

REPÚBLICA BOLIVARIANA DE VENEZUELA



MARCO PLURIANUAL DEL PRESUPUESTO 2008 - 2010

RESUMEN EJECUTIVO

El Marco Plurianual del Presupuesto (MPP) 2008-2010 se realiza por mandato de la Constitución de la República Bolivariana de Venezuela y la Ley Orgánica de Administración Financiera del Sector Público (LOAFSP), y está conformado por un conjunto de reglas macrofiscales que pretenden asegurar la sostenibilidad y la solvencia fiscal, de forma tal que sirva como instrumento de guía en la elaboración de los Proyectos de Ley de Presupuesto de cada uno de los años correspondientes del MPP.

La sostenibilidad implica que el resultado a largo plazo de la gestión fiscal del gobierno no debe llevar a un crecimiento sostenido de la relación deuda sobre PIB, en este sentido se debe aclarar que solo la gestión fiscal, en base causada o en base caja, involucra variaciones en el nivel de deuda.

La gestión fiscal a que se refiere el análisis de sostenibilidad y solvencia involucra una cobertura del Gobierno mayor a la establecida en la Ley de Presupuesto y la gestión en base caja que presenta el Ministerio del Poder Popular para las Finanzas.

El análisis de solvencia y sostenibilidad resulta un tema complejo, especialmente en el caso venezolano debido a la presencia de un elemento estocástico de origen petrolero, en tal sentido la metodología utilizada se desarrolla en los anexos del informe.

Los resultados obtenidos indican que el cumplir con la regla de equilibrio ordinario trianual resulta más restrictivo que respetar exclusivamente las reglas de sostenibilidad convencionales, y por tanto el MPP 2008-2010 requiere sostener un resultado primario de al menos 0.4% del PIB en cada uno de los años.

En consistencia con este resultado primario y las estimaciones de ingreso, el Límite Máximo de Gasto se establece en aproximadamente 35, 33 y 32% del PIB para cada año entre el 2008 y el 2010, y se limita el endeudamiento anual a aproximadamente un 1% cada año.

De cumplir con estos requerimientos, el valor actual de los superávits primarios de la gestión fiscal equivaldrían a 23% del PIB, mientras que la posición financiera neta del gobierno es negativa en -8%, vale la pena decir el gobierno disfruta de un margen de solvencia de aproximadamente 15% del PIB.

Este margen representa la capacidad adicional de endeudamiento que puede asimilar el Gobierno sin afectar su posición de solvencia, es decir sin verse obligado a recurrir a programas de ajuste cambiario, recorte fiscal, etc.

Capítulo 1.	Introducción	1
Capítulo 2	Objetivo de los estudios de solvencia y sostenibilidad	4
Capítulo 3	Análisis preliminar del MPP 2005-2007	7
Capítulo 4	Objetivos de política económica en el MPP 2008-2010	9
Capítulo 5	Situación y perspectivas macroeconómicas 2008-2010	10
Capítulo 6	Estudios de sostenibilidad fiscal y reglas macrofiscales	11
Capítulo 7	Estudio de solvencia	15
Capítulo 8	Cuenta Ahorro - Inversión - Financiamiento	17
Anexo A	Ingreso petrolero y volatilidad	18
Anexo B	Tasa de descuento de largo plazo	21
Anexo C	Análisis fiscal	22
Anexo D	Análisis de Riesgo Fiscal	29
Anexo E	Marco legal	31

INTRODUCCIÓN

La Ley del Marco Plurianual del Presupuesto (MPP) constituye un componente articulado en conjunto con el Fondo de Estabilización Macroeconómica (FEM) y el Fondo de Ahorro Intergeneracional (FAI). Su propósito consiste en reducir la volatilidad fiscal y asegurar la solvencia de la gestión fiscal.

Las implicaciones de dichos objetivos son generar confianza entre los agentes económicos, acerca de que el conjunto de políticas económicas puede ser sostenido en el tiempo sin recurrir a devaluaciones, alta inflación, programas de ajuste, etc. Lo anterior, debe fomentar las condiciones favorables, para la inversión de largo plazo.

El análisis de sostenibilidad y solvencia requerido, constituye un proceso de optimización dinámico, sujeto a toda una serie de restricciones, por tanto es un tema intrínsecamente técnico. Debido a que el MPP y su análisis constituyen un conjunto especializado de conceptos y desarrollos cuantitativos, la mayor parte de dicho desarrollo, se ha colocado a nivel de anexos.

El marco legal vigente, establece que el Gobierno Nacional debe presentar a la Asamblea Nacional, de manera informativa, el Marco Plurianual del Presupuesto al periodo 2008-2010 (MPP 2008-10), antes del próximo 15 de octubre de 2007.

El MPP fue establecido por la Constitución y la Ley Orgánica de Administración Financiera del Sector Público (LOAFSP), promulgadas en 1999, estableciéndose que sería entregado durante el primer y cuarto años del periodo constitucional de la Presidencia de la República.

Durante el primer año del periodo presidencial, el gobierno debía entregar un plan de desarrollo económico de 6 años y el primer MPP de 3 años, como expresión financiera del conjunto de políticas económicas diseñado en el plan. Este plan debía ser seguido de un segundo MPP, a mitad del periodo presidencial.

El primer MPP debía corresponder al periodo 2002-2004 y el segundo al periodo 2005-2007. El primer MPP fue establecido como indicativo en las disposiciones transitorias y el segundo lo fue en la reforma realizada a la LOAFSP de julio de 2004, por tanto el tercer MPP correspondiente al periodo 2008-10, debía ser el primero sancionado legalmente, sin embargo, la reciente reforma establece que este marco será igualmente de carácter indicativo.

La idea que subyace al MPP es la aplicación de reglas macrofiscales destinadas a corregir los desequilibrios fiscales y macroeconómicos, asociados a la volatilidad de los ingresos petroleros, lo cual ha hecho fracasar todos los proyectos de estabilización económica posteriores a la crisis económica de la década de los ochenta.

Estas reglas actúan por dos vías, en primer lugar establecen mecanismos estabilizadores de la gestión fiscal bajo la forma de reglas (FEM, FAI, límites de gasto, etc.) y en segundo lugar, otorgan credibilidad a la acción del gobierno en cuanto a la sostenibilidad y permanencia de las políticas públicas, permitiendo a los agentes económicos reducir la incertidumbre y aminorar el componente de riesgo asociado negativamente a la inversión y la evolución general de los precios.

El marco legal que sustenta al MPP, puede establecerse en los artículos 311, 312 y 315 de la Constitución y los artículos 24, 25, 26 y 27 de la LOAFSP. Así mismo, el MPP se relaciona con el informe global bajo una figura de seguimiento del mismo, tal como se establece en el artículo 28 de la LOAFSP.

En este sentido, el MPP debe contener para cada uno de los años, los siguientes aspectos tomados de la Constitución y la LOAFSP:

1. Pronósticos macroeconómicos de mediano plazo.
2. Objetivos de política económica.
3. Cuenta Ahorro-Inversión-Financiamiento presupuestada.¹
4. Estimaciones de gastos.
5. Indicadores de sostenibilidad.
6. Indicadores de solvencia
7. Límite máximo del total del gasto causado.
8. Indicación del resultado financiero primario mínimo.
9. Indicación del resultado financiero no petrolero mínimo.
10. Límite máximo de endeudamiento.
11. Capacidad de endeudamiento.
12. Resultado Ordinario.²

Se debe señalar, que el artículo 25 de la LOAFSP establece el vínculo entre los indicadores establecidos en los puntos 4 y 5 y las reglas macrofiscales del 7 al 12.

