	(0,5%)	(0,2%)	0,4%	(0,2%)	(0,1%)	(0,1%)	0,1%	(0,7%)
Impuestos indirectos	0,1%	0,4%	(0,3%)	(0,0%)	0,3%	0,5%	(0,2%)	0,6%	1,1%	0,6%
Volumen de exportaciones petroleras	(1,0%)	(6,2%)	0,8%	(0,5%)	(2,8%)	1,3%	2,8%	6,4%	(0,5%)	2,0%
Gastos	(0,8%)	7,8%	(3,8%)	1,5%	1,6%	1,7%	3,0%	0,2%	(10,3%)	(2,7%)
Empleo público	(0,1%)	0,8%	2,6%	0,1%	(0,0%)	(0,1%)	(0,2%)	0,0%	0,8%	(0,9%)
Salario real del sector público	(0,9%)	(0,0%)	(3,4%)	0,1%	0,0%	0,2%	0,0%	0,2%	(1,5%)	(0,1%)
Inversión pública y transferencias de capital	0,7%	5,0%	(3,5%)	(0,2%)	0,1%	2,4%	1,0%	1,5%	(9,7%)	(1,1%)
Compra de Bienes y servicios no factoriales	(0,2%)	0,3%	0,1%	(0,3%)	(0,2%)	0,3%	0,3%	0,0%	0,1%	(0,3%)
Transferencias corrientes	(0,3%)	1,6%	0,1%	0,8%	1,1%	(1,4%)	0,9%	0,2%	0,3%	1,2%
VARIABLES MACROECONOMICAS INTERNAS										
Crecimiento del PIB	0,7%	0,7%	0,2%	(0,3%)	0,0%	1,5%	1,0%	1,4%	0,3%	(0,1%)
Ingreso fiscal por devaluación	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	(1,6%)	(0,8%)	(8,8%)	0,6%	(4,3%)	7,4%
Tipo de cambio real	0,2%	(0,2%)	0,1%	(0,1%)	(0,1%)	(0,2%)	0,7%	(0,1%)	(0,2%)	1,9%
Tasa de interés interna	0,0%	0,1%	0,1%	0,6%	0,2%	0,0%	0,4%	(0,3%)	1,7%	(1,2%)
VARIABLES EXTERNAS										
Precio del petróleo	14,6%	1,7%	4,2%	2,6%	(0,8%)	(5,8%)	3,4%	(10,9%)	(0,6%)	7,6%
Tasa de interés externa en US\$	(0,0%)	(0,0%)	0,1%	0,3%	0,2%	(0,3%)	0,5%	(0,7%)	(0,6%)	(0,8%)
Cambio del resultado fiscal no explicado(*)	0,3%	0,2%	(1,5%)	1,2%	2,2%	(3,6%)	(2,8%)	4,1%	(0,1%)	(0,2%)
Cambio del resultado fiscal(**)	14,4%	(10,4%)	6,9%	1,4%	(2,1%)	(7,5%)	1,3%	0,5%	9,1%	12,6%
Resultado fiscal global	13,3%	2,9%	1,3%	2,7%	(0,0%)	(7,5%)	0,2%	0,6%	(4,7%)	7,9%

Fuente: Cálculos propios basados en la metodología de Marshall y Schmidt-Hebbel (1989, 1994) y Easterly, Rodríguez, Schmidt-Hebbel (1994).

Notas:

Cada celda (dv_i) refleja el cambio en el resultado fiscal (medido en puntos del PIB) ocasionado por el cambio en la variable v_i . El cambio del resultado fiscal total es igual a $\sum dv_i$.

Valores entre paréntesis, equivalen a valores negativos. Valores positivos (negativos) en las variables de ingresos representan aumentos en el superávit fiscal (disminución del déficit) y valores positivos en las variables de gastos representan reducciones del superávit (aumentos del déficit).

La inflación no fue incluida por tres razones: a) El efecto Tanzi es reducido debido a la baja recaudación interna. b) Es muy difícil cuantificar los atrasos de los gastos del sector público por efecto de la represión inflacionaria del gasto. c) En pruebas econométricas, los cambios en la inflación no resultaron estadísticamente significativos como explicación de los cambios del resultado fiscal.

Un aumento del índice del tipo de cambio real indica una apreciación.

(*) La diferencia entre la sumatoria de los efectos especificados en el cuadro y el cambio total del resultado fiscal es el cambio no explicado.

(**) El cambio en el resultado fiscal es $\Delta \text{resultado. fiscal} = \text{resultado. fiscal}_t - \text{resultado. fiscal}_{t-1}$

III.- EL IMPULSO FISCAL Y EL DÉFICIT MACROECONOMICAMENTE AJUSTADO

La discusión anterior nos lleva a analizar un punto que ha sido parte importante de la polémica sobre la calidad de la política fiscal. ¿Cuánto del cambio en el resultado fiscal obedece a la voluntad o discreción de las autoridades públicas y cuánto a cambios en las variables macroeconómicas relevantes desde el punto de vista fiscal? ¿Cuánto del cambio en el déficit fiscal obedece a cambios en el ciclo económico y cuanto a la acción o voluntad de las autoridades públicas? Aunque la metodología de Marshall y Schmidt-Hebbel (1989 y 1994) discutida anteriormente permite responder en buena medida algunas de estas interrogantes, particularmente por la separación que

hace entre los efectos de las variables macroeconómicas y las variables de política económica en la explicación de los cambios en el resultado fiscal, la metodología adolece de algunas limitaciones que no permiten evaluar la verdadera calidad de la política fiscal, además de la complejidad o laboriosidad de sus cálculos. En particular, esta metodología no distingue entre el comportamiento cíclico y el valor de tendencia de las variables macroeconómicas relevantes. Igualmente, al tomar los cambios en el déficit global, en lugar de los cambios en el déficit primario, la metodología no permite determinar cuanto del cambio en el déficit o superávit fiscal obedece a decisiones de la política actual o contemporánea y cuanto es el resultado o consecuencia de un determinado nivel de endeudamiento que correspondió a decisiones de política económica del pasado.

Un indicador sencillo que permite resolver algunas de las dudas anteriores y que se ha venido aplicando en diversos países, particularmente de la OECD, es el impulso fiscal. Su objetivo es determinar el cambio en la política fiscal que no obedece a las variaciones cíclicas de la economía. En Blanchard (1990) se propone el cálculo del impulso fiscal como el cambio que ocurre de un año a otro en el resultado fiscal primario, pero calculándose este último a la misma tasa de desempleo que existía en el año anterior. En otras palabras, el indicador intenta determinar cuanto del cambio en el resultado fiscal primario que ocurre de un año a otro obedece a decisiones de política y no a cambios en el nivel de desempleo de la economía. Al calcularse a partir del cambio en el resultado primario, se considera únicamente el efecto contemporáneo de la política fiscal y no las consecuencias de déficits incurridos en el pasado que se manifiestan a través del gasto en intereses.

En este trabajo se presenta una modificación del concepto de impulso fiscal propuesto por Blanchard op cit. En primer lugar, se tomó el nivel del PIB, en lugar de la tasa de desempleo, ya que por el elevado nivel de informalidad en la economía venezolana la tasa de desempleo abierto no recoge en buena medida las magnitudes de las variaciones cíclicas del PIB. En segundo lugar, se trabajó con el concepto de resultado primario no petrolero, ya que el resultado primario global arroja fuertes variaciones que obedecen a cambios en los precios del petróleo y no a decisiones de las autoridades económicas. En tal sentido, el cálculo del impulso fiscal basado en el superávit o déficit global podría reflejar un resultado inadecuado o confuso sobre la calidad de la política fiscal. Por el contrario, el cálculo del impulso fiscal basado en el déficit primario no petrolero sería un mejor indicador para evaluar los efectos de la política fiscal sobre la demanda agregada y el mercado financiero local que resultan de decisiones discrecionales de las autoridades y no como resultado de hechos totalmente exógenos o casi fortuitos. Por ejemplo, los cambios en el gasto público que ocurran como resultado de los cambios en los precios del petróleo y del tipo de cambio se reflejarían como un deterioro del déficit primario no petrolero, en lugar de una eventual mejoría que pudiese ocurrir si se utilizara el resultado primario global.

Gráfico 11

Variación observada del RPNP e impulso fiscal

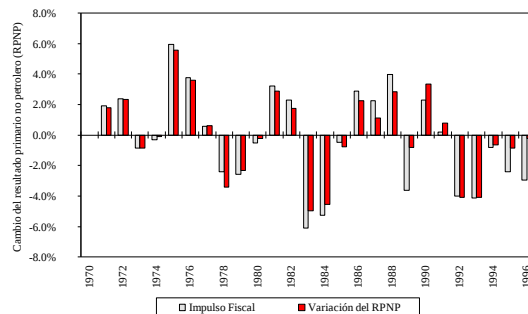
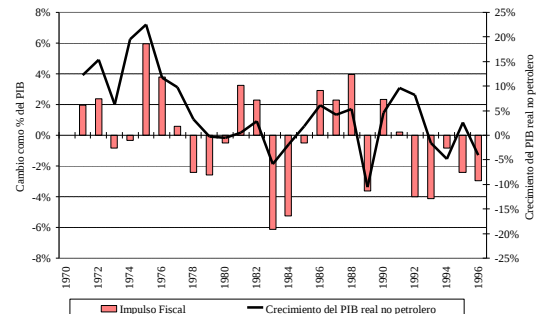


Gráfico 12

Impulso fiscal y crecimiento económico



Fuente: BCV, Anuario de Cuentas Nacionales e Informe Anual y Cálculos Propios.

El **Cuadro 8** y el **Gráfico 11** muestran la evolución del impulso fiscal definido anteriormente y el cambio observado en el resultado primario no petrolero entre 1970 y 1996. Recuérdesse que la diferencia entre estos dos indicadores consiste en que el impulso fiscal se calcula utilizando para un año determinado el mismo nivel del PIB del año anterior, con el fin de eliminar el efecto de las variaciones cíclicas del crecimiento sobre la política fiscal. Como puede observarse, un impulso fiscal positivo reflejaría una política fiscal expansiva, particularmente sobre la demanda agregada, mientras que un impulso fiscal negativo sería un factor depresivo. Dicho resultado es consistente con un aumento (disminución) del déficit (superávit) primario no petrolero, obedeciendo la diferencia entre ambos indicadores al efecto de las decisiones de las autoridades en materia de política fiscal, ya que el impacto de los cambios en la tasa de crecimiento del PIB ha sido aislado en el cálculo del impulso fiscal. Aún cuando los cambios en el déficit primario no petrolero resulta un indicador bastante aproximado del impulso fiscal, en algunos años esa apreciación puede resultar equivocada o muy imprecisa, particularmente cuando los cambios en la tasa de crecimiento del PIB han sido considerables.

La característica más resaltante en el comportamiento del impulso fiscal ha sido su marcada volatilidad, al igual que en los cambios del déficit primario no petrolero. Ello obedece a que los impactos de los shocks petroleros se transmiten a través del gasto público, ya que por el lado de los ingresos fiscales no se consideran los recursos provenientes de dicha actividad en ambos indicadores. En ese sentido, estos indicadores también confirman los resultado obtenidos en la ecuación del gasto primario del **Cuadro 5** como función de reacción de las autoridades públicas. En el **Gráfico 12** se presenta una comparación entre el impulso fiscal y la tasa de crecimiento del PIB no petrolero, lo cual muestra la potencia del indicador para explicar el carácter procíclico de la política fiscal, además de su volatilidad. Obviamente que ambas características son una consecuencia de la transmisión de los shocks petroleros al resto de la economía, principalmente a través de las políticas fiscal y cambiaria.

Cuadro 8: Impulso fiscal y resultado fiscal primario no petrolero (RPNP)

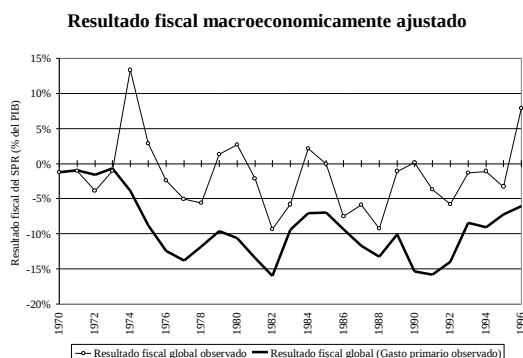
	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Resultado fiscal primario no petrolero	-12,7%	-15,1%	-14,2%	-13,8%	-20,2%	-23,6%	-24,1%	-22,0%	-18,3%	-17,9%	-21,3%	-23,3%	-16,8%
Impulso Fiscal	1,9%	2,4%	-0,8%	-0,3%	6,0%	3,8%	0,6%	-2,4%	-2,6%	-0,5%	3,2%	2,3%	-6,1%
Variación del RPNP	1,8%	2,4%	-0,8%	-0,1%	5,6%	3,6%	0,6%	-3,4%	-2,3%	-0,2%	2,9%	1,8%	-5,0%

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Resultado fiscal primario no petrolero	-12,3%	-12,7%	-15,5%	-17,5%	-20,2%	-14,2%	-18,8%	-20,2%	-17,0%	-12,6%	-11,7%	-9,0%	-7,8%
Impulso Fiscal	-5,3%	-0,5%	2,9%	2,3%	4,0%	-3,6%	2,3%	0,2%	-4,0%	-4,1%	-0,8%	-2,4%	-3,0%
Variación del RPNP	-4,6%	-0,8%	2,2%	1,1%	2,9%	-0,8%	3,3%	0,8%	-4,1%	-4,1%	-0,6%	-0,9%	-0,2%

Fuente: Cálculos Propios.

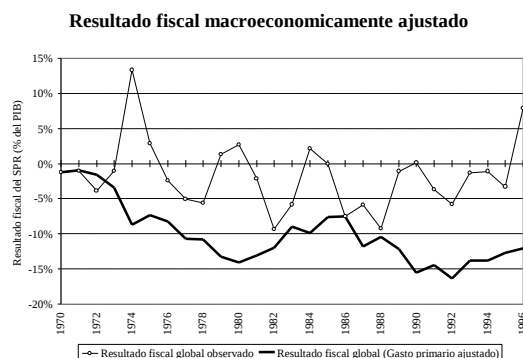
El impulso fiscal también presenta algunas limitaciones importantes como indicador de la política fiscal, ya que el efecto cíclico se pretende aislar exclusivamente a través del uso del nivel del PIB que prevaleció en el año anterior para el año en el cual se pretende hacer el cálculo. Sin embargo, el PIB del año anterior también está afectado por el componente cíclico del producto y por lo tanto el indicador no permite aislar completamente dicho efecto. Un indicador que pretende aislar ese efecto cíclico o de corto plazo es el Déficit Macroeconómicamente Ajustado (DMA), el cual se calcula con el valor de tendencia de las variables macroeconómicas relevantes (VMR) o determinantes del resultado fiscal. La idea consiste en determinar dicho resultado si hubiese prevalecido el valor de largo plazo de las VMR's. En otras palabras, lo que se pretende es evaluar la calidad de la política fiscal en el largo plazo. Por lo tanto, este indicador aísla en cierta medida o parcialmente los shocks de que puedan haber experimentado las VMR.

Gráfico 13



Fuente: Cálculos Propios.

Gráfico 14



El **Gráfico 13** muestra la evolución del DMA desde 1970 hasta 1996, el cual confirma la afirmación hecha anteriormente en relación a la tendencia del resultado fiscal de Venezuela a registrar déficits de manera casi permanente, particularmente cuando se aísla el efecto de los shocks petroleros. El indicador también muestra el déficit que ha prevalecido dado el gasto primario observado, el cual como ha sido comentado, registra un comportamiento fuertemente procíclico a las exportaciones petroleras. Con el fin de aislar dicho comportamiento, el gasto primario se ajustó con la función de reacción del **Cuadro 5**. La razón fundamental para hacer dicho ajuste obedece a que el gasto público difícilmente hubiese llegado a alcanzar los niveles que tuvo durante los años en los cuales las exportaciones petroleras se incrementaron fuertemente. Los resultados de dicho ajuste se muestran en el **Gráfico 14**. El resultado evidencia que al separar el componente cíclico del gasto primario, el DMA mostró una tendencia más estable pero pronunciadamente deficitaria. Esa tendencia deficitaria se corresponde con el sustancial incremento del endeudamiento público y

aceleración de la inflación a niveles más elevados en la últimas tres décadas, ya que de alguna forma tuvieron que ser financiados dichos déficits.

El elevado nivel de endeudamiento que registra el sector público ha sido un factor determinante en la tendencia estructural deficitaria de las finanzas públicas, lo cual se manifiesta claramente en la evolución comentada del DMA. Sin embargo, este indicador presenta el resultado en forma agregada, lo cual no permite observar cuánto de esa tendencia deficitaria obedece a los gastos de intereses causados por la deuda pública acumulada y cuanto a la diferencia entre gastos primarios y recaudación total. Para responder a esta interrogante se calculó el Déficit Primario Macroeconómicamente Ajustado (DPMA) el cual resulta de restar al DMA el gasto en intereses. Este indicador permitiría determinar el déficit primario de tendencia, el cual no incluye el efecto de déficit pasados que se arrastran en el gasto de intereses. Los cálculos se muestran en el **Gráfico 15**.

Los resultados señalan que el DPMA se ha reducido sustancialmente más que el DMA entre 1991 y 1996. Mientras el primero pasó de -11,7% del PIB en 1991 a -1,0% del PIB en 1996, es decir, una reducción de 10,7 puntos del PIB, el segundo pasó de -15,6% del PIB a -12,1% del PIB en el mismo período; es decir, una reducción de sólo 3,5% del PIB. Igualmente, se calculó el Déficit Primario No Petrolero Macroeconómicamente Ajustado (DPNPMA), el cual resulta de restar al DMA el ingreso petrolero, además de los gastos en intereses. El cálculo se hizo con el fin de estimar el esfuerzo interno en la reducción mencionada del déficit primario de tendencia (DPMA). Los resultados muestran que el déficit primario no petrolero de tendencia se redujo de -19,8% del PIB en 1991 a -8,4% del PIB en 1996, es decir, un ajuste de 11,4 puntos del PIB (ver **Gráfico 16**).

La disminución que manifiestan las dos variantes de déficit primarios de tendencia (global y no petrolero) arroja una conclusión muy clara. A pesar de una disminución alrededor de 11 puntos del PIB en ambos indicadores, el DMA sólo se redujo en menos de cuatro puntos del PIB, dado que los gastos de intereses son rígidos a la baja y a que el endeudamiento público aumentó en el período comentado, básicamente por el costo de la crisis financiera. La disminución de ambos conceptos de déficit primarios obedeció a una reducción del gasto primario en aproximadamente seis puntos del PIB y al aumento en la recaudación interna por la implantación del impuesto a las ventas y el aumento en el precio de la gasolina. Estos números indican un gran esfuerzo fiscal que en parte no se manifiesta en una mejora del entorno económico por el excesivo peso del gasto en intereses, lo cual impide una reducción mayor del déficit global tendencia (DMA). El peso de la deuda pública ha exigido un gran esfuerzo de reducción del déficit primario que sin lugar a dudas explica el deterioro del gasto público en ciertas áreas, el cual puede haber llegado a límites que no sean social y económicamente sostenibles.

Gráfico 15

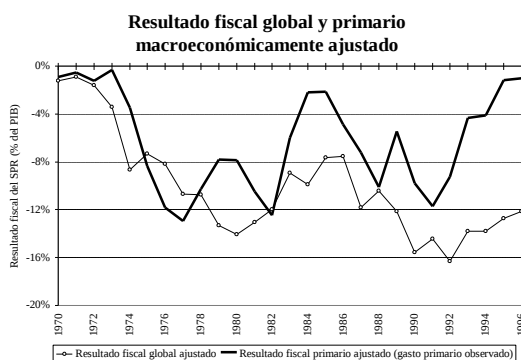
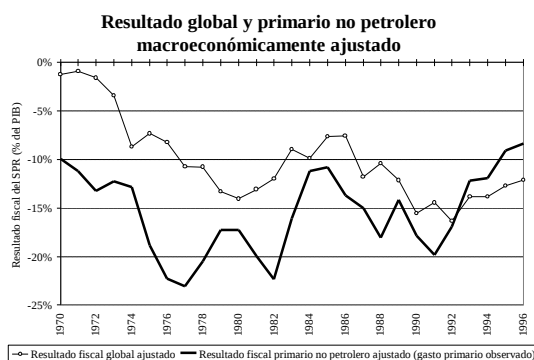


Gráfico 16



Fuente: BCV, Anuario de Cuentas Nacionales e Informe Anual y Cálculos Propios.