Las responsabilidades para la elaboración del MPP, se pueden descomponer en tres áreas principales: Políticas, Metodológicas y Operativas.

Las responsabilidades de carácter político atañen a la definición de los objetivos de política económica y a la utilización de proyección de variables macroeconómicas o de "Metas" para realizar las estimaciones requeridas por el MPP.

¹ La metodología CAIF se corresponde a las necesidades de compatibilizar el diseño y medición de las estadísticas correspondientes a las finanzas públicas y el Sistema de Cuentas Nacionales (SCN) utilizado en la elaboración de las cuentas del producto y la demanda nacionales que elabora el BCV, las cuales se corresponden a valores "causados". El término presupuestada surgía de la concepción de la LOAFSP de que toda la gestión fiscal fuese incluida en el Presupuesto Nacional. Por tanto, una CAIF del Presupuesto carece de relevancia analítica.

² la sumatoria de cada uno de los tres años expresada como porcentaje del PIB, no debe ser negativo

A nivel operativo, el MPP debe hacer referencia a los ingresos, gastos y financiamiento, en términos de base causada de la República, los institutos autónomos, las personas jurídicas estatales de derecho público y las fundaciones, asociaciones civiles y demás instituciones constituidas con fondos públicos. La metodología del MPP se desarrolla en el presente informe y se extiende al anexo metodológico de análisis fiscal.

Todos estos elementos constituyen la llamada Gestión Fiscal, la cual es compilada, elaborada y presentada por el Ministerio del Poder Popular para las Finanzas. Por tanto, el MPP no involucra o compromete la realización particular del Presupuesto Nacional, debido a que éste constituye uno de los elementos a ser considerado en la elaboración de la Gestión Fiscal.

OBJETIVO DE LOS ESTUDIOS DE SOLVENCIA Y SOSTENIBILIDAD

El propósito de los estudios de solvencia y sostenibilidad es verificar si la gestión fiscal, como expresión del conjunto de acciones que conforman la política económica, puede ser mantenida en el tiempo de manera indefinida.³

A nivel teórico, los conceptos de solvencia y sostenibilidad son dos caras de la misma moneda. El concepto de solvencia involucra, que dado el conjunto de políticas del gobierno, la capacidad de pago de este debe ser al menos mayor que sus deudas, mientras que el concepto de sostenibilidad indica, que si el conjunto de políticas no implica un incremento sostenido de la deuda en el tiempo, entonces la política fiscal es sostenible.

La consecuencia lógica de estos conceptos de solvencia y sostenibilidad son las llamadas reglas macrofiscales, las cuales cumplen funciones específicas de estabilización de la economía, mediante límites cuantitativos a las operaciones del gobierno. El conjunto de reglas macrofiscales deben caracterizarse por:

- i.) **Contracíclicas:** Deben asegurar la solvencia del Estado y evitar el comportamiento procíclico de la política fiscal. Esta es la razón de ser de las reglas macrofiscales, obligar al cumplimiento de una gestión fiscal responsable por parte del gobierno.
- ii.) **Simples y verificables:** Deben ser fáciles de entender y de verificar su cumplimiento por parte de los agentes económicos, a su vez estas reglas requieren del cumplimiento de la transparencia fiscal.
- iii.) **Creíbles:** Las reglas requieren de la lógica y consistencia cuantitativa, deben evitarse las metas voluntaristas.
- iv.) **Claras y consistentes:** Las reglas deben mantener su consistencia intertemporal, y deben presentar explícitamente las consecuencias de su incumplimiento.
- v.) **Tener sentido en el largo plazo:** Las reglas tienen que generar importantes mejoras en la estructura económica, con respecto a las condiciones iniciales.

Se debe señalar que las reglas macrofiscales, de cumplir con las características antes mencionadas, otorgan un importante beneficio de credibilidad a la aplicación de un programa económico determinado.

En el caso de Venezuela, se plantean a nivel constitucional y de otras leyes un conjunto de reglas destinadas a asegurar la solvencia y sostenibilidad de las políticas públicas. En tal sentido, la Constitución Nacional establece el Marco Plurianual del Presupuesto como

³ El MPP se corresponde a un periodo acotado y definido en tiempo de tres años, sin embargo el análisis de solvencia solo tiene sentido en el largo plazo, es decir el tiempo es indefinido en términos absolutos.

elemento agrupador del conjunto de reglas, las cuales incluyen al Equilibrio Ordinario Trienal y los Fondos de Estabilización Macroeconómica y de Ahorro Intergeneracional.

Adicionalmente la LOAFSP establece un conjunto de reglas adicionales expresadas en el mínimo resultado primario sostenible, límite máximo de gasto y límite máximo de endeudamiento. Se debe señalar, que la única forma de verificar el cumplimiento de todas estas reglas es que el déficit máximo del gobierno, sea menor o igual a la diferencia (siempre que sea positiva), entre la inversión directa y el pago de intereses de la deuda como porcentaje del PIB, y a su vez menor que la tasa de crecimiento del producto, descontada la tasa de descuento real de largo plazo.

ANÁLISIS PRELIMINAR DEL MARCO PLURIANUAL DE PRESUPUESTO 2005-2007

El MPP 2005-07 fue elaborado y entregado a la Asamblea Nacional durante el año 2004 y se basó en información preliminar de dicho año. En dicho MPP se preveía una recuperación progresiva de la economía tras las abruptas caídas del PIB real de los años 2002 (-9.2%) y 2003 (-7.7%), si bien era previsible una notable recuperación inicial durante el primer trimestre, tal como se observó, no se pudo anticipar el muy favorable impulso fiscal originado por el alza de los precios de exportación petroleros y el muy favorable efecto de las "Misiones" sobre el crecimiento y la demanda final.

Esta situación originó un círculo virtuoso de elevadas tasas de crecimiento, que favorecieron el alza en la recaudación no petrolera que apuntaló en conjunto con los precios del petróleo, una política social más extensiva que ha generado un nicho de crecimiento en la demanda final entre las clases menos favorecidas.

El resultado de la interacción de las acciones fiscal y monetaria ha sido unas tasas de crecimiento a nivel de la actividad no petrolera e incluso generalizada, entre las más altas del mundo. Como contraparte de este crecimiento, el control de la inflación se ha vuelto más complejo y enfrentando mayor resistencia por parte de los agentes económicos.

El desempeño del PIB petrolero ha sido menos brillante que la contraparte no petrolera de la economía, debido a dificultades mayores que las previstas inicialmente al formular el MPP 2005-2007⁴. En adición a esto, los procesos de reordenamiento interno de la estatal petrolera y el fuerte incremento de la demanda interna han mermado la generación de valor agregado en términos reales dentro de la industria.⁵

A nivel de la gestión fiscal, el favorable desenvolvimiento de los ingresos petroleros y no petroleros permitió al Gobierno Nacional, aprovechar el gasto público como herramienta para impulsar y sostener un incremento en la tasa de crecimiento del sector no petrolero más acentuada a la prevista en el MPP 2005-07, respetando las limitaciones establecidas en el MPP, en cuanto a resultado primario y endeudamiento neto de la gestión fiscal.