El uso del impulso fiscal (o de los cambios en el déficit primario no petrolero como un aproximado de este último, con las precauciones del caso) y de los déficit global, primario y primario no petrolero (macroeconómicamente ajustados o de tendencia) constituyen un buen complemento para el análisis de la calidad de la política fiscal. El primero para analizar el corto plazo y los efectos de volatilidad y prociclicidad de la política fiscal y los restantes para analizar las tendencias de largo plazo y la calidad subyacente de la política fiscal más allá de los factores cíclicos o de corto plazo de las variables macroeconómicas determinantes del resultado de las cuentas del sector público.

IV.- DÉFICIT FISCAL, TIPO DE CAMBIO Y ESTABILIDAD ECONÓMICA: LA DEVALUACIÓN COMO HERRAMIENTA FISCAL

El tipo de cambio real fue la única variable que mostró una relación bidireccional con el déficit fiscal en las regresiones descritas en la sección anterior. Lamentablemente, como ya fue mencionado, la no disponibilidad de cifras fiscales confiables en un número adecuado de observaciones con periodicidad menor a un año no permitió establecer una dirección de causalidad más definida. Sin embargo, se pueden adelantar dos argumentos sobre la bidireccionalidad entre estas dos variables. El primero de ellos, que fue mencionado anteriormente, es que la devaluación produce un efecto fiscal favorable en términos de flujo de caja, dado que la cuenta corriente del sector público es superavitaria. Por ello la devaluación ha venido siendo utilizada como mecanismo de corrección fiscal desde 1983. Por esta misma razón, el uso del tipo como ancla nominal para contener las presiones inflacionarias en ciertos períodos, ha deteriorado el resultado fiscal en forma significativa, forzando posteriormente un ajuste cambiario mayor y por ende una aceleración de la inflación.

El segundo argumento que permite explicar la bidireccionalidad entre el resultado fiscal y el tipo de cambio tiene que ver con la forma como la economía venezolana se ha ajustado a los shocks externos provenientes del mercado petrolero. Cuando ocurre un aumento significativo del ingreso petrolero, con el consecuente aumento repentino del superávit fiscal y de la cuenta corriente, el gasto público interno comienza a incrementarse al cabo de algunos meses, particularmente en el siguiente ejercicio fiscal. Esta expansión del gasto se convierte en una presión de demanda agregada que ocasiona dos efectos. Primero, estimula un incremento de las importaciones de bienes transables, y, segundo, induce un aumento de los precios de los bienes no transables, ya que la oferta de éstos no puede responder en forma inmediata ante las presiones de demanda. Este aumento en los precios de los bienes no transables genera cierta presión inflacionaria, por lo cual tiende a producirse una apreciación real del tipo de cambio, ya que en medio de la bonanza petrolera la tasa de cambio nominal tiende a estancarse o inclusive a disminuir.

Gráfico 17

Índice de tipo de cambio real

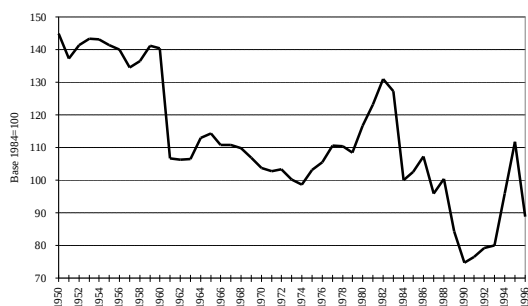
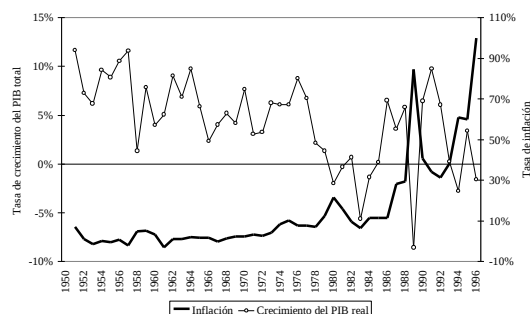


Gráfico 18

Crecimiento e inflación



Fuente: Cálculos propios y BCV, Informe Anual.

Notas:

Un aumento del índice representa una apreciación del tipo de cambio real.

La apreciación real del tipo de cambio provoca a su vez dos efectos importantes. El primero es un estímulo adicional al crecimiento de las importaciones, las cuales se abaratan en términos relativos con la producción local y el segundo es un deterioro de las cuentas fiscales. Estas son las razones por las cuales, después de un boom petrolero, la economía se mueve en el lapso de uno a dos años hacia un déficit en la cuenta corriente y en el resultado fiscal. Dicho movimiento será más rápido tan pronto como los precios del petróleo comiencen a caer por debajo del punto máximo del boom y cuanto mayor sea la apreciación real del tipo de cambio que se acumule. El **Gráfico 5**, comentado anteriormente, refleja este comportamiento del déficit fiscal y la cuenta corriente. Los precios del petróleo, el gasto público y el tipo de cambio real son las variables a través de las cuales se ajustan estos dos agregados macroeconómicos. La experiencia de Venezuela con el boom petrolero de 1974 no pudo ser más clara. A pesar del fabuloso incremento en los precios del petróleo entre 1974 y 1975, el país registró en 1977 y 1978 déficit fiscales y en cuenta corriente de considerables magnitudes, no obstante que el precio real del petróleo quedó en un nivel sustancialmente mayor al que existía antes del embargo petrolero árabe de 1973.

La frecuencia de los shocks petroleros que ha registrado Venezuela desde la década de los setenta, así como el uso del tipo de cambio como mecanismo de corrección fiscal en algunas oportunidades y como ancla nominal en otras, ha ocasionado una marcada inestabilidad del tipo de cambio real, como puede observarse en el **Gráfico 17**. Esa inestabilidad se refleja también en la tasa de inflación y en el nivel de actividad económica (Ver **Gráfico 18**). En el primer caso, porque el efecto fiscal favorable de la devaluación dependerá del tiempo que demore la tasa de inflación en alcanzar al ritmo de depreciación o devaluación que se haya producido. En la medida que la depreciación o devaluación de la moneda se mantenga en términos reales, más duradero será el efecto fiscal positivo. Por el contrario, mientras más rápido sea el ritmo de ajuste de la inflación interna al ritmo de la devaluación o depreciación, el efecto fiscal será meramente temporal. Entre 1983 (cuando el país perdió el tipo de cambio fijo) y 1989 el efecto fiscal de la devaluación produjo ingresos promedio por el orden de 2,7% del PIB y, entre 1990 y 1997, por 2,9%. En los años de fuertes devaluaciones, como 1989, 1994 y 1996, este efecto fue de 10,4%, 4,8% y 7,9% del PIB, respectivamente. (Ver **Cuadro 1**). Sin embargo, la aceleración del proceso inflacionario en Venezuela, particularmente después de fuertes devaluaciones, ha inducido a los ejecutores de la política económica a utilizar el tipo de cambio como ancla nominal en algunos períodos. Al no haber sido acompañada dicha política con un esfuerzo fiscal sostenible y, en algunos casos, sin la

instrumentación de una política monetaria consistente con la meta de inflación, la apreciación real del tipo de cambio se hizo inevitable, lo cual a su vez produjo un efecto fiscal negativo. De esta manera, el deterioro que producía la apreciación real de la tasa de cambio en las cuentas públicas se constituía en una presión adicional para el eventual abandono del ancla nominal, generándose una marcada inestabilidad de la política fiscal, el tipo de cambio y la tasa de inflación.

El proceso de interacción entre política fiscal, tipo de cambio e inflación ha contribuido a la inestabilidad del crecimiento económico en Venezuela, ya que el ajuste en la tasa de cambio para corregir los desequilibrios fiscales ha tenido fuertes repercusiones negativas en la tasa de crecimiento de la economía, dado los efectos contractivos de la devaluación que han sido explicados por Krugman y Taylor (1978) y Edwards (1989) y cuya interpretación con relación al caso venezolano se encuentra en Hausmann (1990 a, b y c). Al igual que ha ocurrido con la tasa de inflación, la aparición de un proceso recesivo posterior al ajuste del tipo de cambio, induce a los ejecutores de la política económica a utilizar la apreciación de la moneda como un mecanismo de estímulo al crecimiento económico a través de los sectores no transables. Estos últimos tienen un peso relativamente importante en la estructura económica de Venezuela y responden rápidamente al tipo de cambio real, mientras que la respuesta de los sectores transables a la depreciación de la moneda es mucho más lenta en el corto plazo, ya que dicha respuesta depende más de otros factores sostenibles en el largo plazo [Ver Hausmann (1990 a)]. De esta manera, períodos de ajustes significativos en la tasa de cambio han sido seguidos por períodos en los cuales se produce una apreciación real para contener las presiones inflacionarias y estimular el nivel de actividad económica. Sin embargo, dicha apreciación real durará hasta que la situación fiscal se haga insostenible. Por otra parte, a medida que la apreciación real se acentúa y las importaciones desplazan a la producción local de bienes transables, comienza a revertirse el efecto favorable en el crecimiento que fue causado en la etapa inicial de la apreciación. Con cierto rezago, la economía entra en un ciclo recesivo. El resultado obtenido en la regresión del componente cíclico del PIB comentada anteriormente, en la cual el tipo de cambio real registró un signo de correlación negativo con rezago de hasta dos años, pareciera confirmar este argumento.

La fuerte caída en los precios del petróleo desde 1981 produjo una reducción de los ingresos del Gobierno Central que pasaron de un máximo de 20.6 puntos del PIB en 1981 a 8.8 puntos en 1986. Por otra parte, en 1982 comienza la crisis de la deuda externa y Venezuela pierde acceso al mercado internacional de capitales. La caída de los ingresos fiscales petroleros fue acompañada de un importante ajuste fiscal: el superávit primario no petrolero pasó de un déficit de 16.2 puntos en 1981 a un déficit de 10.9 puntos en 1986, y el déficit fiscal interno o doméstico cayó en 5.3 puntos en el mismo período. Sin embargo, a pesar de este esfuerzo fiscal de casi 5 puntos, el déficit fiscal se mantuvo en niveles considerables, producido por la mayor caída del superávit externo de las cuentas fiscales (ver **Cuadro 1**). Ante la incapacidad de poder acceder al mercado internacional de capitales, dado lo estrecho del mercado de capital interno y la falta de voluntad política para modernizar el sistema tributario, el gobierno ha recurrido a la devaluación para financiar parte del déficit fiscal doméstico.

El efecto de la devaluación en Venezuela difiere del de otros países de América Latina. Después de la crisis de la deuda en 1983, por la cual la región perdió el acceso al mercado internacional de capitales por algunos años, varios países tuvieron que recurrir a la devaluación para generar el superávit en la cuenta comercial necesario para cancelar los intereses de la deuda externa. Por otra parte, el sector público tenía que generar los ingresos para poder adquirir las divisas para cancelar sus compromisos externos. Se recurrió entonces a la monetización del déficit para cancelar

el servicio de la deuda externa con señoreaje, creándose el círculo vicioso devaluación-inflación¹⁶. El caso venezolano difiere del antes expuesto al ser el sector público un exportador neto. Por lo tanto, la devaluación y su monetización no se produjeron con el fin de adquirir las divisas necesarias para el servicio de la deuda externa, sino para financiar el déficit doméstico, ya que de por sí, el superávit de la cuenta comercial pública ha sido positivo.

Si se define el déficit fiscal como:

$$\begin{aligned} G_t - NO_t + i_t D_{t-1} + E_t(i_t^* D_{t-1}^* - O_t) &= DEFICIT GLOBAL \\ G_t - NO_t + i_t D_{t-1} &= DEFICIT DOMESTICO \\ E_t(i_t^* D_{t-1}^* - O_t) &= DEFICIT EXTERNO \end{aligned} \quad (1)$$

Donde G_t son los gastos primarios (gasto neto de intereses y que se supone tiene un destino interno), NO_t los ingresos fiscales internos, $i_t D_{t-1}$ el pago de intereses de la deuda interna y $E_t(O_t - i_t^* D_{t-1}^*)$ la cuenta corriente de la balanza de pagos del sector público, en la cual E_t es la tasa de cambio definida en Bs./\$; O es el valor de las exportaciones petroleras; i^* es la tasa de interés externa y D^* es el stock de deuda externa. Los agregados macroeconómicos pueden ser definidos como proporción del PIB a precios corrientes (PY):

$$g_t = \frac{G_t}{P_t Y_t} ; no_t = \frac{NO_t}{P_t Y_t} ; d_t = \frac{D_t}{P_t Y_t} ; d_t^* = \frac{E_t D_t^*}{P_t Y_t}$$

y las expresiones:

$$(1 + e_t) = \frac{E_t}{E_{t-1}} ; (1 + p_t) = \frac{p_t}{p_{t-1}} ; (1 + n_t) = \frac{Y_t}{Y_{t-1}}$$

como la devaluación nominal, la inflación y el crecimiento del PIB real, respectivamente; y $(1 + \hat{e}_t) = \frac{(1 + e_t)(1 + p_t^*)}{(1 + p_t)}$ como la variación del tipo de cambio real. Por tanto, al expresar el déficit como proporción del PIB, se obtiene:

$$g_t - no_t + i_t \frac{d_{t-1}}{(1 + p_t)(1 + n_t)} + \frac{(1 + \hat{e}_t)}{(1 + n_t)(1 + p_t^*)} (i_t^* d_{t-1}^* - (1 + v_t) o_{t-1}) = deficit \quad (2)$$

donde v es la tasa de crecimiento de los ingresos petroleros medidos en dólares (reflejando el efecto conjunto del volumen exportado y del precio del petróleo) y n_t es la tasa real de crecimiento del PIB.

Como se mencionó anteriormente, la apreciación del tipo de cambio tiene un efecto adverso sobre los ingresos fiscales, y viene dada por la expresión:

¹⁶ Para una explicación de esta hipótesis, véase Cardoso (1992): "De la inercia a la megainflación: el Brasil en la década de 1980". En "Lecciones de Estabilización Económica y sus Consecuencias". Banco Interamericano de Desarrollo, 1992.

$$\frac{\hat{e}_t}{(1+n_t)(1+p_t^*)}(1+v_t)o_{t-1} \quad (3)$$

Si a manera de ejemplo, se supone cero crecimiento en las exportaciones petroleras, ingresos fiscales petroleros de 15% del PIB, cero crecimiento económico, cero inflación externa y una apreciación del tipo de cambio real de 20%, los ingresos fiscales petroleros caen en 3 puntos del PIB, lo cual requeriría de una disminución del déficit doméstico de la misma magnitud o un crecimiento del volumen de las exportaciones petroleras de 25% para compensar esta caída de los ingresos fiscales. El efecto fiscal de la apreciación cambiaria cobra especial relevancia cuando se ancla el tipo de cambio con la pretensión de reducir las expectativas inflacionarias. Como se comentó en líneas anteriores, este tipo de políticas generalmente están acompañadas (a diferencia de los anclajes monetarios) de una expansión de la actividad económica; sin embargo, en la medida en que la apreciación cambiaria afecta la competitividad del sector de bienes transables, el boom inicial es seguido por una recesión. En estos esquemas, el boom inicial que produce la apreciación real del tipo de cambio, por el incremento de los salarios en dólares, oculta el desequilibrio fiscal subyacente.¹⁷

En el caso particular de Venezuela, en la medida en que la apreciación cambiaria reduce los ingresos petroleros y la recesión reduce los ingresos fiscales internos, se hace evidente lo efímero de la mejora fiscal. En este sentido, para que el anclaje sea creíble, debe ser acompañado de un aumento sostenible en el valor en dólares de las exportaciones petroleras (por precio o volumen) o de reformas fiscales estructurales más permanentes, las cuales pueden incluir el aumento de la recaudación interna, la privatización de activos públicos y mejoras en la eficiencia del gasto público, entre otras. Sin embargo, dada la volatilidad del mercado petrolero y por tanto la incertidumbre que siempre acompaña el nivel de precios de este producto en el mediano plazo, hace poco creíble un anclaje cambiario basado en el aumento de la producción petrolera. Por lo tanto, la segunda opción (reforma fiscal estructural) constituye la alternativa más segura y sostenible. Dicho de otro modo, lo que es válido en general para América Latina, en el sentido de que un esquema de ajuste basado en el anclaje cambiario sin las reformas fiscales necesarias suele ser insostenible, en el caso particular de Venezuela, el anclaje cambiario *per se* erosiona rápidamente las cuentas fiscales si la inflación no se reduce drásticamente, al menos que dicho anclaje vaya acompañado de otras políticas en las finanzas públicas que compensen los efectos negativos de la apreciación real. Más aún, habría que preguntarse sobre la factibilidad y costos posibles de reducir drásticamente la inflación en un esquema de anclaje cambiario sin esas reformas fiscales, particularmente en medio de las fuertes restricciones que tiene el Banco Central para implementar una política monetaria consistente con esa meta, dado el elevado nivel que han alcanzado los TEM's. Este aspecto será abordado en las siguientes páginas.

¹⁷ Ver Talvi (1996)

V.- DEVALUACIÓN Y DINÁMICA DE LA DEUDA

La depreciación real del tipo de cambio tiene dos efectos sobre la deuda; el primero produce una reducción del déficit y el segundo aumenta el acervo de la deuda externa como proporción del PIB. El efecto neto dependerá del peso de la deuda relativo a la posición externa neta, situación que debe ser tomada en cuenta al determinar la solvencia del Estado y la dinámica de la deuda.

El déficit puede ser financiado mediante deuda interna, externa y emisión de dinero, por lo cual se puede escribir la restricción presupuestaria del gobierno como:

$$G_t - NO_t + i_t D_{t-1} + E_t(i_t^* D_{t-1}^* - (1 + v_t) O_{t-1}) = \Delta D_t - E_t \Delta D_t^* + \Delta M_t \quad (4)$$

donde ΔM_t es la variación de la base monetaria. Expresada dicha ecuación en términos del PIB, se tiene (5):

$$g - no_t + \frac{(r_t - n_t)d_{t-1}}{(1 + n_t)} + \frac{(\hat{e}_t + r_t^*(1 + \hat{e}_t) - n_t)d_{t-1}^*}{(1 + n_t)} - \frac{(1 + \hat{e}_t)(1 + v_t)}{(1 + p_t^*)(1 + n_t)} o_{t-1}^* = \Delta d_t + \Delta d_t^* + s_t$$

y donde la expresión $s_t = \Delta m_t + \frac{p_t}{1 + p_t} m_{t-1} + n_t m_{t-1}$ es el ingreso fiscal por emisión monetaria.

De esta ecuación se desprende que el efecto de la devaluación sobre la dinámica de la deuda dependerá de la siguiente relación, $\hat{e}_t \left(\frac{r_t^* d_{t-1}^*}{(1 + n_t)} - \frac{(1 + v_t) o_{t-1}^*}{(1 + p_t^*)(1 + n_t)} + d_{t-1}^* \right)$. Si, para simplificar, se supone que la tasa de crecimiento, la inflación externa y el crecimiento de las exportaciones petroleras son todas iguales a cero, para que la depreciación del tipo de cambio real disminuya la relación deuda/PIB se debería cumplir la siguiente condición: $d_{t-1}^*(1 + r_t^*) < o_{t-1}$; entonces, las exportaciones petroleras deben ser mayores que el pago de intereses de la deuda externa más el valor de la deuda. En el caso venezolano, la deuda externa representa más del 40% del PIB, monto superior a los ingresos petroleros, por lo cual una depreciación real del tipo de cambio deteriora la relación deuda/PIB a menos que esté acompañada de una disminución del déficit primario o un incremento en la emisión de dinero para captar impuesto inflacionario. Por lo tanto, al utilizar la devaluación como herramienta fiscal, aumenta el peso de la deuda externa y los ajustes fiscales futuros tendrán que ser mayores para mantener la solvencia del Estado. Sin embargo, cabe mencionar que no se está tomando en cuenta el efecto de la depreciación del tipo de cambio real sobre el valor de activos del Estado como los yacimientos petroleros y mineros, que deberían ser tomados en cuenta al determinar la sostenibilidad de la posición fiscal. Es decir, en términos intertemporales, el valor presente neto de los ingresos por exportaciones petroleras es mayor que el valor presente neto de la deuda y los pagos de intereses. Sin embargo, en términos de flujo de caja para un perfil de tiempo más corto, la presión sobre el déficit fiscal se mantiene, a pesar de que perdura la solvencia en el largo plazo.