El resultado primario y el endeudamiento son las variables relevantes en cuanto a la definición de la solvencia y sostenibilidad. Sin embargo, el marco legal involucra la presencia

⁴ Al formular el MPP 2005-2007 se consideró a nivel del escenario base una expansión sostenida de la producción que en el mejor escenario debía alcanzar un promedio de 4 mmbd durante el presente año.

⁵ Se debe aclarar que desde el punto de vista del PIB sectorial petrolero un incremento de la demanda interna genera una caída en el PIB petrolero debido a que la producción destinada al mercado interno posee un valor agregado negativo. A título de ejemplo la gasolina de 95 octanos se vende a razón de Bs/Lt 97, es decir el barril de gasolina cuesta Bs.15423, un precio de venta bruto de USD/Bl 7.17 sin considerar las deducciones al precio por concepto de impuestos al consumo y los márgenes de comercio y transporte.

de un límite al nivel de gasto,⁶ que sobreparametriza el conjunto de reglas macrofiscales.

En este sentido, la gestión fiscal del periodo del MPP satisface con holgura las metas de Resultado Financiero Primario Mínimo y Límite Máximo de Endeudamiento Neto. Sin embargo, el Límite Máximo de Gasto fue superado en 2006 y las previsiones actuales indican que lo será igualmente durante este año.

Tabla 1

Marco Plurianual del Presupuesto 2005-2007

Metas y Resultados

		2.005	2.006	2.007
MPP 2005-07				
PIB Real	(Var.%)	5,0%	4,0 - 6,0%	4,0 - 6,0%
Petrolero	(Var.%)	6,0%	4,5 - 6,5%	3,0 - 5,0%
No Petrolero	(Var.%)	4,7%	4,0 - 6,0%	4,0 - 6,0%
Inflación Puntual	(Var.%)	15,0%	12,0 - 15,0%	10,0 - 13,0%
Producción Petrolera (Nación)	(MBD)	3.564	3.500 - 3.800	3.700 - 4.000
Exportación Petrolera (Nación)	(MBD)	2.997	3.000 - 3.300	3.100 - 3.400
Precio de Exportación	(US\$/Barril)	23	17 - 23	17 - 23
Mínimo Resultado Primario	(PIB%)	0,4%	0,4%	0,6%
Límite Máximo de Gasto	(PIB%)	28,9%	26,7%	26,9%
Límite Máximo de Endeudamiento	(PIB%)	4,7%	4,5%	4,5%
		Observ.	Prelim.	Proyec.
PIB Real	(Var.%)	10,3%	10,3%	7,0%
Petrolero	(Var.%)	2,6%	-1,9%	-4,1%
No Petrolero	(Var.%)	11,1%	11,7%	9,1%
Inflación Puntual	(Var.%)	14,4%	17,0%	15,6%
Producción Petrolera (Nación)	(MBD)	3.439	3.449	3.405
Exportación Petrolera (Nación)	(MBD)	2.993	2.976	2.939
Precio de Exportación	(US\$/Barril)	45,3	56,4	57,4
Resultado Primario	(PIB%)	10,2%	6,4%	0,5%
Gasto Total	(PIB%)	26,8%	33,5%	35,8%
Endeudamiento Neto	(PIB%)	2,6%	-1,5%	1,7%

⁶ A nivel de gestión fiscal se considera gasto a todas las transacciones que involucran el intercambio de bienes y servicios por dinero. En este sentido se aclara que a nivel del Gobierno las transferencias constituyen una forma de gasto, pero realizadas por vía del receptor de la transferencia (gubernaciones, alcaldías, organismos autónomos, etc.). Por otra parte, el financiamiento involucra variaciones a nivel de activos y pasivos, y por tanto no se considera gasto

Se debe notar, que el incremento del gasto fue financiado en base a ingresos petroleros y no petroleros, destacándose que durante el periodo del MPP, los ingresos no petroleros como expresión de su propia actividad (actividad no petrolera), fue la mayor desde 1950. Por tanto, este incremento en el gasto se encuentra soportado por ingresos no sujetos a la volatilidad petrolera.

El incremento en el gasto experimentado en el período, se destinó a la atención de las necesidades sociales del país y en consecuencia, este gasto ha sido retribuido bajo la forma de crecimiento económico. Se puede expresar, que la elección de potenciar el gasto durante el período, se basó en un criterio de elevada rentabilidad social.

La inflación del año 2005, se mantuvo en línea con la meta prevista, mientras que la del año 2006 superó la inflación prevista en 2%, y las previsiones actuales para el cierre del presente año superan el límite superior de la meta en aproximadamente 2-3%.

Si bien la brecha anual en la inflación se ha mantenido en valores moderados, esta brecha es alimentada principalmente por la expansión monetaria. La expansión monetaria a nivel de M2⁷ experimentada en el año 2006 alcanzó el 68%, lo cual se tradujo, en un alza de la inflación que se evidenció entre el 2005 y 2006. Se espera que dicha expansión aminore su ritmo durante 2007 a solo 26% nominal, permitiendo moderar la tasa de inflación puntual.

⁷ El agregado monetario M2 incluye monedas y billetes en circulación y los depósitos a la vista, de ahorro y a plazos en el sistema financiero producto de la expansión del crédito.

OBJETIVOS DE POLÍTICA ECONÓMICA EN EL MPP 2008 - 2010

El objetivo primario de la política económica nacional es el desarrollo del país y el bienestar de sus ciudadanos. En tal sentido, el crecimiento del PIB se constituye en la medida cuantificable más aproximada disponible de dicho objetivo.

Los instrumentos disponibles por el Gobierno Nacional, para procurar el cumplimiento de la meta de crecimiento del PIB son las políticas fiscal, monetaria, social e industrial, entre otras. Estas políticas encuentran su expresión general en la Política Económica del Gobierno, la cual se denota en forma cuantitativa mediante la Gestión Fiscal y el manejo de los instrumentos de política monetaria.

El MPP 2008-10 se concentra en evaluar la acción de la gestión fiscal de manera intertemporal, de forma tal que permita determinar si la Política Económica y el conjunto de instrumentos que la conforman, pueden ser mantenidos en el tiempo de forma indefinida sin que esto involucre una acumulación sostenida de deuda, que obligue a cambiar el conjunto de instrumentos de dicha Política Económica.

Se debe entender, que en términos presentes la Política Económica actual refleja el proceso de transformación que el Gobierno Nacional desea imprimir a la Economía Política. En tal sentido, la transformación de la sociedad como fin último involucra que el conjunto de instrumentos actual que conforman la política económica, no será mantenido indefinidamente en el tiempo.⁸

⁸ Se debe distinguir la diferencia entre los términos "Política Económica" y "Economía Política". La primera es el conjunto de políticas fiscal, monetaria y cambiaria, mientras que la segunda refiere a la interacción de los factores políticos e institucionales con la actividad económica.

SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS 2008 - 2010

Desde el pasado año 2004, el crecimiento experimentado ha sido muy superior a las expectativas existentes, especialmente de parte del sector no petrolero, el cual registró tasas de crecimiento superiores al 10% cada uno de esos años y para el presente año 2007 se espera que registre un valor cercano a esa magnitud.⁹

Del lado petrolero, estos han sido años de transición, que han permitido la consolidación y nacionalización de la producción, refinación y comercialización de los hidrocarburos y la inserción del sector nacional energético en el desarrollo del país, lo cual ha sido posible mediante un incremento del encadenamiento productivo basado en cooperativas, empresas de producción social y otras formas de organización económica por una parte y por otra, mediante la planeación estratégica de una expansión en capacidad nacional de refinación y la consecuente inversión en el país y los aportes al Fonden.

Tabla 2

Perspectivas macroeconómicas 2008-2010

	2.008	2.009	2.010
	Estim.	Obj.	Obj.
PIB Real (Var.%)	6,0%	5,2%	5,0%
Petrolero	3,1%	2,1%	2,1%
No Petrolero	6,6%	5,5%	5,4%
Otros Impuestos netos	2,7%	6,2%	5,3%

En este orden de ideas, las estimaciones proyectan un crecimiento del PIB de al menos 5% anual, basado en un incremento de las exportaciones de hidrocarburos y un menor crecimiento de la demanda interna, que permita un incremento de entre 2 y 3% en el valor agregado del sector. A nivel del resto de la actividad económica, se espera que esta converja hacia un valor de largo plazo de al menos 5%.

El crecimiento de largo plazo en la actividad no petrolera debe venir dado, por la tasa de crecimiento de la fuerza de trabajo y su productividad.

⁹ El intervalo de confianza de la estimación, no permite rechazar que la tasa de crecimiento alcance un crecimiento anual de 10% o más para este año 2007.

La política fiscal sostenible es aquella que puede ser mantenida indefinidamente en el tiempo sin que ésta involucre un crecimiento sostenido del saldo de la deuda. La política fiscal tiene su expresión cuantitativa por medio de la gestión fiscal. Para propósitos de sostenibilidad, la gestión fiscal se refiere a la definición establecida en el artículo 24 de la LOAFSP y por tanto difiere en cobertura al Presupuesto Nacional y la Gestión Fiscal del Gobierno Central. Vale la pena resaltar, que para propósitos de este estudio la Gestión Fiscal se presenta en términos de base caja, difiriendo por tanto en las cifras presentadas en la Ley de Presupuesto Anual.

No obstante, que la definición de sostenibilidad involucra directamente una restricción al endeudamiento y por ende al gasto, debe considerarse, que el gasto público proporciona un beneficio social que se manifiesta a través de la provisión de bienes públicos y la redistribución del ingreso nacional.

En este sentido, surge el problema de optimizar el gasto sujeto a la restricción intertemporal del ingreso, si al suponer que dadas las características de la economía venezolana que prevaleció desde los años ochenta de estrechez en las finanzas públicas, se observa que a todas luces, el gasto fue incapaz de proveer las condiciones para el crecimiento, por ende la solución a nuestro problema se encontrará acotada por el límite de gasto señalado por la sostenibilidad fiscal.

Basándose en el nivel de endeudamiento bruto del Gobierno al cierre de cada año¹⁰, al cual se le descuentan los saldos de los instrumentos de corto plazo (es decir de vencimiento menor a un año), el nivel de sostenibilidad límite es aquel que consigue mantener el saldo de la deuda bruta constante. Es decir:

$$rp_t \geq d_{t-1}^{x+n} \cdot \frac{rr^x + \Delta tc^r + \Delta tc^r \cdot rr^x - \Delta y^r}{1 + \Delta y^r}$$

Se estima que el saldo de la deuda de largo plazo¹¹ al cierre de 2007 represente un 21,9% del PIB. El resultado primario sostenible para el año 2008 será el producto de este saldo y la tasa efectiva ajustada por crecimiento no petrolero y la variación del tipo de cambio real, que resulta en un **Mínimo Resultado Primario Sostenible** de al menos -2,5% del PIB en 2008, -0,6% y 0,4% en 2009 y 2010 respectivamente.¹²

¹⁰ Se desarrolla aparte el tema de los activos financieros, y se reincorporará en el aparte de solvencia.

¹¹ Se considera solo la deuda de mediano y largo plazo, los instrumentos de corto plazo son aquellos con duración igual o menor a un año, es decir tienen una vigencia intraperiodo en relación al modelo de sostenibilidad.

¹² Se aclara que las estimaciones fueron realizadas sobre la base del PIB no petrolero a precios básicos, sin embargo los resultados se expresan en términos del PIB total por causas de familiaridad esta última. El tema se desarrolla en el anexo correspondiente al análisis fiscal.

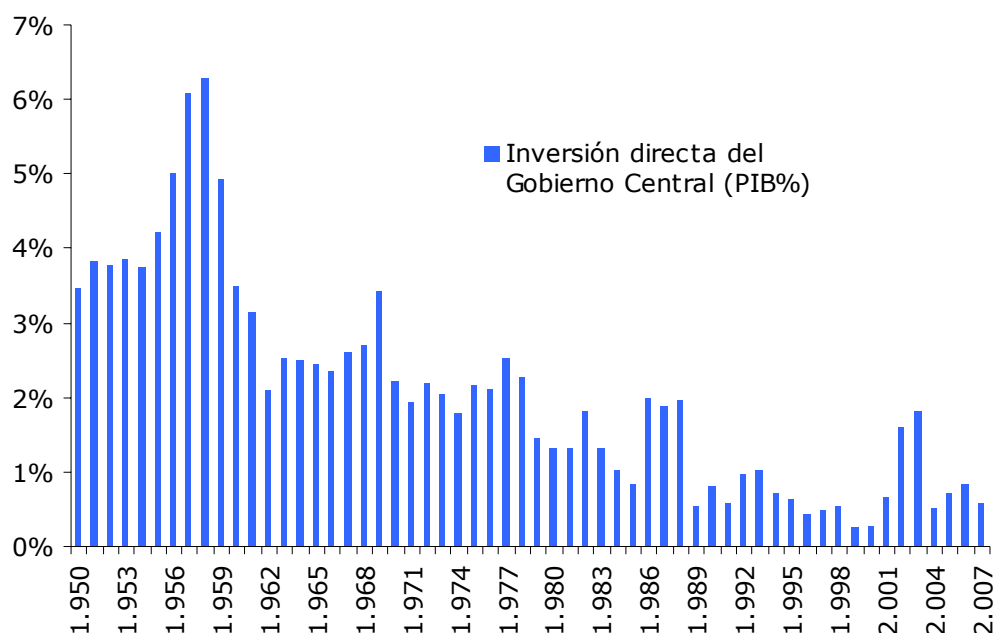
Los ingresos de la Gestión Fiscal se estimaron para los años 2008, 2009 y 2010 en 33,7%, 32,4% y 30,9% del PIB y dado el Mínimo Resultado Primario Sostenible determinado, simplemente se procedió a deducir el resultado primario de la estimación de ingresos y de esta forma se obtiene un gasto primario sostenible. Al incluir los intereses causados por la deuda del periodo anterior¹³, obtenemos el gasto total consistente con el principio de sostenibilidad que se corresponde a la regla del **Límite Máximo de Gasto**.

Mediante la diferencia entre el Límite Máximo de Gasto y los ingresos proyectados, obtenemos el resultado financiero y su negativo equivalente: Las necesidades netas de financiamiento.

Debido que el sistema no contempla acumulación o desacumulación de activos, se considera que en el límite todas las necesidades de financiamiento son cubiertas con endeudamiento neto. En tal sentido el **Límite Máximo de Endeudamiento Neto** se corresponde al negativo del resultado financiero sostenible del Gobierno.