VI.- EFECTO DE LA DEVALUACIÓN SOBRE LOS AGREGADOS MONETARIOS

Las implicaciones monetarias del déficit doméstico han sido abordadas por Morgan (1979) para países exportadores de petróleo y más recientemente por Zambrano (1996) para el caso de Venezuela. Los efectos monetarios del financiamiento del déficit doméstico con el superávit externo, en medio de un shock petrolero favorable, dependerán de la política cambiaria que adopte el gobierno. Si el gobierno mantiene un tipo de cambio fijo, el déficit doméstico tiene importantes implicaciones monetarias, y el mecanismo de transmisión es sencillo. PDVSA vende los ingresos externos netos al Banco Central a cambio de bolívares, produciéndose un aumento en las reservas internacionales netas. Una parte de los bolívares que recibe PDVSA son depositados en su cuenta del Banco Central y la otra parte, en la cuenta de la Tesorería Nacional por pago de impuestos. Hasta ese momento, el aumento en las reservas internacionales no afecta la base monetaria, ya que el incremento de los depósitos del sector público en el Banco Central esteriliza el impacto del aumento en las reservas. En este sentido, la estructura institucional aísla inicialmente al resto de la economía del shock externo, lo cual no ocurriría si PDVSA, como cualquier empresa privada, depositara los ingresos externos en el sistema financiero nacional. En la medida en que PDVSA o el gobierno incrementen su gastos internos y por tanto aumenten el déficit doméstico, drenando sus cuentas en el Banco Central mediante el uso de los ingresos adicionales, se producirá un aumento de la base monetaria.¹⁸ En pocas palabras, en la medida en que el aumento del déficit doméstico sea financiado en parte o en su totalidad con el superávit externo, se producirá un aumento proporcional de la base monetaria. Si, por otra parte, el gobierno mantiene un tipo de cambio flotante sin intervención del Banco Central (éste no le compra las divisas a PDVSA), un shock externo positivo producirá una apreciación del tipo de cambio sin afectar la base monetaria. En dicho caso, la volatilidad del mercado petrolero lo reflejaría el tipo de cambio y el déficit doméstico no tendría implicaciones monetarias.

En una economía como la venezolana, con alto grado de dependencia de los ingresos petroleros y una estrecha relación entre ingresos petroleros y gasto fiscal, la volatilidad de los primeros se verá reflejada en los agregados monetarios, a menos que el Banco Central tenga una política de esterilización adecuada o exista un fondo de estabilización que esterilice los ingresos externos inconsistentes con las metas inflacionarias y de deuda a largo plazo. Dados los mecanismos institucionales por los cuales PDVSA está obligada a venderle sus divisas al Banco Central, el gasto fiscal es el principal vehículo de transmisión monetaria de los ingresos públicos externos. Por esta misma razón, al igual que ocurre con un shock externo que es utilizado para financiar el déficit doméstico, el uso de la devaluación como mecanismo de corrección fiscal en Venezuela tendrá impactos monetarios similares.

La devaluación puede producir aumento en los ingresos fiscales por dos vías. La primera es una ganancia de capital del Banco Central sobre el acervo de reservas internacionales netas, la cual al ser transferida al Gobierno Central, aumenta la base monetaria. Este maquillaje contable que incrementa las utilidades del Banco Central ha sido empleado muy poco en Venezuela.¹⁹ Actualmente, el Banco Central coloca las ganancias cambiarias en una cuenta llamada *Otras Cuentas Netas*, bajo la figura de *Fluctuaciones Cambiarias*, sin afectar la utilidad del instituto

¹⁸ Si los depósitos en el Banco Central son utilizados para cancelar importaciones o en el servicio de la deuda externa, entonces no se vería afectada la base monetaria ya que las reservas caerían en la misma proporción que el aumento en el crédito doméstico neto.

¹⁹ Ver Cumby y Obstfeld (1983) para una discusión del caso mexicano.

emisor, por lo cual no tiene que transferir recursos al Gobierno Central. En segundo lugar, la devaluación, al igual que un shock positivo de los precios del petróleo, incrementa el flujo en bolívares del superávit de la cuenta corriente pública, produciendo una disminución del déficit fiscal y, si estos ingresos son utilizados para financiar el déficit doméstico, se producirá un aumento en la base monetaria.

Para determinar el efecto de la devaluación sobre la base monetaria se trabajará con el flujo de fondos del BCV:

$$i_t^* R_{t-1}^* + \Delta(CU_t + RES_t) + \Delta TEM_t = i_t TEM_{t-1} + E_t \Delta R_t + Z_t + \Delta CDN_t \quad (6)$$

Del lado izquierdo de la ecuación están las fuentes de fondos del Banco Central: ingreso por pago de interés sobre reservas internacionales netas ($i_t^* R_{t-1}^*$), aumento de las reservas o encaje del sistema bancario en el Banco Central y monedas y billetes en circulación ($\Delta(CU_t + RES_t)$), más nuevos Títulos de Estabilización Monetaria emitidos por el BCV (TEM). El uso de fondos se puede dividir en pago por intereses de TEM, acumulación de reservas internacionales netas ($E_t \Delta R_t$), transferencias al Gobierno Central (Z)²⁰ y aumento en el Crédito Doméstico Neto (CDN), fundamentalmente a través del sistema financiero.²¹

Definiendo la base monetaria como $H_t = CU_t + RES_t$, se puede escribir (6) como:

$$\Delta H_t = [i_t TEM_t - i_t^* E_t R_{t-1}] - \Delta TEM_t + E_t \Delta R_t + \Delta CDN_t + Z_t \quad (7)$$

De esta ecuación queda claro que un aumento de las reservas internacionales netas o del crédito doméstico neto produce un aumento de la base monetaria; igualmente, si los gastos por pago de intereses de TEM son mayores que los ingresos por intereses de las reservas internacionales netas, aumentará la base monetaria. Por último, los TEM pueden ser utilizados para contrarrestar el impacto del crédito doméstico neto, de las RIN y del pago de intereses de los TEM sobre la base monetaria.

Para simplificar la exposición, se supone que la cuenta corriente de balanza de pagos del gobierno es igual a las exportaciones petroleras menos el pago por intereses de deuda externa, y que el gobierno devalúa para que los ingresos por devaluación financien la brecha entre el déficit doméstico y la posición externa neta evaluada al tipo de cambio promedio del período anterior:

$$-e_t E_{t-1}((1+v_t)O_t - i_t D_{t-1}^*) = NO_t - NSG_t - i_t D_{t-1} + E_{t-1}((1+v_t)O_t - i_t^* D_{t-1}^*) \quad (8)$$

Para considerar el efecto monetario del aumento en los ingresos fiscales por devaluación, se introduce el cambio en las reservas internacionales netas en moneda local, para lo cual se supone, simplificando la exposición, que la cuenta de capital es igual a cero.

$$E_t \Delta R_t = E_t (X_t - M_t) + E_t i_t^* R_{t-1} + E_{t-1} (O_t - i_t^* D_{t-1}^*) + \underbrace{e_t E_{t-1} (O_t - i_t^* D_{t-1}^*)}_{j_t} \quad (9)$$

²⁰ Las transferencias podrían incluir las ganancias de capital sobre el acervo de las RIN producida por la devaluación.

²¹ No incluye los TEM para hacer más transparente la política monetaria.

El aumento de las reservas internacionales netas es igual a la cuenta corriente privada $E_t(X_t - M_t)$ más la posición externa neta evaluada al tipo de cambio del período anterior, más el ingreso fiscal por devaluación j_t . Tomando esto en cuenta, se puede escribir la ecuación (7) como:

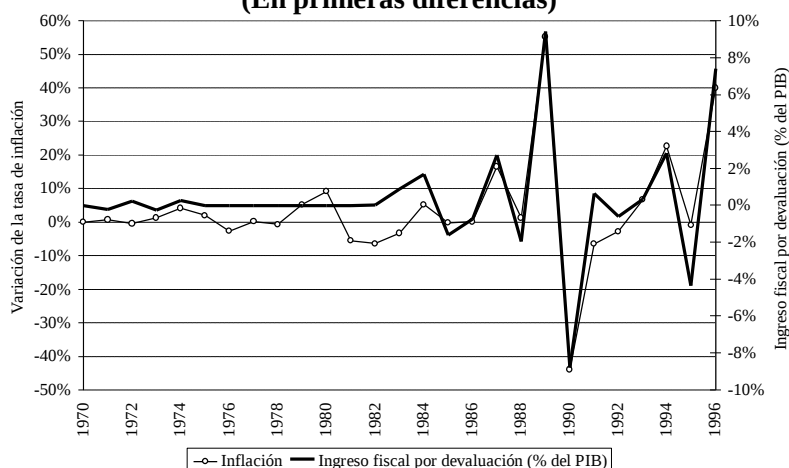
$$\Delta H_t = i_t TEM_{t-1} + E_t(X_t - M_t) + E_{t-1}(O_t - i_t^* D_{t-1}^*) + j_t - \Delta TEM_t + \Delta CDN_t + Z_t \quad (10)$$

El efecto del ingreso fiscal por devaluación sobre la base monetaria, suponiendo las demás variables constantes, dependerá de la política fiscal y de la función de reacción de las autoridades monetarias. Con la devaluación se produce inicialmente una disminución en el crédito interno neto al sector público equivalente al aumento de las reservas internacionales en bolívars, y en la medida en que el gobierno gasta estos ingresos, aumenta el crédito interno neto y por ende la base monetaria. Por lo tanto, el financiamiento del déficit con ingresos por devaluación produce un aumento de la base monetaria igual a j_t , lo cual es equivalente a una monetización del déficit fiscal. A menos que el Banco Central esterilice el impacto en la base monetaria de la devaluación, se observará una estrecha relación entre el ingreso inflacionario y la devaluación (ver **Gráfico 19**).

De esta manera, la devaluación es el mecanismo mediante el cual se establece el impuesto inflacionario en Venezuela. Este financiamiento monetario ocurre sin necesidad de que el Banco Central extienda créditos al sector público y el mismo no aparecerá como un financiamiento "por debajo de la línea". Por el contrario, aparecerá como un aumento "por encima de la línea" de los ingresos de origen externo denominados en bolívars, como la regalía petrolera, el superávit operacional de PDVSA o el Impuesto Sobre la Renta de PDVSA. En tal sentido, el aumento de la base monetaria no parecería tener orígenes fiscales. De allí la paradoja por la cual cuando "mejoran" las cuentas fiscales por el uso de la devaluación, la inflación se acelera. Por el contrario, cuando se aprecia la moneda y las presiones inflacionarias se contienen parcialmente, las cuentas fiscales se deterioran. Más aún, la limitación legal o institucional para que el Banco Central no pueda extender préstamos al sector público no garantiza para nada la autonomía del instituto emisor si éste no tiene control sobre la política cambiaria, como ocurre en Venezuela, ya que las decisiones cambiarias son establecidas conjuntamente entre el Gobierno Central y el BCV. En este sentido, la autonomía del BCV es relativa y en ciertas circunstancias termina siendo meramente formal.

Gráfico 19

**Inflación e ingreso fiscal por devaluación
(En primeras diferencias)**



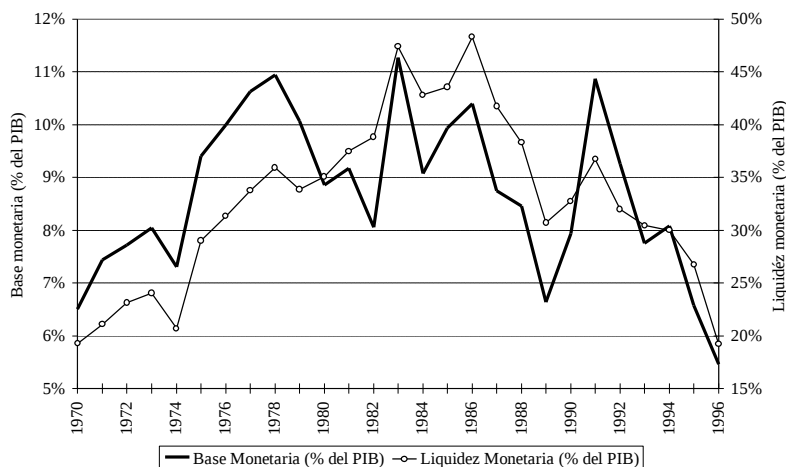
Fuente: BCV, Informe Anual y cálculos propios.

Sin embargo, allí no termina el proceso. Al igual que en un boom petrolero, si el Banco Central no esteriliza el efecto monetario de la devaluación, se produciría un aumento de la oferta de dinero. Por lo tanto, si no hay un aumento en la demanda de dinero, lo cual luce difícil en medio de una devaluación, aparecería un desequilibrio en el mercado monetario que debería reflejarse, entre otras cosas, en un aumento de los precios de los bienes no transables. En consecuencia, al cabo de pocos meses se produciría una apreciación cambiaria que erosionaría el efecto fiscal favorable de la devaluación.

El aumento de la base monetaria, producido por el uso de la devaluación como herramienta fiscal, puede ser inconsistente con las metas inflacionarias del Banco Central, obligando al mismo a participar en operaciones de mercado abierto para recoger el aumento de liquidez a consecuencia de la devaluación. En este sentido, se puede dar el caso donde la variación en el volumen emitido de TEM's sea igual al impacto monetario de la devaluación ($\Delta TEM_t = j_t$), sin producirse aumento de la base monetaria. En dicho caso, el Banco Central tendría que inducir, a través de un aumento de las tasas de interés, una depreciación real del tipo de cambio. De ser así, el efecto fiscal favorable de la devaluación sería más duradero, pero con elevados costos recesivos. Por otra parte, esterilizar con TEM's el aumento de la base monetaria producido por el financiamiento del déficit con la devaluación, al consolidar las cuentas del Banco Central con las del Gobierno Central, es equivalente a financiar el déficit fiscal con deuda interna, representada por el monto adicional de TEM's, pero incurriendo en los costos recesivos producidos por la devaluación.

La inestabilidad del tipo cambio y el uso de la represión financiera para inducir tasas de interés reales negativas han producido un proceso de desmonetización en la economía venezolana, como puede apreciarse en el **Gráfico 20**. Este proceso ha hecho más sensible la tasa de inflación ante los movimientos en la tasa de cambio y limita el espacio del sector público para financiar sus déficit fiscales por mecanismos no necesariamente inflacionarios, como por ejemplo, a través de la deuda interna. Esta desmonetización es un tanto más peligrosa por el elevado volumen de TEM's emitidos por el Banco Central. Al cierre de Abril de 1997, el volumen de TEM's representaba un 175% de la base monetaria y un 47% de la liquidez. Una parte importante de ese volumen se originó en la crisis bancaria de 1994-95, cuando el BCV recogió parte de la liquidez creada por los auxilios financieros otorgados a los bancos quebrados. Sin embargo, ese monto fue incrementado en varias veces entre Abril de 1996 y Abril de 1997, cuando la devaluación y el aumento de los ingresos petroleros, presionaron la base monetaria.

Gráfico 20
Profundidad financiera



Fuente: BCV, Informe Anual.

Utilizando una frase de Carlos Alfredo Rodríguez [Rodríguez (1994)] para referirse a una situación parecida en el Banco Central de Argentina en el pasado, se podría decir que el BCV se convirtió "del prestamista de última instancia, al deudor de primera instancia". Luce difícil que ese volumen de TEM's pueda ser absorbido por un incremento de la demanda de dinero, la cual tendría que aumentar significativamente para que ello ocurriera. Ello sólo es posible con un crecimiento económico elevado y sostenible. De otra forma, se tendría que producir una mejora sustancial de las cuentas fiscales para que ese volumen de TEM's pueda ser reducido sin causar impactos inflacionarios. De seguir el crecimiento de estos títulos, será inevitable su conversión en títulos de deuda pública de largo plazo o la inflación se encargará de erosionar su valor. Por otra parte, el aumento de los TEM hace al Banco Central muy vulnerable a shocks que se reflejen en aumentos de la tasa de interés. Igualmente, el Banco Central puede ser susceptible de un ataque especulativo, lo cual podría afectar severamente la relación Reservas Internacionales Netas a Liquidez Monetaria (RIN/LM), ya que los TEMs tienen una estructura de vencimiento concentrada en el corto plazo (180 días). Esta corrida se puede producir sobre los TEMs y la balanza de pagos cuando se perciba que, al disminuir los ingresos fiscales petroleros, la apreciación del tipo de cambio que se haya acumulado hace insostenibles las cuentas fiscales y por tanto se generen expectativas de devaluación.²²

VII.- VOLATILIDAD Y RIESGO FISCAL

La frecuencia de los shocks externos, el carácter procíclico del gasto público y el uso de la tasa de cambio como mecanismo de corrección fiscal, con impactos considerables en la inflación, el nivel de actividad económica y los agregados monetarios, han producido un nivel importante de volatilidad en la economía venezolana. En particular, la política de "stop and go" en la tasa de cambio y la política fiscal han producido en la década de los noventa un nivel de volatilidad superior al registrado en la década de los setenta, cuando la magnitud de los shocks petroleros fue mayor. El **Cuadro 9** muestra la desviación estándar de las variaciones reales de las principales cuentas fiscales

²² Ver Calvo (1996 a y b).

y de algunos conceptos de déficit fiscal para el período 1970-96. Como el lector puede observar, la volatilidad, medida como la desviación estándar de dichas variables, se incrementó durante los años transcurridos de la década de los noventa, comparada con la prevaleciente en la década de los setenta y ochenta en la mayoría de las variables. En particular, se destaca que la volatilidad de los ingresos de origen interno, de la mayoría de los conceptos de gasto y de déficit. En relación al déficit, resaltan las desviaciones típicas del déficit primario (que excluye el efecto de déficits pasados) y del déficit doméstico (que excluye el efecto de variables externas), las cuales son significativamente mayores. Estos niveles de volatilidad superan a los promedios calculados para la mayoría de las variables similares o comparables para América Latina durante el período 1970-94 por Gavin, et al (1996) y por Zambrano y Riutort (1997) para Venezuela durante el mismo período.

Cuadro 9: Desviación estándar de las variaciones reales de los principales conceptos fiscales.

Todo como porcentaje del PIB					
Sector público restringido	70's	80's	90's	90's*	71-96
Ingresos Totales	4.71%	3.31%	5.32%	5.32%	4.46%
Petroleros	5.37%	4.30%	5.10%	5.10%	4.94%
No petroleros	1.24%	2.02%	2.55%	2.55%	1.98%
Directos	0.50%	0.68%	0.59%	0.59%	0.60%
Indirectos	0.91%	1.81%	2.68%	2.68%	1.87%
Gastos Totales	3.22%	2.83%	7.10%	2.20%	4.52%
Gastos corrientes	1.19%	1.17%	1.50%	1.50%	1.30%
Gastos por Intereses	0.21%	0.80%	1.04%	1.04%	0.75%
Gastos por Formación de Capital	2.23%	2.49%	0.77%	0.77%	2.09%
Gastos por Transferencias de Capital	0.60%	0.51%	0.46%	0.46%	0.54%
Otros gastos	1.64%	1.36%	7.33%	1.60%	4.02%
Gastos Sin Intereses	3.29%	3.16%	7.06%	1.94%	4.61%
Resultado fiscal global	6.77%	5.41%	8.01%	5.11%	6.69%
Resultado fiscal global sin ingresos de capital	6.78%	5.45%	7.72%	4.74%	6.61%
Resultado fiscal operacional global	6.78%	6.01%	8.04%	5.49%	6.89%
Resultado fiscal Primario	6.76%	5.94%	7.71%	4.58%	6.76%
Resultado fiscal primario no petrolero	3.41%	2.08%	6.75%	2.32%	4.30%
Resultado fiscal doméstico	2.26%	3.01%	6.99%	2.82%	4.31%
Resultado fiscal externo	5.96%	3.97%	4.72%	4.72%	4.98%

Fuente: Cálculos propios.

Notas:

(*) No se incluyen las transferencias a FOGADE motivadas por la crisis financiera de 1994 y 1995.

Es necesario destacar sin embargo, que la crisis financiera de 1994-95 tuvo una incidencia significativa en estos resultados. Cuando se excluyen las transferencias al Fondo de Garantías de los Depósitos (FOGADE) para obtener el déficit subyacente (neto de los costos de esta crisis), el valor de la volatilidad disminuye apreciablemente, pero sigue estando en niveles similares o ligeramente superiores a los observados en las dos décadas anteriores. Es decir, aún excluyendo la crisis financiera y con shocks externos relativamente menores a los que soportó el país en las décadas anteriores, la volatilidad de las finanzas públicas permanece en niveles todavía elevados. Con excepción de los gastos de inversión real, el resto de las variables arrojan niveles de volatilidad similares a los de la década de los setenta y superiores a los de la década de los ochenta.

Cuadro 10: Volatilidad del resultado fiscal como proporción de variables de cobertura.

	70's	80's	90's	71-96	90's*
Desviación estándar del resultado fiscal global en proporción a:					
Gasto total	20,6%	13,1%	19,3%	18,1%	12,2%
Gasto primario	21,2%	14,9%	22,7%	20,1%	14,4%
Reservas internacionales netas	34,8%	32,4%	34,6%	35,7%	21,9%
Reservas internacionales netas - TEMs	34,8%	32,4%	55,3%	40,3%	35,0%
Base Monetaria	58,8%	47,2%	77,8%	61,8%	49,2%
Liquidez Monetaria	19,0%	10,6%	20,9%	16,4%	13,3%
Sector público restringido					
Ingresos corrientes	20,9%	14,8%	21,4%	19,6%	13,6%
Ingresos petroleros	30,9%	26,1%	32,9%	31,3%	20,9%
Ingresos no petroleros	64,2%	33,8%	56,7%	51,0%	35,9%
Gobierno central					
Ingresos corrientes	24,7%	20,3%	32,7%	26,2%	20,7%
Ingresos petroleros	34,3%	32,4%	51,3%	39,4%	32,5%
Ingresos no petroleros	87,6%	54,6%	89,9%	78,0%	56,9%
Desviación estándar del superavit o déficit fiscal doméstico en proporción a:					
Gasto total	16,9%	9,7%	12,7%	14,9%	6,1%
Gasto primario	17,4%	11,1%	15,0%	16,5%	7,2%
Reservas internacionales netas	28,5%	24,0%	22,9%	29,4%	11,0%
Reservas internacionales netas - TEMs	28,5%	24,0%	36,6%	33,2%	17,6%
Base Monetaria	48,1%	35,1%	51,4%	51,0%	24,7%
Liquidez Monetaria	15,6%	7,9%	13,8%	13,5%	6,7%
Sector público restringido					
Ingresos corrientes	17,1%	11,0%	14,2%	16,2%	6,8%
Ingresos petroleros	25,3%	19,4%	21,8%	25,8%	10,5%
Ingresos no petroleros	52,5%	25,1%	37,5%	42,1%	18,0%
Gobierno central					
Ingresos corrientes	20,2%	15,1%	21,6%	21,6%	10,4%
Ingresos petroleros	28,1%	24,0%	33,9%	32,5%	16,3%
Ingresos no petroleros	71,8%	40,5%	59,5%	64,3%	28,6%
Desviación estándar del resultado fiscal primario en proporción a:					
Gasto total	20,3%	13,7%	19,2%	17,7%	12,2%
Gasto primario	20,9%	15,6%	22,7%	19,7%	14,5%
Reservas internacionales netas	34,2%	33,9%	34,6%	35,1%	22,0%
Reservas internacionales netas - TEMs	34,2%	33,9%	55,2%	39,6%	35,2%
Base Monetaria	57,8%	49,4%	77,6%	60,7%	49,4%
Liquidez Monetaria	18,7%	11,1%	20,9%	16,1%	13,3%
Sector público restringido					
Ingresos corrientes	20,5%	15,5%	21,3%	19,3%	13,6%
Ingresos petroleros	30,4%	27,3%	32,9%	30,8%	20,9%
Ingresos no petroleros	63,1%	35,3%	56,5%	50,2%	36,0%
Gobierno central					
Ingresos corrientes	24,2%	21,2%	32,6%	25,7%	20,8%
Ingresos petroleros	33,7%	33,8%	51,2%	38,7%	32,6%
Ingresos no petroleros	86,1%	57,1%	89,7%	76,7%	57,1%

Fuente: Cálculos propios.

Notas:

Los valores se estimaron como el cociente de la desviación estándar del concepto fiscal y el promedio de las variables de cobertura: $Indice = s_{xi} / \bar{X}_i$

(*) No se incluyen las transferencias a FOGADE motivadas por la crisis financiera de 1994 y 1995.

Siguiendo la metodología de Ize (1993) y Gavin et al (1996), se calcularon algunos indicadores de riesgo fiscal, definidos como la proporción que representa la desviación estándar de las variaciones del déficit fiscal sobre ciertas variables macroeconómicas, llamadas variables de cobertura. Estas últimas serían aquellas variables que tendrían que ajustarse para cubrir o financiar una variación del déficit equivalente a la desviación estándar observada durante la década de los noventa. El cálculo se hizo incluyendo y excluyendo los costos de la crisis bancaria de 1994-95 para los conceptos de déficit global, doméstico y primario y se presentan en el **Cuadro 10**. Los niveles de riesgo fiscal así calculados indican que aún excluyendo los costos de la crisis bancaria, Venezuela todavía registra niveles de riesgo similares a los observados en la década de los setenta, pero superiores a los de la década de los ochenta. Algunos de estos indicadores arrojan niveles preocupantes. Por ejemplo, una desviación estándar del déficit global representaría un 57% de los

ingresos no petroleros y un 33% de los ingresos petroleros del Gobierno Central. De manera similar, esa desviación estándar representaría un 49% de la base monetaria, un 13% de la liquidez monetaria (M2), un 22% de las reservas internacionales netas y un 35% de las reservas internacionales netas de los TEM's.

Si algo muestran estos números es la vulnerabilidad de la economía a un shock fiscal. Estos resultados son particularmente relevantes en el caso de Venezuela por la volatilidad del mercado petrolero, ya que la capacidad de ajuste en relación a ciertas variables macroeconómicas es significativamente limitada. Por ejemplo, un déficit fiscal de 3% del PIB sería equivalente a 50% de la base monetaria y a 24% de la liquidez monetaria. Una disminución de 15% en el precio del petróleo, a los niveles de producción esperada para 1997, representaría precisamente una disminución de ingresos fiscales de 3% del PIB.

VIII.- PERSPECTIVAS DEL DÉFICIT MACROECONOMICAMENTE AJUSTADO Y EL PLAN DE INVERSIONES DE LA INDUSTRIA PETROLERA

A los efectos de evaluar las perspectivas de mediano plazo de la política fiscal en Venezuela, se realizó una estimación del Déficit Macroeconómicamente Ajustado (DMA), el cual se definió como el déficit ajustado por los impactos directos e indirectos que tendrán en las cuentas fiscales los valores de las Variables Macroeconómicas Relevantes (VMR) que se espera prevalezcan en el mediano plazo. En otras palabras, el DMA será el déficit producto de los ingresos y gastos públicos de tendencia permanente o corregidos de los efectos transitorios de estas variables. Las VMR que se tomaron para el caso de Venezuela fueron los precios del petróleo, el tipo de cambio real, el PIB, la inflación, las tasas de interés externas y las tasas de interés internas. Para efectos del ejercicio, se tomaron como variables de política la inversión pública, los salarios reales del sector público, la compra de bienes y servicios no factoriales y la tasa de tributación no petrolera. Los cálculos se realizaron tomando en consideración el Plan de Inversiones de PDVSA y sus diversos impactos. El período de proyección utilizado fue 1997-2005.

Para el cálculo de los valores de tendencia del PIB se utilizó el filtro de Hodrick-Prescott [Hodrick and Prescott (1981)], el cual permite descomponer los valores observados de una variable entre los componentes cíclico y de tendencia. Esta última fue simulada para el período de proyección a través de una regresión de mínimos cuadrados. La tasa de crecimiento promedio del PIB real obtenida fue 1,62%. Podría argumentarse que Venezuela posiblemente tiene una potencialidad de crecimiento mayor; sin embargo, la metodología empleada toma en consideración los valores observados de la serie entre 1950 y 1995 y la misma está fuertemente influenciada por los valores más recientes, en los cuales la tasa promedio de crecimiento ha sido muy baja, con excepción de algunos años puntuales. Los valores de tendencia del PIB fueron ajustados por la Ecuación 3 del componente cíclico o brecha del PIB explicada anteriormente, en la cual las variables independientes son la inversión pública y privada y el tipo de cambio real.

El componente de tendencia de la tasa de interés externa real se determinó igualmente por el filtro Hodrick-Prescott. Dicho componente se ajustó por la inflación externa, proyectada en 2,6% interanual, para obtener la tasa nominal de interés externa. La tasa de interés interna se determinó en función de la paridad cubierta de la tasa de interés, más un diferencial de ajuste gradual durante los primeros períodos de la proyección, debido a que dicha paridad no se produce en períodos de inflación alta y apreciación del tipo de cambio real (este diferencial también podría considerarse como un parámetro de ajuste por represión financiera dados los precedentes en períodos de alta inflación en Venezuela). En este sentido se supuso que la tasa real de interés interna es igual a la tasa real de interés externa, más la prima por riesgo país, menos el diferencial mencionado. La tasa nominal se obtuvo multiplicando la tasa real así obtenida por el nivel estimado de inflación interna.

Los volúmenes de producción y exportación se estimaron en función del programa de inversiones de PDVSA. La industria petrolera tiene previsto duplicar los volúmenes de producción para el año 2006 en relación al nivel de producción de 1995 de tres millones de barriles diarios. Como mostrarán los ejercicios, este aumento en la producción y exportación de petróleo tendrá efectos significativos en las cuentas fiscales, dependiendo del supuesto de precio que se adopte. La estimación del precio real del petróleo resultó un tanto más compleja, ya que estos han mostrado una alta variabilidad. Dependiendo del período de análisis que se adopte, éstos muestran no tener un comportamiento estacionario, evaluado a través del test de Dicky-Fuller ajustado. Sólo en períodos relativamente cortos de no más de cinco a siete años es que se registran comportamientos de estacionaridad. Para períodos más largos se observan cambios de niveles muy significativos. Por lo tanto, se consideró que la mejor alternativa es adoptar la media de los valores observados en el período (1991-1995) y mantenerla fija nominalmente para el período 1999-2005 (15 \$/bl), ya que para 1997 y 1998 se adoptaron los precios de 17 \$/bl y 16 \$/bl respectivamente.

El tipo de cambio real y la inflación se dejaron como variables residuales de política económica. Dado que el ajuste del tipo de cambio nominal es utilizado como una variable de ajuste fiscal, el tipo de cambio real será la resultante de la reacción del Banco Central. Si el Banco Central no esteriliza los efectos monetarios de la devaluación, el impacto de ésta última se dejará sentir en la tasa de inflación. Si por el contrario, el BCV intenta esterilizar estos impactos monetarios a través de la emisión de TEM's, el resultado será una devaluación real, con efectos sobre el nivel de actividad y, como se afirmó anteriormente, sería equivalente a financiar el ajuste mediante una emisión de deuda interna. Ello no significa que no se produciría un efecto inflacionario por el ajuste nominal del tipo de cambio. Sólo que este último efecto sería menor que la variación en la tasa de cambio nominal. En la medida en que la brecha fiscal sea más amplia, mayor será la devaluación nominal y por tanto más elevada será la devaluación real o la emisión de TEM's necesarias para cubrir las cuentas fiscales. Sin embargo, el efecto del ajuste del tipo de cambio será más duradero desde el punto de vista fiscal, en la medida que la devaluación sea efectiva en términos reales.²³

Como se señaló anteriormente, el mecanismo de financiamiento inflacionario en Venezuela no ocurre a través de una monetización directa del déficit fiscal, mediante la extensión de créditos al sector público por parte del BCV. Esta posibilidad quedó legalmente negada con la reforma a la Ley del BCV en 1992, con excepción de los préstamos al Fondo de Garantía de los Depósitos Bancarios (FOGADE) en casos de emergencias financieras, como ocurrió con la crisis bancaria de 1994-95. Por lo tanto, a los efectos de este trabajo, se considera que además de la emisión de deuda interna o externa, el tipo de cambio sería la otra variable de cierre del ejercicio de simulación. Por lo tanto, la opción de financiamiento monetario del déficit es equivalente al uso del tipo de cambio, sin que el Banco Central lleve a cabo una política de esterilización. Sólo si la magnitud de la brecha es considerable, se produciría algún margen de depreciación real.

La afirmación anterior nos lleva a considerar la pregunta siguiente: ¿cuál es el margen de señoreaje o de financiamiento monetario necesario para que una devaluación nominal permita financiar el déficit fiscal, al menos temporalmente? Dicho de otro modo: ¿cuál es el nivel de devaluación nominal equivalente a un financiamiento monetario o inflacionario para cubrir la brecha fiscal? Partiendo de la definición de señoreaje como el cambio en la base monetaria (BM) como proporción del PIB (PY) en un año determinado, se obtienen la siguientes expresiones:

²³ Para los efectos de este trabajo no se consideran otros elementos fundamentales en la determinación del tipo de cambio real, tales como cambios en la productividad media de la mano de obra, paridad no cubierta de la tasa de interés, etc.

$$S_t = \Delta BM_t / P_t Y_t = (\Delta BM_t / BM_t)(BM_t / P_t Y_t) \quad (11)$$

$$(\Delta BM_t / BM_t) = S_t / (BM_t / P_t Y_t) \quad (12)$$

La última de estas expresiones señala simplemente que la tasa de crecimiento de la base monetaria se puede expresar como el señoreaje en proporción de los saldos reales de dinero base. Para simplificar, denominaremos la expresión $(\Delta X / X = \dot{x})$ como la tasa de crecimiento de cualquier variable x . Haciendo uso de las siguientes definiciones de tipo de cambio real y de la ecuación cuantitativa del dinero:

$$\begin{aligned} \dot{e} &= \dot{e} + \dot{p}^* - \dot{p} \\ \dot{p} &= b\dot{m} + \dot{v} - \dot{y} \end{aligned} \quad (13)$$

(donde $\dot{e}$ es la tasa de variación del tipo de cambio real, $\dot{e}$ es la tasa de variación del tipo de cambio nominal, $\dot{p}^*$ es la tasa de inflación externa, $b\dot{m}$ es la tasa de variación de la base monetaria, $\dot{v}$ es la tasa de variación de la velocidad de circulación del dinero e $\dot{y}$ es la tasa de crecimiento real del PIB) y suponiendo que la tasa de variación del tipo de cambio real es cero; es decir, que el Banco Central no esteriliza los impactos monetarios de la devaluación y que la velocidad de circulación del dinero base es constante, las expresiones anteriores se podrían manipular para obtener:

$$b\dot{m} = \dot{e} + \dot{p}^* + \dot{y} \quad (14)$$

Sin embargo, $b\dot{m} = \Delta BM / BM$, la cual de acuerdo a la expresión (12) puede escribirse como $b\dot{m} = S / (BM / PY)$. Por lo tanto, el señoreaje como proporción de los saldos reales de dinero base sería igual a:

$$S / (BM / PY) = \dot{e} + \dot{p}^* + \dot{y} \quad (15)$$

Dado que la corrección fiscal por vía cambiaria sería igual al superávit externo del sector público, multiplicado por la tasa de devaluación necesaria para cubrir la brecha fiscal (expresión (2) en páginas anteriores), a través de la manipulación de la expresión (15) y con algún procedimiento razonable para estimar la tasa de crecimiento del PIB (en nuestro caso con la aplicación del filtro Hodrick-Prescott para el componente de tendencia del PIB real y la ecuación econométrica del Cuadro 3 del componente cíclico del PIB), se obtendría el señoreaje que se produciría por la necesidad de ajustar el déficit fiscal con la devaluación. Con una ecuación de demanda de dinero a partir de la ecuación de la velocidad de circulación del dinero, se obtuvo el impacto inflacionario del señoreaje producido por la tasa de devaluación, dadas las tasas de inflación externa y del crecimiento del producto definidas anteriormente. De la forma descrita, el tipo de cambio nominal y real quedaron definidos como variables de política para la corrección de la brecha fiscal y la inflación como una resultante, según sea que el Banco Central decida esterilizar los efectos monetarios de la devaluación.

Los ingresos fiscales no petroleros se estimaron en función del PIB de tendencia con una regresión de mínimos cuadrados ordinarios, con excepción del Impuesto a las Ventas al Mayor (IVM) y el ingreso por arancel de aduanas. El IVM es un impuesto de apenas tres años en Venezuela, con tres ajustes en su tasa, por lo cual fue difícil utilizar algún procedimiento de estimación más sofisticado. Simplemente se adoptó un incremento efectivo en el recaudación del mismo como proporción del PIB, hasta alcanzar un promedio de recaudación por puntos de la tasa de acuerdo a los parámetros de la región. Para cálculo del arancel de aduanas se estimó una regresión de mínimos cuadrados ordinarios para las importaciones, la cual se utilizó igualmente para las proyecciones de la cuenta corriente.

Las cuentas fiscales fueron ajustadas por el endeudamiento público producto de los pasivos laborales, los cuales se estimaron en 10% del PIB. Por tanto, en 1997 aparecerán dos conceptos de déficit. El déficit global sin incluir la emisión de esta deuda se denominó el *déficit subyacente*, es decir, el déficit sin incluir el reconocimiento de los pasivos laborales. Esta discriminación sería sólo para 1997, ya que a partir de 1998 el concepto de déficit sería uno solo. La distinción se hizo para evitar la confusión que se podría producir al observarse un déficit por debajo de la línea que no se corresponde por encima de la línea, ya que lo que se ha hecho es el reconocimiento de una deuda o pasivo generado con anterioridad. El costo fiscal de esta deuda se incluyó a partir de 1998. En las proyecciones del Fondo de Garantías de los Depósitos Bancarios (FOGADE) se supuso que esta institución continuaría cancelando su deuda con el BCV a la tasa de interés efectiva observada en 1996, con lo cual, además de los recursos remanentes de las privatizaciones, la prima de seguro a los depósitos podría ser reducida a 1% del monto promedio de los depósitos de cada año a partir de 1998. Bajo estas premisas, al final del período de la proyección (2005) FOGADE habría acumulado una reserva de contingencia para emergencias bancarias equivalentes apenas al 7% de los depósitos totales. Cabe destacar que con una prima a los niveles actuales (2% de los depósitos) y tomando en cuenta los impactos de la misma en las tasas de interés pasivas, dichas reservas se ubicarían en algo más de un 12% de los depósitos. El artificio utilizado en la proyección es que los ingresos adicionales serían utilizados para incrementar las reservas de contingencia, la cual no existe en la actualidad por la descapitalización de esta institución a raíz de la crisis financiera de 1994-95. Por lo tanto, el nivel de la prima no afectaría los resultados fiscales del sector público consolidado.

Como fue mencionado en líneas anteriores, la emisión o amortización de deuda pública y el ajuste del tipo de cambio se utilizaron como las variables de cierre de las cuentas fiscales, siendo la inflación y el componente cíclico del PIB las variables resultantes o endógenas del modelo de acuerdo al procedimiento descrito. En el ejercicio se supone que el déficit fiscal que surge de las proyecciones se financia exclusivamente con endeudamiento externo, dadas las limitaciones del mercado financiero interno y los ya elevados niveles de activos del sistema financiero representados en títulos de deuda pública y papeles del BCV (TEM's). En el ejercicio se prevé una fuerte apreciación del tipo de cambio real entre 1997 y 1998 (más de 20% en términos acumulados), debido a la coincidencia del proceso electoral con un ciclo petrolero favorable y un elevado nivel de reservas internacionales. Por lo tanto, el tipo de cambio continuaría siendo utilizado como ancla nominal hasta el cambio de gobierno (inicios de 1999), de manera similar como ha ocurrido en oportunidades anteriores.