No obstante que los resultados son fiscalmente sostenibles en el límite, se debe considerar la existencia de una regla macrofiscal exógena al conjunto analítico derivado.

Gráfico 1
Inversión directa del Gobierno Central
Porcentaje del PIB a Precios Básicos



¹³ Se utiliza la tasa de descuento real señalada en el anexo.

La regla de Equilibrio Ordinario Trienal establecida por la Constitución, especifica que durante el período del MPP la diferencia entre ingresos ordinarios y egresos ordinarios debe ser igual a cero al sumar dichos resultados como proporción del PIB global.¹⁴

Históricamente la inversión directa del Gobierno Central como proporción del PIB se ha venido reduciendo de forma drástica, debido en una primera etapa a la creación de las corporaciones regionales y el Fondo de Inversiones de Venezuela, posteriormente a los procesos de descentralización y creación de organismos especializados.

No obstante, instituciones como el Fonden cumplen una labor de primera importancia y de gran magnitud económica, la inversión directa del Gobierno Central sigue siendo necesaria y el Gobierno plantea mantenerla por encima del promedio histórico reciente.

Tabla 3			
Principio de sostenibilidad y reglas macrofiscales			
Porcentaje del PIB			
	2.008	2.009	2.010
(a) Saldo de la deuda ajustado al cierre de año anterior	21,9%	20,3%	20,1%
(b.1) Resultado Primario Sostenible	-2,5%	-0,6%	0,4%
(b.2) Resultado Primario Requerido	0,4%	0,4%	0,4%
(c) Ingresos Fiscales	33,7%	32,4%	30,9%
(d) Gasto Primario Sostenible [(c) - (b.2)]	33,3%	32,0%	30,5%
(e) Límite Máximo de Gasto [(d) + (a)*tasa real]	34,8%	33,5%	31,8%
(f) Resultado Financiero [(c) -(e)]	-1,2%	-1,0%	-1,0%
(g) Límite Máximo de Endeudamiento Neto [-(f)]	1,2%	1,0%	1,0%
(h) Resultado Ordinario	-0,1%	0,0%	0,1%

Debido a que la gestión fiscal presentada es sostenible pero no suficiente para lograr un equilibrio ordinario, se debe redefinir la gestión fiscal en base a un resultado primario requerido, el cual debe permitir cumplir con dicha restricción. De esta forma, con el propósito de cumplir con ambos conjuntos de restricciones, se requiere un esfuerzo mayor al de la pura sostenibilidad.

Los resultados expresan que la gestión fiscal será sostenible en presencia de moderados déficit primarios en los primeros dos años del MPP. Sin embargo, la existencia de la

¹⁴ Este principio define al gasto ordinario como el gasto total menos la inversión directa del Gobierno Central.

restricción trienal del resultado ordinario requiere de un superávit primario de al menos 0.4% del PIB, en cada uno de los años del marco.

De esta forma, en conjunto con la estimación del resultado primario requerido y la estimación del gasto, se obtienen los límites máximos de gasto y financiamiento neto consistentes con el conjunto de restricciones. El conjunto de reglas macrofiscales determina que bajo el escenario de ingresos señalado, la política fiscal será sostenible y cumplirá con todas las reglas si y solo la gestión fiscal logra mantener un resultado primario de al menos 0.4% del PIB.

El análisis de solvencia constituye la otra cara del análisis de sostenibilidad. En términos matemáticos, si el principio de sostenibilidad constituye una condición de primer grado (o condición necesaria) de la política fiscal, en el largo plazo, la solvencia constituye la condición de segundo grado o condición suficiente de la misma.¹⁵

La solvencia siempre hace referencia al largo plazo. Tradicionalmente se pueden considerar dos tipos de análisis de solvencia: A largo plazo determinado en un horizonte de "T" períodos o de horizonte infinito.

A nivel teórico, el utilizar un horizonte de planeación infinito conlleva el problema práctico de imponer restricciones de estado estacionario a las cuentas fiscales, en un período muy corto, obviando las fluctuaciones de corto plazo.

Por otra parte, al utilizar un horizonte acotado en "T" períodos obliga a determinar un nivel objetivo de deuda en dicho número de periodos. Como se observa, ambos casos presentan inconvenientes en cuanto a las restricciones requeridas.

Se opta entonces, por simular dinámicamente hasta un horizonte determinado y considerar que el valor terminal de ese horizonte es el valor de largo plazo y tratar dicho valor como una renta permanente y descontar ese valor a la tasa ϕ por "T" períodos, obteniendo así, un valor presente de los resultados primarios de 23% del PIB.¹⁶

Este resultado debe compararse con el pasivo financiero neto del Gobierno, el cual es aproximadamente equivalente a un 7,8% del PIB.¹⁷

Esta situación indica, que bajo condiciones determinísticas en el ingreso petrolero, el Gobierno disfruta de un **Margen de Solvencia** equivalente a la diferencia entre el valor presente de los superávits primarios futuros y el pasivo financiero neto, equivalente a 15,1% del PIB total.

¹⁵ A nivel de sistemas la sostenibilidad y la solvencia constituyen el primal y el dual de un problema.

¹⁶ Se aclara que las estimaciones fueron realizadas sobre la base del PIB no petrolero a precios básicos, sin embargo los resultados se expresan en términos del PIB total por causas de familiaridad con esta última. El tema se desarrolla en el anexo correspondiente al análisis fiscal.

¹⁷ Los activos financieros internos se corresponden a los depósitos del gobierno central en BCV registrados en la base monetaria de agosto de este año, mientras que el monto correspondiente a los depósitos en el sistema financiero y fideicomisos se corresponden a los balances de comprobación de las operaciones dentro y fuera de balance del sistema financiero publicados por SUDEBAN para septiembre, y excluye fideicomisos de LPH, prestaciones sociales y otros. La información del FIEM corresponde a la registrada por el BCV a septiembre de este año y la información del Fonden es estimada al cierre del segundo semestre. El saldo de la deuda excluye letras del tesoro y cualquier otro instrumento de plazo menor a un año de vencimiento.

El margen de solvencia indica, que dado el conjunto de instrumentos de política económica prevalecientes, el valor presente de los excedentes futuros supera en 15% del PIB al valor de la deuda neta de los activos financieros del Gobierno.

Tabla 4

Margen de Solvencia

(a) Valor presente de los resultados primarios (PIB%)	22,95%
(b) Pasivo Financiero Neto (PIB%)	7,8%
Saldo Deuda Total (PIB%)*	21,9%
Total Activo Financiero (PIB%)	14,1%
Total Activo Financiero (Bs.MMM/BsF.MM)	61.680
FIEM	1.720
Fonden	27.464
Depositos en BCV	7.328
Depositos en Sist.Financiero	6.363
Depositos en Fideicomisos	18.805
(c) Margen de Solvencia [(c) = (a) - (b)]	15,14%

* Solo se incluyen instrumentos de mediano y largo plazo

CUENTA AHORRO - INVERSION - FINANCIAMIENTO

La cuenta ahorro-inversión-financiamiento (CAIF) constituye una forma de presentación de la gestión fiscal. Esta se presenta en términos de base causada o su equivalente en términos de base caja y su cobertura se corresponde a lo señalado en el artículo 24 de la LOAFSP. Es decir, posee un grado de cobertura mayor al registrado en el Presupuesto e incluso a la Gestión Financiera del Gobierno Central.