El costo de la nueva deuda a ser emitida en 1997 por los pasivos laborales y la apreciación real del tipo de cambio, deteriorarían los resultados fiscales significativamente en 1998. Igualmente, la deuda externa a ser emitida para financiar el déficit de ese año aumentaría los gastos de intereses. Por otra parte, el ejercicio supone que el gasto primario en términos reales permanecería constante como proporción del PIB, de acuerdo a los niveles observados en 1994 (alrededor de 16%).²⁴ lo cual implicaría una disminución relativa en términos per capita, razón por la cual es posible esperar presiones sociales o necesidades de inversión en infraestructura pública que podrían afectar sensiblemente los resultados fiscales estimados.

Por el aumento en la producción petrolera y el supuesto de precios del petróleo (constantes en términos nominales a partir de 1999 en 15 \$/bl), las cuentas fiscales muestran una mejora importante en el mediano plazo. Las magnitudes específicas dependen significativamente de los supuestos que se adopten en relación al tipo de cambio real a partir de 1999. En este sentido, el ejercicio se hizo con

²⁴ Los niveles de 1995 y 1996 (12% del PIB) son niveles históricamente bajos, los cuales no se consideran socialmente sostenibles. El nivel de gasto público previsto oficialmente en 1997 volvería a colocar el gasto primario en 16% del PIB, aún por debajo de los niveles registrados desde 1970 hasta 1992.

dos escenarios probables. En el primero, denominado escenario base, se supuso que el tipo de cambio real permanecería constante a partir de 1999. Ello significa que no se continuaría utilizando el tipo de cambio como ancla nominal, pero tampoco se intentaría corregir el margen de apreciación real que se acumularía entre 1997 y 1998.

En el otro escenario, denominado alternativo, se supuso que el margen de apreciación real sería corregido significativamente durante 1999 con una devaluación promedio en el año por debajo del 40%. A partir de allí, se adoptó igualmente un tipo de cambio real constante para el resto del período de proyección. La corrección cambiaria en 1999 podría hacerse inevitable no sólo por el deterioro de las cuentas fiscales que se prevé en 1998, sino también por razones de balanza de pagos, ya que los resultados en cuenta corriente podrían hacerse crecientemente negativos a pesar del aumento en la producción petrolera. Por otra parte, la incertidumbre económica que siempre acompaña al proceso electoral y la percepción por parte del mercado de una corrección eventual del tipo de cambio posterior a la elección del nuevo gobierno, dado el deterioro de las cuentas fiscales y de cuenta corriente, podría desatar un ataque especulativo contra las reservas internacionales que force dicho ajuste, tanto más si se contempla la posibilidad de un escenario de precios del petróleo más bajos. Los resultados de ambos escenarios se presentan en los **Cuadros 11-A y 11-B**.²⁵

Como podrá observar el lector, en el escenario base (**Cuadro 11-A**) se estima que las cuentas fiscales volverían a registrar saldos negativos hasta el año 2000, particularmente en el Gobierno Central. A partir del 2001 el resultado favorable del aumento en la producción petrolera (con precio nominal constante) permitiría obtener superávit fiscales alrededor de dos puntos del PIB, lo cuales podrían ser utilizados para reducir el endeudamiento público (supuesto utilizado en este ejercicio) o aumentar el gasto primario en ciertas áreas. En el escenario alternativo (**Cuadro 11-B**) el resultado fiscal mejoraría más rápidamente en comparación con el escenario base. A partir del año 2000 se obtendrían superávit fiscales superiores a dos puntos del PIB, hasta alcanzar cinco puntos al final de la proyección. Sin embargo, cabe destacar que la mejora en los resultados del sector público en dicho escenario irían acompañados de una inflación mayor y un crecimiento económico menor en el año 1999 producto del ajuste cambiario.

²⁵ También se realizó un ejercicio denominado intermedio, en el cual se supuso que el margen de apreciación en 1998 y por tanto la eventual corrección cambiaria en 1999 serían mucho menores. Igualmente, el deterioro de las cuentas fiscales sería menor al estimado en el escenario base.

Cuadro 11-A
Escenario Base
Resumen de las proyecciones de las principales cuentas fiscales.

	1997*	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
GOBIERNO CENTRAL									
Ingresos totales	20,3%	17,6%	17,4%	18,6%	20,0%	20,5%	21,0%	21,2%	21,4%
Ingresos corrientes	20,3%	17,6%	17,4%	18,6%	20,0%	20,5%	21,0%	21,2%	21,4%
Petroleros	11,6%	8,9%	8,7%	9,7%	11,0%	11,4%	11,7%	11,8%	11,9%
No petroleros	8,7%	8,8%	8,8%	8,9%	9,0%	9,2%	9,3%	9,4%	9,5%
Ingresos de capital	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gastos totales	20,2%	20,5%	19,6%	20,2%	19,8%	19,6%	19,6%	19,6%	19,5%
Gastos corrientes	16,6%	17,2%	16,3%	16,8%	16,3%	16,0%	16,0%	16,0%	15,9%
Gasto primario corriente	13,6%	13,5%	12,8%	13,4%	13,3%	13,4%	13,5%	13,5%	13,4%
Gasto en intereses	3,0%	3,7%	3,5%	3,4%	3,0%	2,7%	2,6%	2,5%	2,4%
Gastos de capital y concesión neta de prestamos	3,6%	3,3%	3,2%	3,4%	3,5%	3,5%	3,6%	3,6%	3,6%
Gasto primario total	17,2%	16,9%	16,0%	16,7%	16,8%	16,9%	17,0%	17,1%	17,0%
Resultado fiscal del Gobierno Central	0,1%	-2,9%	-2,1%	-1,6%	0,2%	1,0%	1,4%	1,6%	1,9%
SECTOR PUBLICO RESTRINGIDO									
Ingresos totales	30,3%	24,9%	25,1%	26,8%	28,1%	28,2%	28,0%	28,1%	28,2%
Ingresos corrientes	30,1%	24,8%	25,0%	26,7%	28,0%	28,2%	28,0%	28,1%	28,2%
Petroleros	18,9%	13,4%	13,2%	14,6%	15,7%	15,8%	15,5%	15,4%	15,4%
No petroleros	11,3%	11,5%	11,8%	12,1%	12,3%	12,4%	12,5%	12,7%	12,8%
Ingresos de capital	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gastos totales	29,8%	28,2%	26,8%	27,2%	26,9%	26,2%	26,2%	26,0%	25,8%
Gastos corrientes	18,1%	19,0%	18,1%	18,7%	18,2%	17,9%	17,9%	18,0%	17,9%
Gasto primario corriente	14,2%	14,7%	14,0%	14,6%	14,6%	14,7%	14,8%	14,9%	14,9%
Gasto en intereses	3,9%	4,3%	4,2%	4,1%	3,6%	3,2%	3,1%	3,0%	3,0%
Gastos de capital y concesión neta de prestamos	11,7%	9,2%	8,6%	8,5%	8,7%	8,3%	8,2%	8,0%	7,9%
Gasto primario total	25,9%	23,8%	22,6%	23,1%	23,3%	22,9%	23,0%	22,9%	22,8%
Resultado fiscal del Sector Público Restringido	0,5%	-3,2%	-1,7%	-0,4%	1,2%	2,0%	1,9%	2,1%	2,4%
Resultado fiscal subyacente del Sector Público Restringido	0,5%	-3,2%	-1,7%	-0,4%	1,2%	2,0%	1,9%	2,1%	2,4%

Fuente: Cálculos propios.

Notas: Todo como porcentaje del Producto Interno Bruto.

A pesar de las diferencias sustanciales de los impactos fiscales producto del supuesto de tipo de cambio real que se adopte, de cumplirse los supuestos del modelo en cuanto al plan de expansión de PDVSA y de precios del petróleo, en ambos escenarios el nivel de superávit a producirse a partir del año 2001 permitiría una reducción de la deuda pública (en magnitudes muy distintas obviamente). Si por el contrario, se adopta un precio del petróleo más bajo y el gasto primario se incrementase, la sostenibilidad de largo plazo quedaría seriamente comprometida.

Cuadro 11-B
Escenario Alternativo
Resumen de las proyecciones de las principales cuentas fiscales.

RESUMEN DE CUENTAS	1997*	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
GOBIERNO CENTRAL									
Ingresos totales	20,3%	17,6%	18,2%	21,6%	23,1%	23,1%	23,5%	23,9%	24,0%
Ingresos corrientes	20,3%	17,6%	18,2%	21,6%	23,1%	23,1%	23,5%	23,9%	24,0%
Petroleros	11,6%	8,9%	9,4%	12,5%	13,6%	13,6%	13,9%	14,1%	14,1%
No petroleros	8,7%	8,8%	8,8%	9,1%	9,4%	9,6%	9,7%	9,8%	9,9%
Ingresos de capital	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gastos totales	20,2%	20,5%	19,9%	21,2%	20,6%	20,1%	20,2%	20,0%	19,8%
Gastos corrientes	16,6%	17,2%	16,5%	17,5%	16,8%	16,3%	16,3%	16,1%	15,9%
Gasto primario corriente	13,6%	13,5%	12,6%	13,8%	13,7%	13,7%	13,9%	14,0%	13,9%
Gasto en intereses	3,0%	3,7%	4,0%	3,8%	3,0%	2,6%	2,4%	2,1%	1,9%
Gastos de capital y concesión neta de prestamos	3,6%	3,3%	3,3%	3,7%	3,8%	3,8%	3,9%	3,9%	3,9%
Gasto primario total	17,2%	16,9%	15,9%	17,5%	17,5%	17,6%	17,8%	17,9%	17,8%
Resultado fiscal del Gobierno Central	0,1%	-2,9%	-1,7%	0,4%	2,5%	3,0%	3,4%	3,8%	4,3%
SECTOR PUBLICO RESTRINGIDO									
Ingresos totales	30,3%	24,9%	26,6%	31,6%	32,0%	31,4%	31,3%	31,3%	31,4%
Ingresos corrientes	30,1%	24,8%	26,6%	31,6%	32,0%	31,4%	31,3%	31,3%	31,4%
Petroleros	18,9%	13,4%	14,5%	18,8%	19,3%	18,6%	18,4%	18,3%	18,2%
No petroleros	11,3%	11,5%	12,1%	12,7%	12,7%	12,8%	12,9%	13,0%	13,2%
Ingresos de capital	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gastos totales	29,8%	28,2%	27,4%	28,9%	28,1%	27,1%	27,0%	26,7%	26,3%
Gastos corrientes	18,1%	19,0%	18,4%	19,4%	18,6%	18,1%	18,2%	18,1%	17,8%
Gasto primario corriente	14,2%	14,7%	13,8%	15,0%	14,9%	15,0%	15,2%	15,3%	15,3%
Gasto en intereses	3,9%	4,3%	4,6%	4,5%	3,7%	3,2%	2,9%	2,7%	2,5%
Gastos de capital y concesión neta de prestamos	11,7%	9,2%	9,0%	9,4%	9,5%	9,0%	8,9%	8,6%	8,5%
Gasto primario total	25,9%	23,8%	22,8%	24,4%	24,4%	23,9%	24,1%	23,9%	23,8%
Resultado fiscal del Sector Público Restringido	0,5%	-3,2%	-0,8%	2,7%	3,9%	4,3%	4,2%	4,7%	5,1%
Resultado fiscal subyacente del Sector Público Restringido	0,5%	-3,2%	-0,8%	2,7%	3,9%	4,3%	4,2%	4,7%	5,1%

Fuente: Cálculos propios.

Notas: Todo como porcentaje del Producto Interno Bruto.

Con el fin de evaluar la vulnerabilidad de las cuentas fiscales ante cambios en los supuestos adoptados, se hizo un análisis de sensibilidad de las proyecciones del escenario base ante cambios en las VMR, como el precio del petróleo, el tipo de cambio real, la tasa de interés interna y externa, y el crecimiento del PIB, así como en ciertas variables críticas de política fiscal, como los salarios reales del sector público, la compra de bienes y servicios no factoriales y la inversión bruta fija pública. El ejercicio permite evaluar como se alteran el déficit global y primario del sector público consolidado y el déficit global del Gobierno Central. Igualmente, se evaluaron los ajustes necesarios en la tasa de cambio y en la tasa de inflación para cubrir una brecha fiscal de un punto del PIB si se utilizara el tipo de cambio como mecanismo de corrección fiscal. Los resultados de este análisis de sensibilidad se presentan en los **Cuadro 12**, desagregados en efectos directos y totales, incluyéndose en estos últimos los impactos secundarios en otras variables macroeconómicas y fiscales, como el endeudamiento necesario para cubrir cualquier brecha fiscal que se produzca. Como puede observar el lector, una disminución del precio del petróleo de 10%, implicaría un aumento del déficit global (o disminución del superávit) de 1,8% del PIB en el Sector Público Restringido y de 1,8% en el Gobierno Central como impactos directos (2,4% y 2,0% como impactos indirectos respectivamente). Igualmente, una apreciación real del tipo de cambio de 10% implicaría un efecto fiscal directo negativo de 0,7% en el déficit global del Sector Público Restringido y de 0,5% en el Gobierno Central (0,9% y 0,7% como impactos indirectos respectivamente).

Tres de las sensibilidades calculadas merecen atención especial. Las dos primeras se refieren a las correspondientes a las tasas de interés internas y externas. Dado los ya elevados niveles de endeudamiento público (incluyendo el financiamiento del déficit previsto durante 1998), un aumento en la tasa de interés externa en dos puntos porcentuales o un aumento de cinco puntos en la tasa de interés interna deteriorarían las cuentas fiscales en cerca de un punto del PIB respectivamente (o en 1,5% en conjunto).

Cuadro 12

Sensibilidad del resultado fiscal a cambios en las VMR's Con Financiamiento Externo

Efectos totales				
	Cambios	S/D Global SPR	S/D Primario SPR	S/D del Gob. Central
Precio del Petróleo ⁽¹⁾	-10,0%	-2,18%	-1,84%	-1,78%
Apreciación del T.C. Real ⁽¹⁾	10,0%	-0,77%	-0,74%	-0,65%
Crecimiento económico ⁽²⁾	1,0%	0,07%	-0,03%	0,07%
Tasa de Interés Externa ⁽²⁾	2,0%	-1,19%	0,00%	-1,18%
Tasa de Interés Interna ⁽²⁾	5,0%	-0,31%	0,00%	-0,33%
Inversión Bruta Fija ⁽²⁾	1,0%	-1,27%	-1,00%	-1,27%
Compra de Bienes y Servicios ⁽²⁾	1,0%	-1,26%	-1,00%	-1,26%
Sueldos y Salarios ⁽¹⁾	10,0%	-0,52%	-0,42%	-0,49%

Efectos directos				
	Cambios	S/D Global SPR	S/D Primario SPR	S/D del Gob. Central
Precio del Petróleo ⁽¹⁾	-10,0%	-1,84%	-1,84%	-1,44%
Apreciación del T.C. Real ⁽¹⁾	10,0%	-0,68%	-0,68%	-0,50%
Crecimiento económico ⁽²⁾	1,0%	0,10%	0,10%	0,10%
Tasa de Interés Externa ⁽²⁾	2,0%	-1,20%	0,00%	-1,11%
Tasa de Interés Interna ⁽²⁾	5,0%	-0,26%	0,00%	-0,25%
Inversión Bruta Fija ⁽²⁾	1,0%	-1,00%	-1,00%	-1,00%
Compra de Bienes y Servicios ⁽²⁾	1,0%	-1,00%	-1,00%	-1,00%
Sueldos y Salarios ⁽¹⁾	10,0%	-0,42%	-0,42%	-0,38%

Fuente: Cálculos propios.

Notas: (1) Variación porcentual. (2) En cambio de nivel.

La tercera corresponde a un aumento de la inversión pública. Como el ejercicio supone que el gasto primario se mantendría como proporción del PIB, un aumento de la inversión produciría un crecimiento económico que a su vez exigiría un incremento del gasto primario para que dicha proporción se mantenga. Dado que la recaudación de ingresos no petroleros como proporción del PIB es menor que la proporción que representa el gasto primario, el efecto positivo de la expansión económica en las cuentas fiscales (el cual se puede observar en el **Cuadro 12** como sensibilidad de estas últimas al crecimiento económico) resultaría insuficiente y por lo tanto el efecto neto sería negativo.

En general, el ejercicio muestra que si se produce una recuperación del gasto primario como proporción del PIB, los niveles de superávit fiscal estimados a partir del año 2001 se reducirían significativamente. Por ejemplo, un aumento en un punto del PIB tanto de la inversión pública como de la compra de bienes y servicios no factoriales en un mismo año, produciría un impacto negativo en las cuentas fiscales de 2,8% del PIB, al tomar en cuenta los efectos directos e indirectos. Por lo tanto, una recuperación del gasto primario per capita en alguna magnitud importante, afectaría apreciablemente el resultado fiscal esperado.

Por último, bajo los supuestos descritos del ejercicio, particularmente en cuanto a tipo de cambio real y producción y precios del petróleo, la devaluación necesaria para cubrir un déficit de un punto del producto sería de 29%, lo cual a su vez generaría una aceleración o incremento de la tasa de inflación en 14 puntos porcentuales. Por ejemplo, un déficit de tres puntos del PIB que se pretenda corregir exclusivamente con una devaluación, implicaría una aceleración de la tasa de inflación en 42 puntos porcentuales. Un impacto nada despreciable a pesar de la mejora en la posición fiscal y externa que se espera produzca el plan de inversiones de la industria petrolera.

A manera de conclusión de esta sección, cabe destacar por una parte, lo sensible que continuarían siendo las cuentas fiscales a posibles shocks en los precios del petróleo y a la variaciones del tipo de cambio real. Al hacerse una economía más petrolera, mayor será la volatilidad a la cual quedaría expuesta Venezuela si no se crean otros mecanismos institucionales de carácter presupuestario o fiscal, como un fondo de estabilización macroeconómica conjuntamente con algún mecanismo de control de los niveles de endeudamiento público sobre las bases de sostenibilidad fiscal y macroeconómica en el mediano y largo plazo. Por otra parte, la elevada sensibilidad de las cuentas fiscales muestra una vez más lo inapropiado que sería una política de estabilización de la inflación basada en el anclaje total o parcial del tipo de cambio, si dicha política no va acompañada de otras políticas de orden presupuestario que al menos compensen el deterioro fiscal que produciría la apreciación real de la moneda. En tercer lugar, la sostenibilidad de la política fiscal en el mediano plazo depende también de manera importante de los supuestos de tributación no petrolera y de gasto primario. La pregunta adecuada sería más bien como alcanzar la sostenibilidad macroeconómica de la política fiscal bajo escenarios de gasto primario también sostenibles desde el punto de vista social. Algunas de estas interrogantes serán abordadas en la siguiente sección.