La CAIF se caracteriza además por su evidente equivalencia al Sistema de Cuentas Nacionales del BCV. La diferencia entre el ingreso y el gasto corriente genera el ahorro del Gobierno, la diferencia entre este ahorro y la inversión genera una brecha que se cubre con variación de activos o pasivos que constituyen el financiamiento.

La CAIF presentada es consistente con los análisis de solvencia y sostenibilidad así como el conjunto de reglas macrofiscales.

Tabla 5

Cuenta Ahorro-Inversión-Financiamiento

Porcentaje del PIB

	2.008	2.009	2.010
Ingresos	33,7%	32,4%	30,9%
Petroleros	16,0%	14,9%	13,9%
No Petroleros	17,6%	17,5%	17,0%
Gasto	34,8%	33,5%	31,8%
Corriente	22,9%	23,6%	23,7%
Intereses	1,6%	1,4%	1,4%
Otro Gasto Corriente	21,3%	22,2%	22,3%
Capital	12,0%	9,8%	8,2%
Inversión Directa	1,0%	1,1%	1,1%
Otro Gasto de Capital	10,9%	8,8%	7,1%
Resultado Primario	0,4%	0,4%	0,4%
Resultado Primario No Petrolero	-15,7%	-14,5%	-13,5%
Resultado Ordinario	-0,1%	0,0%	0,1%
Resultado Financiero	-1,2%	-1,0%	-1,0%
Financiamiento	1,2%	1,0%	1,0%
Endeudamiento Neto	1,2%	1,0%	1,0%
Otro Financiamiento	0,0%	0,0%	0,0%

INGRESO PETROLERO Y VOLATILIDAD

El ingreso fiscal petrolero venezolano ha registrado un incremento importante en los últimos años. No obstante, este incremento se corresponde con el volátil carácter de los precios de realización del petróleo en los mercados mundiales.

Adicionalmente al efecto de los precios del petróleo, el ingreso fiscal petrolero depende de aspectos institucionales como la nacionalización de 1973, las reformas a la Ley de Hidrocarburos, la Apertura Petrolera, la crisis del 2002 y el sabotaje iniciado finales de ese año, entre otros. Adicionalmente, existen factores asociados a los costos operativos y otras actividades de la industria petrolera nacional.

En este sentido conviene concentrarse en el concepto de aporte fiscal, en lugar de trabajar con la infinidad de supuestos que habría de sostener, para realizar proyecciones de aporte fiscal.

El aporte fiscal petrolero puede expresarse como proporción del PIB total, del PIB petrolero o el PIB no petrolero. Utilizar como expresión el PIB total o el PIB petrolero implica la existencia de parámetros no lineales, en tanto y cuanto el PIB petrolero es afectado por el precio del petróleo y el PIB total se corresponde a la suma del PIB petrolero y no petrolero. Es decir, constituye una relación no lineal que puede resultar bastante compleja de proyectar.

En el caso del PIB no petrolero, el proceso de formulación analítica es bastante más simple, a la vez que se mantienen en gran medida las propiedades estadísticas del aporte fiscal petrolero correspondiente al periodo 1950-2006.

Estadísticamente y considerando las limitaciones de la información histórica pertinente, se puede señalar de forma bastante general, que el aporte fiscal petrolero como proporción del PIB no petrolero es lo que se conoce como estacionario en nivel y por tanto posee lo que se llama reversión a la media. Es decir, se puede sugerir que dados los datos históricos registrados, existe una distribución de probabilidad del aporte fiscal de largo plazo expresado como proporción del PIB no petrolero, que satisface las condiciones de estacionalidad.¹⁸

En base a los resultados analizados y las simulaciones realizadas, puede señalarse que a largo plazo, el ingreso petrolero se distribuye con media de 16.8% del PIB no petrolero y posee una desviación estándar de 0.068.¹⁹

¹⁸ Se estimó un proceso de tipo AR(1), utilizando 55 observaciones anuales y se determinó que el error es estacionario y el coeficiente del término autoregresivo se encuentra dentro del círculo unitario. En ausencia de mayor información se puede asumir la normalidad del término de error sin mayores objeciones.

¹⁹ Se debe enfatizar que son mediciones muy aproximadas, si bien se utilizan observaciones correspondientes a 57 años de historia, en términos estadísticos 57 observaciones son bastante bajas.

Un factor que no puede ser incluido en el análisis estadístico es la composición de la oferta mundial de crudos. La oferta mundial de crudos es manejada entre los países asociados a la OPEP y el resto. Los países OPEP poseen las mayores reservas y en general menores costos de producción. Sin embargo, el grueso de la oferta es producida por una multitud de productores repartidos en el mundo.

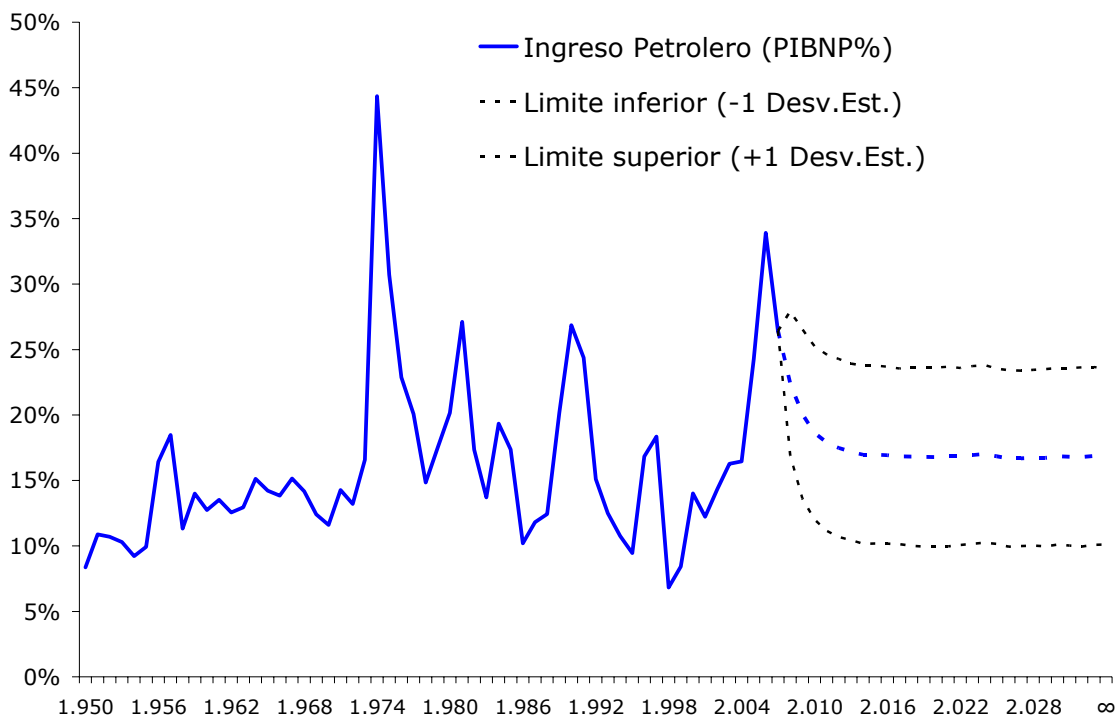
Debido a la declinación de la producción No OPEP, la oferta futura y la estabilidad de los precios depende fundamentalmente de las reservas petroleras, en las cuales excluyendo a Venezuela, las principales reservas probadas de petróleo se encuentran en poder de Arabia Saudita (264 MMMb) e Irak (112 MMMb).