IX.- DEUDA PÚBLICA Y SOSTENIBILIDAD FISCAL

Como fue comentado anteriormente, Venezuela registra un alto nivel de endeudamiento. La deuda pública total a finales de 1996 representaba un 67% del PIB, si el monto correspondiente a la deuda externa se ajusta por la paridad real del bolívar respecto al dólar. A dicha deuda habría que agregar el monto de los pasivos laborales del sector público, los cuales se han estimado oficialmente en 10% del PIB y el costo de la reforma de la seguridad social. Esta última fue calculada por el Banco Mundial (1995) en 26% del PIB en valor presente neto, si la reforma comenzaba a tener efecto en 1996. Si la reforma no se llevaba a cabo, el costo de mantener el actual régimen público de reparto (pay-as-you-go) sería equivalente al 77% del PIB, también en valor presente neto. Esta estimación fue ajustada por el retardo en su implementación, lo cual la colocaría en 30% del PIB, si ésta se hiciera efectiva a partir de 1998. Al incluir la deuda del BCV en TEM's (7% del PIB), el monto de la deuda pública sería 107% del PIB. A dicho monto se le deberían sustraer las reservas internacionales netas, ya que éstas constituyen un activo público. Sin embargo, habría que tomar en cuenta que por la volatilidad del mercado petrolero y los desequilibrios macroeconómicos que el país ha mantenido por un número considerable de años, las reservas presentan también un alto grado de volatilidad. No obstante esa volatilidad, se consideran en este análisis como un activo público. Aún cuando los activos de otras empresas del Estado y algunas riquezas minerales y de hidrocarburos del subsuelo podrían representar un monto apreciable, éstos no fueron incluidos en el análisis por no disponer de una estimación confiable. Igualmente, Venezuela tiene un monto importante en colaterales de la deuda reestructurada en 1991 bajo el Plan Brady, los cuales podían ser utilizados como un activo en alguna operación de reestructuración de la deuda pública.

Venezuela debería disminuir su endeudamiento público por varias razones. En primer lugar, para enfrentar en mejores circunstancias la volatilidad del mercado petrolero, particularmente si se toman en cuenta la limitaciones mencionadas para enfrentar un ajuste fiscal de relativa importancia, dada la elevada vulnerabilidad de las cuentas fiscales a los shocks externos y al tipo de cambio real. En segundo lugar, por la necesidad de incrementar el gasto primario en ciertas áreas, particularmente en inversión en infraestructura pública, educación, salud y administración de justicia. Para ello es necesario abrir espacio en la estructura del gasto público mediante una reducción del gasto en intereses de deuda pública, de manera que el incremento del gasto primario sea viable fiscalmente y por tanto sostenibles a mediano plazo en un ambiente de estabilidad económica y baja inflación. La irracionalidad en la estructura del gasto público en Venezuela puede observarse en el **Cuadro 13**, en el cual se comparan los gastos de intereses ocasionados por la deuda pública en 1996 (incluyéndose

el gasto de intereses por TEM's del BCV como elemento de referencia) con los principales conceptos del gasto social.

Cuadro 13: Comparación de gastos del sector público en 1996

	1,996	
	MM de Bs.	% del PIB
Total intereses de Deuda Pública y de TEM's	1,479,504	5.3%
Intereses por TEM's (BCV)	396,300	1.4%
Intereses de deuda de la República	1,083,204	3.9%
De deuda interna	381,209	1.4%
De deuda	701,995	2.5%
 Total Gasto Social, Seguridad y Orden Público	 1,472,736	 5.2%
Salud y seguridad social	545,313	1.9%
Programas sociales	248,890	0.9%
Total sistema educativo	578,409	2.1%
Educación superior*	342,902	1.2%
Educación preescolar, básica y diversificada**	235,507	0.8%
Seguridad, orden público y administración de justicia	100,125	0.4%

Fuente: OCEPRE, Exposición de Motivos del Proyecto de Ley de Presupuesto, 1997 y 1998.

Notas:

(*) Incluye a Universidades Nacionales y Colegios Universitarios.

(**) Incluye los gastos de funcionamiento del Ministerios de Educación.

El gasto en intereses alcanzó un monto equivalente a 5,3% del PIB, mientras que la totalidad del gasto social del Gobierno Central representó un 5,2%, incluyéndose dentro de este último los gastos en salud pública, seguridad social, educación preescolar, básica, secundaria y superior, seguridad ciudadana y orden público, administración de justicia y todos los programas sociales atendidos por el poder ejecutivo. Algunas de estas comparaciones resultan interesantes en términos individuales; por ejemplo, los intereses de la deuda externa representaron medio punto más del PIB en relación al gasto en todo el sistema educativo y 1,7% más del PIB en relación a todo el gasto en educación preescolar, primaria, básica y secundaria o diversificada. Los intereses de la deuda interna absorbieron recursos por una cantidad superior en más de cinco veces a todo el gasto en seguridad ciudadana, orden público y administración de justicia. Cabe destacar igualmente, que el gasto en intereses de la deuda pública durante 1996 (incluyendo los TEM's) fue equivalente a nivel del Gobierno Central, a un 25% del gasto total, a un tercio del gasto primario, a un 25% de los ingresos fiscales totales y a casi un 50% de los ingresos de origen no petrolero.

Ciertamente, existe un espacio importante para reformas en el sector público que mejoren la eficiencia del gasto, aunque su cuantificación escapa del alcance de este trabajo. Por otra parte, como fue comentado anteriormente, la efectividad en la recaudación de tributos no petroleros es todavía baja, aún si la comparación se establece con los patrones de la región, por lo que un aumento de la misma podría mejorar la estructura de las cuentas fiscales. Igualmente, es factible y conveniente ampliar las oportunidades de participación del sector privado en la provisión de muchos servicios públicos, lo cual liberaría recursos del gasto público que podrían ser canalizados hacia otras áreas donde la participación del sector privado resulta menos probable y en cuantía insuficiente. Sin embargo, estos procesos son lentos y presentan algunas limitaciones importantes, mientras que el sector público posee una masa considerable de activos que de ser privatizados podrían proveer recursos para una reducción sustancial de la deuda pública. Dicha reducción liberaría recursos que actualmente se destinan al pago de intereses, los cuales podrían ser utilizados para aumentar el gasto primario sin incrementar el gasto público total y por lo tanto, sin deteriorar las cuentas fiscales. En el caso de los recursos destinados a los intereses de la deuda interna (incluyendo los TEM's), su canalización hacia el gasto primario no produciría *impactos directos* en la demanda agregada, ya que esos recursos se reciclarían internamente. En el caso de los recursos que hoy se destinan a los intereses de la deuda externa la consideración es diferente, ya que su canalización hacia el gasto

interno de manera acelerada podría tener impactos considerables en la demanda agregada interna, las tasas de interés, el tipo de cambio real y por tanto, en la tasa de inflación. Sin embargo, su reducción podría ser necesaria para asegurar la sostenibilidad de la política fiscal en el largo plazo (sin necesidad de reducir aún más el gasto primario) con el fin de evitar posteriores incrementos de la deuda pública y garantizar una reducción sostenida y sostenible de la tasa de inflación. Este aspecto, referido a la sostenibilidad de la política fiscal en el largo plazo, constituye la tercera razón por la cual la deuda pública debería ser reducida en Venezuela.

El problema de la sostenibilidad de la política fiscal en Venezuela tiene que ser abordado más allá de las implicaciones de la relación Deuda/PIB, ya que si bien es cierto que esta relación constituye el centro de dicho análisis, un mismo nivel de superávit o déficit primario consistente con la sostenibilidad fiscal de largo plazo puede implicar diferentes combinaciones de inflación, gasto primario, tributación no petrolera y aporte fiscal de la industria petrolera. En otras palabras, la calidad del ajuste fiscal que se requiera para cumplir con la sostenibilidad fiscal a largo plazo, o lo que es lo mismo, con la *restricción presupuestaria intertemporal del sector público*, puede tener connotaciones completamente diferentes en diversos aspectos fundamentales de las finanzas públicas y la economía en general, tales como el grado de tensión fiscal con el cual la sociedad acepta vivir, el nivel de gasto social y su impacto en la distribución del ingreso, la tasa de tributación efectiva y los niveles de crecimiento, ahorro e inversión del sector privado, entre otros.

Para establecer esa *restricción presupuestaria intertemporal o de largo plazo* del sector público en Venezuela y sus distintos componentes, se requiere determinar en primer lugar, si el sector público es solvente financieramente; es decir, si el valor presente de sus activos es igual o mayor que el valor presente de sus pasivos, ajustado dicho resultado por el valor presente neto del superávit o déficit primario que se espera prevalezca durante un período de tiempo determinado. El resultado así obtenido indicaría las magnitudes de ajustes necesarios para garantizar un nivel constante de deuda pública (como proporción del PIB) en un ambiente de baja inflación. Para determinar la composición de dicho ajuste o restricción presupuestaria, se estima en función de ese superávit o déficit primario global (consistente con los límites de deuda e inflación), el nivel de gasto primario consistente con el nivel óptimo, necesario o conveniente de tributación efectiva. Debido al peso que tienen los ingresos petroleros en las cuentas públicas de Venezuela, ese nivel de tributación óptimo o necesario tiene que ser descompuesto entre aporte fiscal de la industria petrolera y tributación no petrolera, ya que la naturaleza de dichas contribuciones y sus impactos económicos son sustancialmente diferentes. Si el nivel de déficit o superávit primario requerido para mantener la deuda pública como proporción del PIB en un ambiente de baja inflación y determinado según el procedimiento definido en las líneas anteriores es violado, se puede estimar el crecimiento que se produciría de la deuda pública, dada una determinada meta de inflación. De manera similar, si se desea mantener la relación Deuda/PIB o la misma no puede ser alterada por reacción de los agentes económicos, ya que éstos podrían no estar dispuestos a aumentar sus acreencias con el sector público, se podría determinar el nivel de ingreso inflacionario necesario para mantener el límite de la deuda pública. En el caso de Venezuela, como fue explicado anteriormente, ese ingreso inflacionario podría estar asociado a un determinado ajuste del tipo de cambio, ya que la devaluación puede ser utilizada como mecanismo para producir el financiamiento monetario del déficit fiscal.

Para resolver los interrogantes anteriores y hacer los cálculos necesarios se utilizaron los trabajos de Blanchard (1990), Blanchard, Chouraqui, Hagemann y Sartor (1990), Horne (1991) y Guidotti y Kumar (1991), los cuales permiten elaborar indicadores sencillos de sostenibilidad de la política fiscal a largo plazo. Específicamente, se evaluarán los parámetros de la política fiscal que se desprenden de las proyecciones del Déficit Macroeconómicamente Ajustado (DMA) discutidas en la

sección anterior, pero en un horizonte de tiempo más amplio. Este análisis permitirá determinar la necesidad de recurrir a ajustes fiscales futuros y el costo de posponerlos, si ese fuese el caso.

Para elaborar estos indicadores se partió de la restricción presupuestaria del gobierno, usando de nuevo la misma nomenclatura anterior:

$$G_t - NO_t + i_t D_{t-1} + E_t(i_t^* D_{t-1}^* - O_t) - \Delta M_t = \Delta D_t + \Delta D_t^* \quad (16)$$

donde el déficit fiscal es igual al gasto primario del gobierno, menos los ingresos fiscales no petroleros, más el gasto por el pago de intereses de la deuda interna, más la posición externa neta, la cual que se define como la diferencia entre el pago por intereses de deuda externa y los ingresos fiscales petroleros. El déficit fiscal se financia con deuda externa, interna o con emisión monetaria (ΔM).

Esta ecuación se puede expresar en términos del PIB y a partir de ella calcular el *déficit primario ajustado*, a_t . Este se define como el déficit primario convencional explicado anteriormente (ingresos corrientes menos gastos primarios), más el *factor de dinámica de la deuda*. Este factor no es mas que el diferencial entre las tasas reales de interés interna y externa, calculada esta última al tipo de cambio real (paridad no cubierta de intereses), ajustado por la tasa de crecimiento de la economía. Este factor nos permitiría determinar el crecimiento neto de la deuda externa al tipo de cambio real. El servicio de la deuda externa aumentará el déficit primario ajustado en la medida que ese diferencial se mueva a favor de las tasa real de interés en dólares, calculada al tipo de cambio real, y en la medida que ese diferencial supere a la tasa de crecimiento real del producto. Ese *déficit primario ajustado* quedaría expresado de la forma siguiente:

$$a_t = g_t - no_t - s_t - \frac{(1 + \hat{e}_t)(1 + v_t)}{(1 + n_t)} o_{t-1} + \frac{(1 + r_t^*)(1 + \hat{e}_t) - (1 + r_t)}{(1 + n_t)} d_{t-1}^* \quad (17)$$

De esta ecuación se obtiene la *ecuación de la dinámica de la deuda*:

$$\Delta \bar{d}_t = a_t - s_t + \frac{(r_t - n_t)}{(1 + n_t)} \bar{d}_t \quad (18)$$

en la cual s_t son los ingresos inflacionarios y $\bar{d}_t$ es la deuda total, es decir, la suma de la deuda interna y externa. Recuérdese que n y r son la tasa de crecimiento real del producto y la tasa de interés real. Esta ecuación permitiría establecer el nivel de financiamiento inflacionario consistente con los límites de endeudamiento y metas de inflación, o el nivel de superávit primario necesario para mantener dentro de ciertos límites el crecimiento de la deuda y el nivel de inflación.²⁶

De esta ecuación se desprende que la relación deuda/PIB aumentará si la tasa de interés real es mayor que la tasa de crecimiento del PIB, o si aumenta el déficit primario ajustado. Como puede observarse en la ecuación (15), este último es muy vulnerable a shocks externos, como un aumento en la tasa de interés internacional o una caída en los precios petroleros. Dado un determinado nivel de déficit primario, una tasa de interés real positiva elevada o una tasa de crecimiento real de la economía demasiado baja pueden conducir a una senda explosiva de crecimiento de la deuda.

²⁶ Ver Anexo 1 para la deducción matemática detallada.

Las ecuaciones anteriores pueden ser manipuladas para obtener la restricción presupuestaria intertemporal, la cual demuestra que para que la política fiscal sea sostenible en el largo plazo, el valor de la deuda actual tiene que ser igual al valor presente de los superávits primarios, más los ingresos inflacionarios futuros.²⁷

Esta condición siempre será cumplida ex-post, ya sea por la monetización de la deuda, por su moratoria o mediante la represión financiera para reducir su valor mediante el empleo de tasas reales negativas en períodos de alta inflación, o por ajustes fiscales futuros. En el caso venezolano, durante el período 1994-96 el gobierno recurrió al atraso en los pagos de la deuda interna y a la represión financiera, al imponer controles sobre la tasa de interés en torno a 18% con una inflación promedio de 73%.

La restricción intertemporal del gobierno es muy útil para realizar ejercicios que permiten determinar el esfuerzo fiscal necesario ante un nivel de gasto, inflación y de endeudamiento determinado. Si se supone una tasa de interés real y de crecimiento real constante, es posible calcular el nivel de *superávit primario ajustado* consistente con un nivel de endeudamiento determinado, sin necesidad de contar con el financiamiento inflacionario (ecuación 17):

$$\bar{d} = a \frac{(1+n)}{(r-n)} \quad (19)$$

Este tipo de ejercicio ha sido utilizado para mostrar cómo mayores niveles de endeudamiento requieren de un determinado nivel de superávit primario ajustado para mantener la situación de solvencia del sector público en el largo plazo (ver Guidotti y Kumar, 1991). Uno de los problemas fundamentales de este ejercicio es que se toman como exógenas la tasa de crecimiento, el tipo de cambio real y la tasa de interés real, lo cual tiene serias limitaciones ya que éstas variables deberían ser una función del nivel de deuda y de gasto público. Sin embargo, dadas las limitaciones de proyección de estas variables para el largo plazo, el ejercicio puede ser útil para evaluar el perfil de la política fiscal actual en el mediano plazo.

Siguiendo la misma forma de razonamiento, se puede determinar el nivel de tributación necesario para mantener la política de gasto actual. Este nivel de impuestos se denomina la tasa impositiva de sostenibilidad (Blanchard 1990) y es equivalente al valor presente del gasto fiscal más el pago de interés neto de crecimiento de la deuda.²⁸

Para un año determinado, este indicador de tributación requerida sería igual a:

$$t_0^* = g + (r-n)\bar{d}_0 \quad (20)$$

Siendo g el nivel del gasto primario, $\bar{d}$ la deuda total y t la tasa impositiva efectiva, es decir, la recaudación tributaria total, todas como proporción del PIB. La diferencia entre t^* y la tasa impositiva efectiva actual t , es la brecha tributaria ($t_0^* - t$) y determina el ajuste necesario hoy para cumplir la condición de sostenibilidad en el largo plazo. Si el ajuste se pospone, el déficit primario producirá un aumento de la deuda, la cual se reflejará en un ajuste fiscal futuro mayor. La brecha tributaria no sería más que el déficit fiscal actual. Para que la deuda permanezca constante, los impuestos tienen que incrementarse por el monto del déficit o el gasto primario tendría que reducirse,

²⁷ Ver Anexo 1.

²⁸ Ver Anexo 1 para la deducción matemática de este concepto.

dado que el crecimiento real del producto y la tasa de interés real estarían determinadas por su tendencia de largo plazo.

El indicador de mediano plazo se toma a cinco años y requiere de proyecciones de tasa de interés real, crecimiento económico y de gasto fiscal. Sin embargo, se puede adoptar una simplificación de esta formula tomando promedios de cinco años de las variables respectivas. Igualmente, se puede emplear este indicador para plazos mayores. Este último resulta sumamente relevante para Venezuela, donde la inversión en infraestructura pública y el gasto social han caído drásticamente en los últimos años. Por otra parte, algunas reformas estructurales generalmente traen a la luz pasivos que permanecían ocultos, tal como ha ocurrido con los pasivos laborales del sector público y de la seguridad social, los cuales quedaron al descubierto a raíz de la reforma laboral y del régimen de prestaciones sociales que se lleva a cabo en Venezuela durante el primer semestre de 1997.

Como muestran los países de la OECD y algunos de América Latina que han realizado estas reformas, el costo fiscal e intergeneracional de este sistema de pensiones es muy sensible a la composición demográfica de la población laboral, forzando un aumento en el gasto fiscal futuro que debe ser acompañado de aumentos tributarios y de reformas en el sistema de pensiones para mantener la solvencia del Estado. Los pasivos que se producirán al cambiar al actual sistema de pensiones por uno de capitalización individual incluyen: a) un bono de reconocimiento para aquellos trabajadores que han venido contribuyendo al seguro social y que se cambiarían a los fondos privados de pensiones, cuyo monto sería equivalente a las contribuciones hechas por esos trabajadores ajustadas por los correspondientes intereses; b) el financiamiento a los trabajadores que actualmente se encuentran jubilados, hasta el fallecimiento de éstos y por el período que sus sobrevivientes tienen como derecho a disfrutar de una porción de las pensiones;²⁹ c) el financiamiento de la jubilación de aquellos que están cerca de cumplir su vida laboral activa (que por lo tanto no están en condiciones de incorporarse a los fondos de capitalización individual) hasta su fallecimiento, más el período de beneficio de sus sobrevivientes, al igual que en el caso anterior; y d) el costo de una pensión asistencial para aquellos trabajadores que no han tenido el período suficiente de vida laboral activa y que por lo tanto no han realizado las contribuciones necesarias para disfrutar de una pensión completa. Usualmente ésta se establece como una proporción del salario mínimo. No se sabe si la reforma que se iniciará en pocos meses en Venezuela incluirá este elemento.

En la medida que se demore la implantación de la reforma, mayores serán sus costos, ya que aumenta el número de trabajadores jubilables y jubilados. Por tanto, mayores serán los recursos necesarios para la transición.³⁰ Actualmente el fondo de pensiones del Instituto Venezolano de los Seguros Sociales (IVSS) se encuentra totalmente descapitalizado y apenas comienzan a hacerse los primeros estimados de los costos potenciales de la reforma. Por otra parte, se supone que la reforma hará reconocimiento completo de estos pasivos y que los beneficiarios que han contribuido a la seguridad social no serán expropiados de sus derechos por la vía formal o por la erosión inflacionaria de las pensiones, como ha ocurrido tradicionalmente durante los últimos años. Por el contrario, es de esperar que la pensión mínima sea incrementada durante el proceso de reforma.

²⁹ En la regulación actual, la porción de la pensión a la cual tienen derecho los sobrevivientes de los jubilados varía dependiendo de la causa de la muerte de éstos (natural o accidente) y del momento en el cual ocurre el fallecimiento, bien sea si éste ocurre durante el período de vida laboral activa o durante el período de retiro.

³⁰ Al monto estimado por Banco Mundial (1995) de 26% del PIB como costo de la reforma, se le añadió el costo de retardo por este factor, estimado en 4% del PIB.