La continua escalada en los precios experimentada en los últimos años ha llevado a los países No OPEP a buscar intensivamente nuevas fuentes de petróleo y mejorar su tecnología de extracción.

Gráfico A.1

Evolución histórica del ingreso petrolero y proyección estocástica de largo plazo basada en un intervalo de confianza de 68%

Porcentaje del PIB No Petrolero a Precios Básicos



En función a este marco histórico se ha iniciado el proceso de explotación, pese a los elevados costos iniciales y de producción de las reservas petroleras arenosas en el territorio

de Alberta en Canadá, donde se han certificado reservas de hasta 175 MMMb. En la actualidad, este proyecto se encuentra en etapa operativa inicial y se espera que se incremente desde 700 mbd hasta 2200 mbd en los próximos años.

El pasado 28 de junio de 2007, el presidente ejecutivo de Petrocanada, empresa responsable principal de la explotación de esos yacimientos, anunció una revisión financiera del proyecto de explotación de las reservas arenosas, indicando que para lograr obtener un beneficio financiero aceptable, el precio de realización de dicho crudo debe al menos ser de USD50 por barril.

Esta situación contrasta con el punto de quiebre financiero de US\$25 por barril presentado hace 5 años. Con independencia de las razones de incremento en los costos financieros de dicho proyecto, se considera que este valor impone un estabilizador automático a una caída de los precios, debido a que una caída en los precios involucra que a mediano plazo si los precios caen de manera sostenida por debajo de ese nivel, la producción será inviable desde el punto de vista financiero, por lo cual, se considera que la producción de los yacimientos arenosos canadienses es un soporte a los precios del crudo, de al menos USD 50 por barril.

Anexo
B

TASA DE DESCUENTO DE LARGO PLAZO

Un elemento central en la determinación de la solvencia y sostenibilidad fiscal, lo constituye la tasa de descuento de largo plazo, para cual es necesario establecer un valor aproximado de dicha tasa. Debido a la relativamente escasa profundidad del sistema financiero venezolano, nos concentraremos en la determinación de dicha tasa en términos de USD.

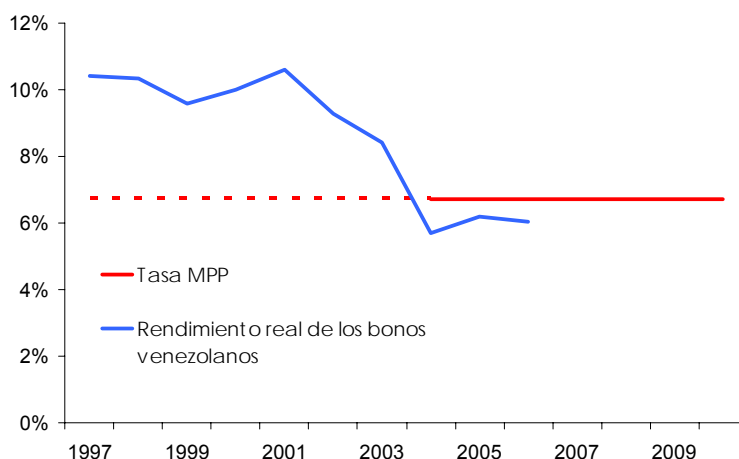
Al evaluar los flujos del conjunto de bonos venezolanos (B_V) al costo de oportunidad libre de riesgo²⁰, obtenemos el valor presente esperado de dicho conjunto de bonos venezolanos. Es decir, el valor de la prima de riesgo (γ_V) exigida por los inversionistas para invertir en bonos venezolanos, en lugar de hacerlo en instrumentos cero riesgo equivalentes.

$$\gamma_V = \left[\frac{VP(B_V) \cdot B_V^{-1}}{P_V^M} \right]^{1/t} - 1$$

La tasa de rendimiento exigida por los inversionistas para mantener bonos venezolanos, se corresponde al valor del rendimiento de un instrumento, de características similares libre de riesgo más la prima de riesgo γ_V , la cual en términos reales se determina como la diferencia de esta tasa y la inflación esperada, es decir $r_V = r_{libre} - E(\pi^*) + \gamma_V$.

El MPP del período 2005-07 fue elaborado durante la primera mitad del año 2004. Para ese momento, se estimó una tasa real de descuento para los flujos del gobierno nacional, en 6,7% como valor de largo plazo.

Gráfico B.1
Rendimiento real requerido para bonos venezolanos



²⁰ Rendimiento de los bonos a 10 años del Departamento del Tesoro.

a. La restricción fiscal

El instrumento básico de la política fiscal es el presupuesto y su expresión efectiva manifiesta en la gestión fiscal. La gestión fiscal es el equivalente en el ámbito de finanzas públicas del estado de resultados de una empresa (con la excepción de la depreciación), en la cual, la diferencia entre ingresos (I) y gasto total se denomina resultado financiero y al deducirle los intereses ($r \cdot D$, deuda por la tasa de interés r) se obtiene el resultado primario. El gasto excluido el pago de intereses se denomina gasto primario (G).²¹ Este resultado financiero es idénticamente igual al negativo de la variación de pasivos netos del gobierno (ΔD), siempre expresado en moneda nacional.

$$I_t - r \cdot D_{t-1} - G_t = -\Delta D_t$$

Separando los ingresos y la deuda en moneda extranjera (denotados por el supra índice x) de las operaciones en moneda nacional, mediante la utilización del tipo de cambio del período (tc)²² y expresando el resultado en términos del PIB no petrolero al dividir toda la expresión entre el PIB no petrolero de cada año.²³ Adicionalmente mediante algunas manipulaciones algebraicas (y representando las tasas de variación mediante la letra griega Δ , obtenemos:²⁴

$$rp_t (= i_t^x + i_t - g_t) = -d_t^x + d_{t-1}^x \frac{(1+r^x) \cdot (1+\Delta tc)}{(1+\Delta p) \cdot (1+\Delta y)} - d_t + d_{t-1} \frac{(1+r)}{(1+\Delta p) \cdot (1+\Delta y)}$$

La cual constituye la restricción fundamental de nuestro análisis expresada como proporción del PIB y la cual indica que el gobierno no puede gastar más allá de lo que ingresa por impuestos, otras tributaciones y por endeudamiento. Esta restricción es conocida

²¹ En principio el gasto primario excluye operaciones con el sector financiero y monetario, sin embargo por propósitos de simplificación suponemos que únicamente el pago de intereses no constituye gasto primario.

²² Supone que el gasto primario se realiza solamente en moneda nacional.

²³ La razón de utilizar el PIB no petrolero en lugar del PIB total deriva del hecho de que el valor agregado del sector petrolero viene dado por su valor real y un deflactor que depende principalmente del precio del barril de petróleo, por tanto la expresión resultante sería una ecuación estocástica en diferencias no lineal extremadamente compleja.