Es materia de consenso que la pieza vital para un ajuste exitoso en la economía venezolana es el referido al ajuste de las cuentas fiscales. Sin embargo, la comprensión sobre la magnitud del ajuste requerido y la calidad del mismo en muchos casos no puede decirse que sea por igual materia de consenso. De hecho, la magnitud del ajuste es a veces materia de controversia y las implicaciones intertemporales en general no son lo suficientemente bien entendidas. En tal sentido se considera útil aplicar la metodología descrita arriba a partir de la situación patrimonial pública a diciembre de 1996, utilizando algunos de los parámetros del DMA que se obtuvieron en la sección anterior e incluyendo los pasivos laborales del sector público y la deuda estimada de la seguridad social. Es importante destacar que los cálculos que se presentan en esta sección no constituyen un ejercicio de proyección, sino más bien un ejercicio de simulación para llamar la atención de las implicaciones intertemporales de ciertas decisiones fiscales, cuyas consecuencias a veces sólo se manifiestan en el mediano y largo plazo. Por ejemplo, una apreciación real del tipo de cambio puede contribuir a reducir las presiones inflacionarias en los primeros años de la simulación, pero forzaría a un incremento de la deuda o a un ajuste cambiario posteriormente, dado el deterioro fiscal que dicha apreciación produciría. En dicho caso, la menor inflación en los primeros años de la simulación se traduciría en mayores presiones en la tasa de inflación en los años posteriores del ejercicio.

El ejercicio se hizo suponiendo una tasa de crecimiento real del PIB de 4% anual y una tasa descuento de 5% anual, la cual resulta de restar la tasa de crecimiento del PIB a la tasa de interés real de endeudamiento público, siendo esta última en la actualidad la tasa de interés en dólares ajustada por la prima de riesgo país. Igualmente, se tomaron cuatro alternativas de aporte fiscal petrolero como proporción del PIB (8%; 10%; 12% y 14%) y tres escenarios de déficit primario no petrolero (7%, 9% y 11%). Sobre este último es importante mencionar que desde 1970 se ha ubicado en 12.8% del PIB en promedio, aunque la mayoría de los años estuvo entre 10 y 9%. En aquellos años que ha estado alrededor de 7% ha sido fundamentalmente a costa de una caída importante de la inversión pública, y en menor medida del gasto social. Las diversas combinaciones de aporte fiscal petrolero y déficit primario no petrolero implicarían resultados primarios globales que van desde déficits de 3% del PIB a superávits de 5% del PIB.

En el ejercicio del DMA de la sección anterior, se obtuvo una proyección del déficit primario no petrolero cercana a 10% del PIB para el período 1997-2005, lo cual que el gasto primario permanece constante en términos reales a partir de 1997. Por último, para evaluar los impactos inflacionarios de un financiamiento monetario del déficit fiscal, se supuso que la demanda de dinero base (base monetaria como proporción del PIB) permanecía en los niveles de 1996 (5.4% del PIB). Cabe recordar que de acuerdo a lo comentado en el ejercicio anterior, ese financiamiento monetario ocurriría a través de la devaluación, sin requerir la extensión de créditos directos al sector público por parte del BCV.

El ejercicio consolida al Gobierno Central y al Banco Central y el resultado de PDVSA se asume neto como aporte fiscal petrolero. Para simplificar el ejercicio, se supuso que el resultado operacional consolidado de las empresas públicas no petroleras es cero, lo cual es consistente con la historia reciente y no se tomó en cuenta el posible valor de venta de esos activos. Sin embargo, en la interpretación de los resultados se volverán a considerar estos activos. Estos resultados se presentan en los **Cuadros 14 y 15**. Como puede observar el lector, el patrimonio público sólo resulta positivo cuando el superávit primario se ubica por encima de 3% del PIB. Por ejemplo, con un aporte fiscal petrolero de 10% del PIB y un déficit primario no petrolero (DPNP) de 7% (el cual se encuentra por debajo del promedio histórico) el superávit primario global sería de 3%, con lo cual la situación patrimonial del sector público sería ligeramente negativa como proporción del PIB. Este resultado es similar cuando el aporte petrolero es de 12% y el DPNP es 9% del PIB. En otras palabras, con un DPNP entre 10 y 9% del PIB, la situación patrimonial pública es negativa si el aporte fiscal petrolero

se ubica por debajo de un rango entre 13 y 12% del PIB. Recuérdese que este nivel de DPNP es el que resulta compatible con la proyección del DMA en la sección anterior y con los valores históricos observados desde 1970. Si no se hiciese un cambio en los actuales parámetros de la política fiscal que permita colocar y sostener un superávit primario no menor de 3% del PIB, sólo quedarían tres alternativas: el crecimiento de la deuda pública, el financiamiento inflacionario del déficit o una combinación entre el aumento de la tributación interna y la disminución del gasto primario. Por ejemplo, en un escenario de precios del petróleo mas bajos, en el cual el aporte fiscal de PDVSA es de 8% del PIB y el DPNP es 7% del PIB, la deuda tendría que incrementarse a cerca de 100% del PIB, o la tasa de inflación tendría que ubicarse en promedio por encima de un 60% entre los años 1997 y 2005 o la tasa de tributación efectiva elevarse en aproximadamente cuatro puntos del PIB. Sin embargo, una privatización considerable de activos públicos permitiría reducir la deuda pública y por tanto modificar algunos parámetros de la estimación.

Cuadro 14: Ejercicio de sostenibilidad fiscal. Patrimonio público neto.

	Aporte fiscal petrolero			
	14.0%	12.0%	10.0%	8.0%
Déficit primario no petrolero				
7.0%	69.3%	29.3%	-10.7%	-50.7%
9.0%	29.3%	-10.7%	-50.7%	-90.7%
11.0%	-10.7%	-50.7%	-90.7%	-130.7%

Notas:

La deuda neta total es 81% del PIB, de la cual 46% es deuda externa, 8% es deuda interna, 7% son TEM's, 10% son pasivos laborales, 30% es por seguridad social y hay acumulado 20% en activos de reservas internacionales. La tasa de descuento utilizada fue 5%.

Fuente: Cálculos propios.

En el caso en el cual el DPNP se ubicase en 11% del PIB, con un aporte fiscal de PDVSA de 12% del PIB (es decir, un superávit primario global de 1% del PIB), la deuda crecería a 112% del PIB al final del período de la estimación o la inflación se mantendría alrededor de 60% al año o la tasa interna de tributación se tendría que incrementar en 4,0% del PIB. Por el contrario, a ese nivel de DPNP, si el aporte de PDVSA se coloca en 10%, lo que equivale a un déficit primario de 1% del PIB, la deuda pasaría a 124% del PIB para el 2005, o la tasa de inflación se ubicaría por encima del 100% a comienzos de la próxima década o la tributación interna tendría que incrementarse en 7 puntos del PIB.

**Cuadro 15: Ejercicio de sostenibilidad fiscal.
Escenarios de deuda, ajuste tributario e inflación.**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Aporte fiscal petrolero	8,0%								
Déficit Primario No Petrolero	7,0%								
Deuda neta	83,6%	86,6%	89,8%	93,1%	96,6%	100,2%	104,1%	108,1%	112,3%
Ajuste (t-t*)	3,02%	3,17%	3,32%	3,48%	3,64%	3,82%	4,00%	4,20%	4,40%
Tasa de inflación	50,3%	52,8%	55,3%	58,0%	60,7%	63,7%	66,7%	69,9%	73,3%
Déficit Primario No Petrolero	9,0%								
Deuda neta	85,6%	90,7%	96,1%	101,7%	107,6%	113,8%	120,3%	127,0%	134,1%
Ajuste (t-t*)	5,12%	5,36%	5,62%	5,89%	6,17%	6,47%	6,78%	7,11%	7,45%
Tasa de inflación	85,3%	89,4%	93,7%	98,2%	102,9%	107,8%	113,0%	118,5%	124,2%
Déficit Primario No Petrolero	11,0%								
Deuda neta	87,6%	94,8%	102,4%	110,3%	118,6%	127,3%	136,4%	146,0%	156,0%
Ajuste (t-t*)	7,21%	7,56%	7,92%	8,30%	8,70%	9,12%	9,56%	10,02%	10,50%
Tasa de inflación	120,2%	126,0%	132,0%	138,4%	145,0%	152,0%	159,3%	167,0%	175,0%
Aporte fiscal petrolero	10,0%								
Déficit Primario No Petrolero	7,0%								
Deuda neta	81,6%	82,5%	83,5%	84,5%	85,6%	86,7%	87,9%	89,1%	90,4%
Ajuste (t-t*)	0,92%	0,97%	1,02%	1,06%	1,12%	1,17%	1,22%	1,28%	1,35%
Tasa de inflación	15,4%	16,1%	16,9%	17,7%	18,6%	19,5%	20,4%	21,4%	22,4%
Déficit Primario No Petrolero	9,0%								
Deuda neta	83,6%	86,6%	89,8%	93,1%	96,6%	100,2%	104,1%	108,1%	112,3%
Ajuste (t-t*)	3,02%	3,17%	3,32%	3,48%	3,64%	3,82%	4,00%	4,20%	4,40%
Tasa de inflación	50,3%	52,8%	55,3%	58,0%	60,7%	63,7%	66,7%	69,9%	73,3%
Déficit Primario No Petrolero	11,0%								
Deuda neta	85,6%	90,7%	96,1%	101,7%	107,6%	113,8%	120,3%	127,0%	134,1%
Ajuste (t-t*)	5,12%	5,36%	5,62%	5,89%	6,17%	6,47%	6,78%	7,11%	7,45%
Tasa de inflación	85,3%	89,4%	93,7%	98,2%	102,9%	107,8%	113,0%	118,5%	124,2%
Aporte fiscal petrolero	12,0%								
Déficit Primario No Petrolero	7,0%								
Deuda neta	79,6%	78,5%	77,2%	75,9%	74,6%	73,2%	71,7%	70,1%	68,5%
Ajuste (t-t*)	-1,17%	-1,23%	-1,29%	-1,35%	-1,41%	-1,48%	-1,55%	-1,63%	-1,71%
Tasa de inflación	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Déficit Primario No Petrolero	9,0%								
Deuda neta	81,6%	82,5%	83,5%	84,5%	85,6%	86,7%	87,9%	89,1%	90,4%
Ajuste (t-t*)	0,92%	0,97%	1,02%	1,06%	1,12%	1,17%	1,22%	1,28%	1,35%
Tasa de inflación	15,4%	16,1%	16,9%	17,7%	18,6%	19,5%	20,4%	21,4%	22,4%
Déficit Primario No Petrolero	11,0%								
Deuda neta	83,6%	86,6%	89,8%	93,1%	96,6%	100,2%	104,1%	108,1%	112,3%
Ajuste (t-t*)	3,02%	3,17%	3,32%	3,48%	3,64%	3,82%	4,00%	4,20%	4,40%
Tasa de inflación	50,3%	52,8%	55,3%	58,0%	60,7%	63,7%	66,7%	69,9%	73,3%
Aporte fiscal petrolero	14,0%								
Déficit Primario No Petrolero	7,0%								
Deuda neta	77,6%	74,4%	70,9%	67,3%	63,6%	59,6%	55,5%	51,2%	46,6%
Ajuste (t-t*)	-3,27%	-3,43%	-3,59%	-3,76%	-3,94%	-4,13%	-4,33%	-4,54%	-4,76%
Tasa de inflación	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Déficit Primario No Petrolero	9,0%								
Deuda neta	79,6%	78,5%	77,2%	75,9%	74,6%	73,2%	71,7%	70,1%	68,5%
Ajuste (t-t*)	-1,17%	-1,23%	-1,29%	-1,35%	-1,41%	-1,48%	-1,55%	-1,63%	-1,71%
Tasa de inflación	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Déficit Primario No Petrolero	11,0%								
Deuda neta	81,6%	82,5%	83,5%	84,5%	85,6%	86,7%	87,9%	89,1%	90,4%
Ajuste (t-t*)	0,92%	0,97%	1,02%	1,06%	1,12%	1,17%	1,22%	1,28%	1,35%
Tasa de inflación	15,4%	16,1%	16,9%	17,7%	18,6%	19,5%	20,4%	21,4%	22,4%

Notas: El aporte fiscal petrolero incluye ISLR, regalías y dividendos.

Fuente: Cálculos propios.

Además del nivel que se estime de déficit primario no petrolero, los resultados de este ejercicio muestran una gran sensibilidad a la tasa de crecimiento real del PIB y a la tasa de interés real de la deuda pública. Igualmente crítico resulta el aporte fiscal petrolero, el cual, a su vez, será sumamente sensible a los supuestos que se adopten de precios del petróleo, tipo de cambio real y el componente del plan de inversiones de PDVSA que se financie con el propio flujo de caja de la industria (el cual reduce sustancialmente el aporte fiscal petrolero, como ocurrió entre 1993 y 1995). Por otra parte, los escenarios podrían mejorar si se produce un aumento en la demanda de dinero base, ya que se requerirían de menores niveles de inflación para mantener la solvencia pública. De manera similar, los resultados se modificarían favorablemente al incluir otros activos del Estado que

puedan ser utilizados o privatizados, como los colaterales de los Bonos Brady y la privatización del resto de las empresas públicas no petroleras. Sin embargo, se considera que estos activos sólo tendrían un impacto marginal que sería superado por una disminución de los precios del petróleo, como fue comentado en líneas anteriores, o si se produce un deterioro del déficit primario no petrolero. Por otra parte, el aporte fiscal petrolero puede considerarse, en la modalidad de valor presente neto de este ejercicio, como el valor de los activos de la industria petrolera neto de los costos de operaciones e inversiones. Sin embargo, el valor de estos activos podría representar un monto mayor por otras metodologías de valoración de recursos naturales no renovables, tales como las que se presentan en Boskin, Robinson, O'Reilly y Kumar (1985) y Dasgupta y Heal (1979).

En conclusión, los resultados del ejercicio muestran que bajo algunos parámetros de la política fiscal actual, como un DPNP alrededor de 10% del PIB y un aporte fiscal de la industria petrolera menor a 13% del PIB, lo que es lo mismo a un superávit primario menor a 3% del PIB, la sostenibilidad pública se encontraría en niveles precarios y muy vulnerables a los shocks externos o a las variaciones de algunas premisas básicas, como el crecimiento económico o el tipo de cambio real. Una combinación entre la disminución del endeudamiento público mediante un ambicioso programa de privatizaciones y concesiones de activos públicos, el incremento de la tributación interna, la definición de un aporte fiscal petrolero mínimo y un programa de reestructuración del gasto público, son las únicas posibilidades de garantizar que Venezuela logre *reducir sobre bases sostenibles en el largo plazo los niveles de inflación* o que la reducción del gasto público y el crecimiento económico no continúen recayendo sobre los sectores más pobre de la población. El peso que se asigne a cada uno de esos elementos mencionados en una combinación determinada que persiga mejorar la solvencia del sector público, definirá la *calidad del ajuste fiscal* que se quiera, ya que es posible lograr un determinado nivel de solvencia pública con resultados muy diferentes en el crecimiento económico, los niveles de pobreza y la distribución del ingreso.

RESUMEN Y CONCLUSIONES

1.- La economía venezolana se ha visto sometida desde mediados de la década de los setenta a un proceso de marcada inestabilidad y volatilidad, causado fundamentalmente por los shocks provenientes del mercado petrolero. La política fiscal ha jugado un rol determinante en la transmisión de esos shocks al resto de la economía. Por una parte, el gasto público ha mostrado un comportamiento procíclico en relación a los ingresos petroleros, transmitiendo la volatilidad de estos últimos a través de la demanda agregada interna y por tanto en las presiones inflacionarias y en el crecimiento económico. Por otra parte, el uso del tipo de cambio como mecanismo de corrección fiscal en algunas oportunidades y en otras como ancla nominal, conjuntamente con el comportamiento procíclico del gasto, han creado una situación prolongada de "stop and go" o de expansiones y ajustes recurrentes y transitorios con elevados costos de crecimiento, inflación y empobrecimiento de la población.

2.- La evaluación de la posición fiscal en Venezuela requiere del uso de varias definiciones de déficit fiscal, dependiendo del objetivo particular de política económica que se persiga. Por ejemplo, el estudio permitió establecer una relación estable de largo plazo entre el déficit global, los saldos en cuenta corriente y el tipo de cambio real. El déficit doméstico mostró también una relación estable con el comportamiento de la base monetaria y la tasa de inflación. Igualmente, el déficit fiscal ajustado por los ingresos provenientes de la devaluación permitiría evaluar la calidad de un ajuste fiscal, ya que mostraría el esfuerzo realizado sin incurrir en los impactos reales o inflacionarios que causa el uso de tipo de cambio como herramienta fiscal. El impulso fiscal resultó un buen indicador para evaluar los impactos en el corto plazo de la política fiscal en la demanda agregada interna y el nivel de actividad económica no petrolera. Por último, para el análisis de la solvencia intertemporal del sector público y de la sostenibilidad de la política fiscal, además del déficit primario global, el déficit primario no petrolero constituye un buen indicador, ya que permite evaluar la calidad del ajuste fiscal interno en términos de tributación no petrolera requerida o gasto primario sostenible en el largo plazo.

3.- El tipo de cambio real juega un rol fundamental en doble sentido con la política fiscal. Por una lado, una depreciación de la tasa de cambio real mejora sustancialmente las cuentas fiscales en Venezuela, pero con elevados costos en términos de inflación y crecimiento. Por otra parte, una política de anclaje cambiario que no evite un margen de apreciación considerable, deterioraría rápidamente las cuentas fiscales, lo cual presionaría para un eventual abandono del anclaje cambiario. Por lo tanto, una política de anclaje cambiario en Venezuela que no vaya acompañada de reformas fiscales que compensen el deterioro de las finanzas públicas que produce la apreciación real de la moneda, no haría más que reforzar la política de "stop and go" o ajustes recurrentes, con las consecuencias que ello produce en el crecimiento y la inflación.

4.- Para Venezuela resulta urgente neutralizar en buena medida la volatilidad del mercado petrolero. Para ello se requiere de dos mecanismos o reglas institucionales. En primer lugar, establecer un fondo de estabilización macroeconómica que permita esterilizar los shocks provenientes del mercado petrolero. En segundo lugar, establecer limitaciones en los niveles de endeudamiento o de gastos sobre un perfil de mediano plazo, con el fin de evitar el comportamiento procíclico de la demanda agregada pública o la recurrencia de déficit fiscales ante cada disminución de los precios del petróleo. Estas dos reglas institucionales son necesarias, pero no suficientes, si se consideran aisladamente una de la otra. Por una parte, un fondo de estabilización no impediría que ante un boom petrolero se produzca un endeudamiento importante para aumentar el gasto público, aún sin hacer uso de los ingresos provenientes de dicho boom, ya que las facilidades crediticias mejoraría ante un

aumento de los precios del petróleo. Por otra parte, aún si existiesen límites al endeudamiento, ante la aparición de un boom petrolero que no se esterilice, se produciría el impacto en la demanda agregada y las principales variables monetarias por el uso de los recursos extraordinarios. Posteriormente, cuando desaparezca el boom petrolero, surgiría de nuevo la necesidad de aplicar ajustes fiscales o se abandonarían eventualmente los límites de endeudamiento.

5.- La disminución de la vulnerabilidad de la política fiscal a los vaivenes del mercado petrolero también requiere de una diversificación y aumento de la recaudación no petrolera, la cual todavía se mantiene sustancialmente baja en comparación a cualquier parámetro internacional. Sin embargo, este esfuerzo debe concentrarse en un aumento en la efectividad de la recaudación y menos en aumentos en las tasas nominales de impuestos, ya que éstas se encuentran en niveles similares a los del resto de América Latina y, quizás, por encima de otros parámetros internacionales. Por otra parte, la imperiosa necesidad de recuperar un crecimiento sostenible en Venezuela no permitiría afincar el esfuerzo en incrementos de las tasas nominales de tributación.

6.- El aumento previsto de la producción petrolera permitiría una recuperación importante de las finanzas públicas en forma no traumática, si el aporte fiscal de PDVSA se mantiene en no menos de 12% del PIB. Sin embargo, dicho resultado es sumamente sensible a los posibles escenarios de precios del petróleo y tipo de cambio real. Sin embargo, el aumento esperado en las exportaciones petroleras haría a la economía venezolana más dependiente y, por tanto, más vulnerable a los shocks petroleros, particularmente si no se crean los mecanismos institucionales para evitar el comportamiento procíclico del gasto público y el eventual endeudamiento que podría adquirirse con la justificación de esos ingresos esperados. Si bien es cierto que los planes de expansión de la industria petrolera constituyen una buena oportunidad para mejorar la situación fiscal del país en el mediano plazo, también resulta sumamente riesgoso pensar que dichos planes son la salida definitiva, estable y segura a los problemas que han venido confrontando las finanzas públicas en años recientes.

7.- Las estimaciones del déficit macroeconómicamente ajustado (DMA) por los valores permanentes que se espera prevalezcan en el futuro de las variables macroeconómicas relevantes, señalan que el aumento previsto en la producción petrolera podría mejorar los resultados fiscales más allá del año 2.000. Sin embargo, esas proyecciones muestran una gran sensibilidad a los cambios en los precios del petróleo, el tipo de cambio real y al gasto primario. Por ejemplo, a pesar del aumento de la producción petrolera, una caída en los precios del petróleo de 10% crearía un deterioro de las cuentas fiscales de 2,2% del PIB en el Sector Público Restringido. Igualmente, una apreciación real del tipo de cambio de 10% produciría un deterioro de 0,8% del PIB en las cuentas fiscales. Por otra parte, el escenario también es muy sensible al aumento del gasto real primario. Si este se recuperase a los niveles promedio de años anteriores, particularmente en la inversión en infraestructura física y otras áreas del gasto social, como educación y salud pública, los resultados fiscales se afectarían apreciablemente.

8.- El espacio para ajustes fiscales de magnitudes importantes en el corto plazo se ha reducido significativamente en Venezuela, dada la desmonetización que ha ocurrido en años recientes, la baja base de tributación no petrolera, la reducción del gasto primario y la volatilidad de las reservas internacionales. Los cambios promedios de los resultados fiscales observados en años recientes y medidos como proporción de las variables posibles de ajuste, representan magnitudes considerables, lo cual refleja el nivel elevado de riesgo fiscal que presenta Venezuela, aún si ocurriese una reducción relativamente pequeña (10%) en los precios del petróleo.

9.- Venezuela registra un elevado nivel de endeudamiento público que crea serias dificultades para el uso de la política fiscal en forma eficiente. Por una parte, esta deuda absorbe una elevada proporción del gasto público que impide al Estado atender satisfactoriamente algunas de sus funciones básicas y por la otra, afecta la sostenibilidad de la política fiscal en el largo plazo, por lo

cual la eventualidad de ajustes fiscales futuros o la aceleración de la inflación permanecen como una amenaza latente. Aún en escenarios de aportes fiscales de PDVSA de 12% del PIB, lo cual es sumamente sensible a los supuestos de precios del petróleo y tipo de cambio real, la sostenibilidad fiscal de largo plazo luce precaria, además de vulnerable a los vaivenes del mercado petrolero.

10.- Como resultado de los frecuentes intentos de ajustes fiscales que han ocurrido en Venezuela desde 1979, el gasto primario del sector público muestra una marcada disminución, lo cual lo ubica en términos reales per capita en los niveles existentes a fines de la década de los sesenta y comienzos de los setenta. Esa reducción se ha concentrado en la inversión pública en infraestructura física y en el gasto social de salud, educación y administración de justicia, lo cual crea impactos significativos en la distribución del ingreso y en el crecimiento económico a largo plazo, además de constituir una fuente permanente de tensión fiscal y conflictividad social y política en Venezuela en años recientes. Más aún, la mayor parte de los recortes en este gasto ha ocurrido en la infraestructura física y en la compra de bienes y equipos esenciales para la prestación adecuada de servicios a la población. Sin embargo, la nómina de empleados públicos no ha sido alterada, debido a las dificultades políticas y al impacto potencial que tendría en el empleo una reducción importante de esta última. La consecuencia ha sido un deterioro preocupante de los servicios públicos, ya que estos se encuentran saturados de empleados mal remunerados en medio de una carencia crítica de recursos materiales.

11.- El proceso de privatización de activos públicos, así como un programa de concesiones públicas más ambicioso de algunos servicios públicos resultan un componente crucial en un programa destinado a reducir el peso de la deuda pública. Estas concesiones no sólo reportarían recursos importantes en las subastas de asignaciones iniciales, sino que también descargarían al sector público de ciertos gastos y permitirían que dichas empresas generasen impuestos y nuevas inversiones. Estos activos públicos representan montos que permitirían cancelar algunas deudas públicas altamente distorsionantes y hasta peligrosas para la sostenibilidad de los equilibrios macroeconómicos, como los TEM's del BCV o la deuda interna del Gobierno Central.

Es necesario mencionar que aún en los casos en los cuales la venta de algunos activos no modifiquen la situación patrimonial propiamente dicha en términos de valor presente neto, ya que representarían la cancelación por igual de un activo contra un pasivo, la disminución de la deuda pública y la mejora que ello permitiría en la calidad del gasto público (como liberar recursos que en la actualidad se dedican en montos considerables al pago de intereses, en lugar de la infraestructura pública) permitirán una recuperación del crecimiento económico. Esa mejora se produciría no sólo por la percepción de una menor vulnerabilidad de las finanzas públicas, sino por los efectos positivos de la inversión en infraestructura en el crecimiento económico. Un mayor crecimiento, sin necesidad de que el sector público recurra al ajuste cambiario para equilibrar sus cuentas, permitiría un nivel de recaudación tributaria no petrolera mayor. En consecuencia, la recuperación del crecimiento económico en un ambiente de baja inflación sería la vía más eficiente para mejorar la solvencia pública sobre bases mucho más estables y sostenibles.

12.- Venezuela ha iniciado algunos procesos interesantes de reformas estructurales e institucionales, tales como la descentralización fiscal y la reforma de la seguridad social. Sin embargo, muchos de estos procesos toman tiempo considerable para producir sus efectos positivos y traen a la luz pasivos que antes permanecían ocultos o nuevas presiones para aumentar el gasto público, como ha pasado con la reforma laboral y el reconocimiento de los pasivos con los trabajadores del Estado. Estos procesos deben continuar por los beneficios que producen en el largo plazo, pero sus efectos en el corto plazo pueden acarrear mayores costos fiscales en lugar de beneficios

13.- La calidad de los ajustes fiscales que se han llevado a cabo en Venezuela sobre la base de correcciones recurrentes del tipo de cambio y recortes permanentes del gasto primario han creado una situación permanente de tensión fiscal o "equilibrios degenerativos" ya que los mismos han resultado sumamente costosos en términos de crecimiento y estabilidad económica en el largo plazo. Primero, porque han reducido la inversión pública a niveles poco sostenibles o con consecuencias importantes en la capacidad de crecimiento económico. Segundo, los recortes forzados del gasto a niveles socialmente no sostenibles en unos años, crean fuertes presiones para su expansión en años posteriores, creándose un factor adicional de inestabilidad y volatilidad. Tercero, esos ajustes han sido fuertemente contractivos e inflacionarios como consecuencia del uso del tipo de cambio como herramienta de corrección fiscal. La consecuencia ha sido un proceso de agotamiento y desgaste social, como resultado de una largo período de inestabilidad económica y empobrecimiento paulatino de la población.

BIBLIOGRAFÍA

- Agénor, P.R. and P. Montiel (1996), "Development Macroeconomics", Princeton University Press
- Banco Mundial (1988), "Las Finanzas Públicas en el Proceso de Desarrollo" en Informe Sobre el Desarrollo Mundial 1988, Oxford University Press para el Banco Mundial.
- Bevilaqua, A. y Werneck R. (1997) "Fiscal-Policy Sustainability in Brazil" Department of Economics, Catholic University of Rio de Janeiro Y Red de Centros de Investigación, Banco Interamericano de Desarrollo (mimeo).
- Blanchard, O. (1990), "Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators", OECD Economics and Statistics Department, Working Paper No. 79, Abril.
- Blanchard, O., Chouraqui, J.C., Hagemann, R. and Sartor, N. (1990), "The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question", NBER No. 1547, Autumn.
- Blejer, M and A. Cheasty (1990), "The Measurement of Fiscal Deficits: Analitical and Methodological Issues", IMF Working Papers WP/90/105, Fiscal Affairs Department.
- Blejer, M and A. Cheasty (edit.) (1993 a), "How to Measure the Fiscal Deficit: Analitical and Methodological Issues", International Monetary Fund, Washington D.C.
- Blejer, M. and A. Cheasty (1993 b), "The Deficit as an Indicator of Government Solvency: Changes in Public Sector Net Worth" in Blejer, M and A. Cheasty (edit.) *How to Measure the Fiscal Deficit: Analitical and Methodological Issues*, International Monetary Fund, Washington D.C.
- Boskin, M., Robinson, M., O'Reilly, T. y P. Kumar (1985), "New Estimates of the Value of Federal Mineral Rights and Land", American Economic Review, Vol. 75 No.5, December.
- Buiter, W., (1983), "Measurement of the Public Sector Deficit and Its Implications for Policy Evaluation and Design", IMF Staff Papers No. 30, June.
- Buiter, W., (1985), "A Guide to Public Sector Debt and Deficits", Economic Policy, No. 1, November.
- Buiter, W., (1987), "The Arithmetic of Solvency" in *Principles of Budgetary and Financial Policy*, MIT Press.
- Buiter, W. (1992). "Indicators of Fiscal Sustainability" (mimeo), November.
- Calvo, G. (1996 a), "The Perils of Sterilization" in Calvo, G. *Money, Exchange Rates and Output*, MIT Press.,
- Calvo, G. (1996 b), "Varieties of Capital-Market Crisis", IDB, Office of the Chief Economist, Working Paper Series, August.
- Cardoso, E. (1992), "De la inercia a la megainflación: el Brasil en la década de 1980". En *Lecciones de Estabilización Económica y sus Consecuencias*. Banco Interamericano de Desarrollo.
- Claessens, S. and P. Varangis (1993), "Oil Price Instability, Hedging and an Oil Stabilization Fund: The Case of Venezuela", World Bank, International Economics Department, (mimeo).
- Cuddington, J. y C. Urzúa (1987), "Tendencias y Ciclos del PIB Real y el Déficit Fiscal de Colombia", en Ensayos sobre Política Económica, Colombia.
- Cumby, R. and M. Obstfeld (1983), "Capital Mobility and the Scope for Sterilization: Mexico in the 1970's" in Aspe, Dornbusch and Obstfeld (Edit.) *Financial Policies and the World Capital Market*, NBER, The University of Chicago Press.
- Dasgupta, P. and G. Heal (1979), "Economic Theory and Exhaustible Resources", Cambridge University Press.

de la Cruz, R. (1994), "Finanzas Públicas y Descentralización: La Teoría Inacabada del Federalismo Fiscal" en de la Cruz, R. y A. Barrios (Coord.) *El Costo de la Descentralización en Venezuela*. Caracas: Editorial Nueva Sociedad/COPRE/PNUD..

Diz, A. (1988), "Venezuela: Aspectos de la Medición del Impacto Fiscal", Revista del Banco Central de Venezuela, Nro. 1.

Dornbusch, R. (1989), "Debt Problems and the World Macroeconomy" in Sachs, J. (ed.) *Developing Country Debt and the World Economy*, NBER.

Easterly, W., Rodríguez, C. A. and Schmidt-Hebbel, K., (1994) "Public Sector Deficits and Macroeconomic Performance", Oxford University Press for the World Bank.

Edwards, S. (1989), "Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment: Exchange Rate Policy for Developing Countries", Cambridge, MA: The MIT Press.

Edwards, S. (1992), "Venezuela: Oil and Exchange Rates, Historical Experience and Policy Options", Country Operations Division, World Bank, June.

García, G. (1993), "Fiscal Issues and Non-oil Taxation in Venezuela", Report commissioned by The World Bank, mimeo November.

García, G., Rodríguez, R. y Salvato, S. (1995), "Ingresos Fiscales y Tributación en Venezuela". En *Temas de Coyuntura*, Nro. 33. Junio 1996. Caracas: Publicaciones UCAB. Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales.

García, G., Rodríguez, R. y Salvato, S. (1997 a), "Finanzas Públicas y Estabilidad Económica en Venezuela", Caracas: Ediciones IESA/Tinker Foundation (Por publicar).

García, G., Rodríguez, R. y Salvato, S. (1997 b), "Lecciones de la Crisis Bancaria de Venezuela", Caracas: Ediciones IESA (Por publicar).

Gavin, M. y Perotti R. (1997), "Fiscal Policy in Latin America" NBER Macroeconomic Annual (mimeo).

Gavin, M. and R. Hausmann (1995), "The Roots of Banking Crises: The Macroeconomics Context", InterAmerican Development Bank, OCE Working Paper No. 318.

Gavin, M., Hausmann, R., Perotti, R. y E. Talvi (1996), "Managing Fiscal Policy in Latin America and the Caribbean: Volatility, Procyclicality, and Limited Creditworthiness", IDB, Office of the Chief Economist, Working Paper Series 326, March.

Guerra, J. y G. Sánchez (1996), "Una Década de Inflación en Venezuela: Un Estudio con Vectores Autorregresivos", Banco Central de Venezuela, (mimeo).

Guidotti, P. and M. Kumar (1991), "Domestic Public Debt of Externally Indebted Countries", IMF Occasional Paper No. 80, June.

Hausmann, R. (1990 a), "Shocks Externos y Ajuste Macroeconómico" Caracas: Ediciones IESA Segunda Edición 1992.

Hausmann, R. (1990 b), "The Big Bang Approach to Macro Balance in Venezuela: Can the Effects be Predicted? Can the Pains be Avoided?, mimeo, Economic Development Institute/IESA: Senior Policy Seminar "Latin America: Facing the Challenges of Adjustment and Growth", Caracas.

Hausmann, R. (1990 c), "Dealing with Negative Oil Shocks: The Venezuelan Experience in the Eighties", mimeo, IESA, August.

Hausmann, R., Powell, A. and Rigobón, R. (1992), "Facing Oil Uncertainty in Venezuela: An Optimal Spending Rule with Liquidity Constraints and Adjustment Costs", Washington D.C.: Inter-American Development Bank, Working Paper, March.

Hausmann, R. y R. Rigobón (eds.) (1993), "Gasto Público y Distribución del Ingreso en América Latina: Un Estudio Comparativo", Caracas: Ediciones IESA / Banco Interamericano de Desarrollo.

Heller, P., Haas, R. y Mansur A. (1986), "A Review of the Fiscal Impulse Measure" . Occasional Paper 44. International Monetary Fund. Washington D.C.

Hodrick, R. and E. Prescott (1981), "Post-War U.S. Business Cycle: An Empirical Investigation", Discussion Paper 451, Federal Reserve Bank of Minneapolis.

Horne, J. (1991), "Indicators of Fiscal Sustainability", IMF Working Paper WP/91/5, Fiscal Affairs Department.

InterAmerican Development Bank (1995), "Overcoming Volatility in Latin America", in Report on Economic and Social Progress in Latin America: 1995, John Hopkins University Press for the IDB.

Ize, A. (1993), "Fiscal Performance in IMF-Supported Programs" in Blejer, M and A. Cheasty (edit.) *How to Measure the Fiscal Deficit: Analitical and Methodological Issues*, International Monetary Fund, Washington D.C.

Krugman, P. and L. Taylor (1978), "Contractionary Effects of Devaluation", Journal of International Economics.

Levin, Jonathan (1993), "The Cash Deficit: Rationales and Limitations" in Blejer, M and A. Cheasty (edit.) *How to Measure the Fiscal Deficit: Analitical and Methodological Issues*, International Monetary Fund, Washington D.C.

Liuksila, C., García, A. and Basset, S. (1994), "Fiscal Policy Sustainability in Oil-producing Countries", IMF Working Paper WP/94/137, Fiscal Affairs Department, November.

Mackenzie, G.A. (1993), "Are All Summary Indicators of the Stance of Fiscal Policy Misleading?" in Blejer, M and A. Cheasty (edit.) *How to Measure the Fiscal Deficit: Analitical and Methodological Issues*, International Monetary Fund, Washington D.C.

Márquez, G. (comp.) (1993), "Gasto Público y Distribución del Ingreso en Venezuela", Caracas: Ediciones IESA.

Marshall J. and K. Schmidt-Hebbel (1989), "Economic and Policy Determinants of Public Sector Deficits", Policy Research Working Paper 321. World Bank, Country Economics Department, Washington, D.C.

Marshall J. and K. Schmidt-Hebbel (1994), "Chile: Fiscal Adjustment and Successful Performance" Chapter 4 in Easterly, W., Rodríguez, C. A. and Schmidt-Hebbel, K., (1994) *Public Sector Deficits and Macroeconomic Performance*, Oxford University Press for the World Bank.

Morgan, D. (1979), "Fiscal Policy in Oil Exporting Countries, 1972-78", IMF Staff Papers, Vol. 26, March.

Penfold, R., Ortega, G. y T. Nóbrega (1996), "Solvencia Intertemporal y Ajuste Fiscal en Venezuela", (mimeo), Caracas.

Perry, G. (1997), "Debt and Fiscal Sustainability: Deja Vu?. Keynote speech delivered for the regional seminar on fiscal policy. Santiago de Chile, January.

Rodríguez, C.A. (1994), "Argentina: Fiscal Disequilibria Leading to Hyperinflation" Chapter 2 in Easterly, W., Rodríguez, C. A. and Schmidt-Hebbel, K., (1994) *Public Sector Deficits and Macroeconomic Performance*, Oxford University Press for the World Bank.

Rodríguez, M. (1991), "Public Sector Behavior in Venezuela" en Larraín, F. and Selowsky, M. (ed.) *The Public Sector and the Latin American Crises*, San Francisco: ICS Press.

Sargent, T. and N. Wallace (1986), "Some Unpleasant Monetaristic Arithmetic" en Sargent, T. Rational Expectation and Inflation, Harper and Row.

Talvi, E. (1996), "Exchange Rate-Based Stabilization with Endogenous Fiscal Response", IDB, Office of the Chief Economist, Working Paper Series 324, March.

Tanzi, V. (1989), "Fiscal Policy and Economic Reconstruction in Latin America", IMF Working Paper WP/89/94, Fiscal Affairs Department, November.

Tanzi, V. (1993), "Fiscal Deficit Measurement: Basic Issues" in Blejer, M and A. Cheasty (edit.) *How to Measure the Fiscal Deficit: Analytical and Methodological Issues*, International Monetary Fund, Washington D.C.

Tanzi, V., Blejer, M. and M. Teijeiro (1993), "Effects of Inflation on Measurement of Fiscal Deficits: Conventional Versus Operational Measures" in Blejer, M and A. Cheasty (edit.) *How to Measure the Fiscal Deficit: Analytical and Methodological Issues*, International Monetary Fund, Washington D.C.

Torres, G. (1994), "¿Quiénes ganan, quiénes pierden?: La Privatización en Venezuela", Artes Gráficas Consolidado, Caracas 1994.

Towe, C. M. (1993), "Government Contingent Liabilities and Measurement of Fiscal Impact" in Blejer, M and A. Cheasty (edit.) *How to Measure the Fiscal Deficit: Analytical and Methodological Issues*, International Monetary Fund, Washington D.C.

Vaez-Zadeh, R. (1989), "Oil Wealth and Economic Behavior: The Case of Venezuela 1965-81", IMF Staff Papers Vol 36, June 1989.

van Wijnbergen, Sweder (1989), "External Debt, Inflation and the Public Sector: Toward Fiscal Policy for Sustainable Growth", The World Bank Economic Review, No. 3, Vol. 3 1989.

World Bank (1995), "Venezuela Social Security Study", World Bank, Country Operations Division, Mimeo, 1995.

Zambrano, L., Riutort, M. y K. Páez (1996), "Financiamiento del Gasto Fiscal, Dinámica Monetaria e Inflación en Venezuela". En *Temas de Coyuntura*, Nro. 33. Junio 1996. Caracas: Publicaciones UCAB. Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales.

Zambrano, L. y M. Riutort (1997), "Volatilidad de la Política Fiscal en Venezuela", UCAB, Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales, (manuscrito).