²⁴
$$tc_t \cdot \frac{I_t^x}{Y_t} + \frac{I_t}{Y_t} - r_t^x \cdot tc_t \cdot \frac{D_{t-1}^x}{P_t \cdot Y_t} \cdot \frac{P_{t-1} \cdot Y_{t-1}}{P_{t-1} \cdot Y_{t-1}} - r_t \cdot \frac{D_t}{Y_t} - \frac{G_t}{Y_t} = \left[\frac{D_t}{Y_t} - \frac{D_{t-1}}{P_t \cdot Y_t} \cdot \frac{P_{t-1} \cdot Y_{t-1}}{P_{t-1} \cdot Y_{t-1}} + tc_t \cdot \frac{D_t^x}{Y_t} - tc_t \cdot \frac{D_{t-1}^x}{tc_{t-1}} \cdot \frac{P_{t-1} \cdot Y_{t-1}}{P_{t-1} \cdot Y_{t-1}} \right]$$

académicamente como “restricción presupuestaria”, pero por propósitos prácticos se le denominará “restricción fiscal”.²⁵

Esta restricción fiscal es válida para cada período y constituye una restricción de corto plazo. Presenta la característica de mostrar de manera separada la deuda interna y externa y la posibilidad de que exista arbitraje de tasas de interés y desequilibrios cambiarios. La condición de arbitraje estipula que la diferencia entre las tasas interna y externa, en ausencia de restricciones al movimiento de capitales, se corresponde a las expectativas de depreciación; es decir, si los agentes forman sus expectativas de manera racional esto es equivalente a $1 + r = (1 + r^x) \cdot (1 + \Delta tc)$.

Por otra parte la “Ley de un solo precio” estipula que en ausencia de restricciones arancelarias, el precio interno de los bienes debe ser igual al precio externo de los mismos, y su única diferencia será el valor numerario establecido por el tipo de cambio nominal.²⁶

Conociendo que la tasa de interés real (rr) es equivalente al producto del factor de crecimiento real y del factor de decrecimiento de la inflación, procedemos a reemplazar el “Principio de Paridad de Poder de Compra” y la condición de arbitraje en la restricción anterior, con lo cual la restricción fiscal se interpreta como la relación entre el déficit primario y la dinámica de la deuda. El lado izquierdo de la igualdad corresponde al resultado primario del gobierno como proporción del PIB, mientras que el lado derecho de la ecuación, se corresponde a la variación absoluta del saldo de deuda como proporción del PIB.

Conociendo que la tasa de interés real (rr) es equivalente al producto del factor de crecimiento real y del factor de decrecimiento de la inflación, procedemos a reemplazar el “Principio de Paridad de Poder de Compra” y la condición de arbitraje en la restricción anterior, con lo cual la restricción fiscal se interpreta como la relación entre el déficit primario y la dinámica de la deuda. El lado izquierdo de la igualdad corresponde al resultado primario del gobierno como proporción del PIB, mientras que el lado derecho de la ecuación se corresponde a la variación absoluta del saldo de deuda como proporción del PIB.

El factor de variación de la deuda como proporción del PIB viene dado por la tasa de interés real en moneda extranjera, la tasa de variación del tipo de cambio real y la tasa de crecimiento del PIB real. A largo plazo, si no existen diferencias entre las productividades de los países la tasa de variación del tipo de cambio real debe ser cero.

b. El principio de sostenibilidad

La determinación del principio de sostenibilidad se obtiene a partir de la restricción fiscal, este principio establece que un conjunto de políticas será fiscalmente sostenible, si ésta puede ser mantenida indefinidamente sin que implique un aumento sostenido del saldo de la deuda.

²⁵ En la práctica el conjunto de ecuaciones considera un instrumento financiero único para activos y pasivos, llamado deuda, la cual es redimible en cualquier momento y correspondiente a una moneda única y una misma tasa de interés.

²⁶ Es decir el tipo de cambio real se corresponde a $tc_t^r = tc_t \cdot p_t^x / p_t$, diferenciando esta expresión en el tiempo obtenemos $(1 + \Delta tc_t^r) = (1 + \Delta tc_t) \cdot (1 + \Delta p_t^x) / (1 + \Delta p_t)$.

Desde el punto de vista del logro de la sostenibilidad, basta con establecer que el saldo de la deuda no deba crecer como proporción del PIB, para que el conjunto de políticas sea sostenible. En este sentido, basta con asegurar que este saldo no se incremente entre dos períodos, es decir se requiere que $d_t^{x+n} \leq d_{t-1}^{x+n}$, por lo cual la restricción fiscal de largo plazo queda representada por:

$$rp_t \geq d_{t-1}^{x+n} \cdot \frac{rr^x + \Delta tc^r + \Delta tc^r \cdot rr^x - \Delta y^r}{1 + \Delta y^r}$$

Suponiendo que el tipo de cambio real se encuentra en equilibrio, obtenemos el índice de sostenibilidad de Blanchard. En el cual el resultado primario sostenible, se corresponde a una fracción de los intereses del saldo de la deuda, tal que descontado el crecimiento del producto, el saldo de la deuda no crezca.

$$\text{índice sostenibilidad}_t = rp_t - \frac{rr - \Delta y^r}{1 + \Delta y^r} \cdot d_{t-1}^{x+n} \begin{cases} > 0 & \text{Sostenible} \\ = 0 & \text{Equilibrio} \\ < 0 & \text{Insostenible} \end{cases}$$

Esta relación fue utilizada por Blanchard ²⁷ para desarrollar la idea de los índices de sostenibilidad. La idea se corresponde a un índice que tome valores positivos (sostenibilidad), cuando el resultado primario sea superior al pago requerido de intereses. El índice de Blanchard constituye una primera aproximación a la medición del problema de la sostenibilidad de la gestión fiscal. La idea generalizada del pensamiento económico ha sido contemplar la presencia del ciclo económico, mediante la utilización del PIB potencial de la economía, el gasto estructural, la tasa de interés de largo plazo, etc. La correcta medición de los valores de largo plazo del índice, requiere que todas las variables y coeficientes considerados sean valores de largo plazo.

El problema básico es que existen múltiples metodologías para la medición del PIB potencial, y en el caso muy específico de Venezuela se evidencian problemas en cuanto la disponibilidad estadística de ciertas series requeridas para la correcta estimación del producto potencial. Un problema adicional para la medición más apropiada del índice, lo constituye la medición de largo plazo de los ingresos petroleros y el gasto estructural del gobierno.

Un punto de especial interés lo constituye la variable referida a la "deuda", la cual debe ser denominada de forma más apropiada como posición financiera neta del gobierno. Esta variable deuda esta constituida por instrumentos de deuda como bonos, letras y otros préstamos, pero adicionalmente incluye depósitos y otros activos propiedad del gobierno.

Además, el valor inicial de la "deuda" del gobierno debe contemplar la presencia de activos y pasivos subyacentes. Con relación a la existencia de activos y pasivos subyacentes, el valor presente neto de la posición financiera subyacente neta, puede ser incorporado directamente como un incremento en el saldo inicial de la deuda.

²⁷ Blanchard, O.J. (1985), "Debt, deficits and finite horizons", JPE 93.

c. La condición de solvencia

El principio de la sostenibilidad a largo plazo contempla restringir o prohibir el crecimiento de la deuda como proporción del PIB. Sin embargo, la deuda como tal en términos nominales puede mantenerse e incluso crecer al infinito, si esta crece a la misma tasa que el PIB. La condición de solvencia es más rigurosa y establece que la deuda debe ser pagada totalmente en algún momento del tiempo, aún cuando este momento tienda al infinito.

La condición de solvencia parte de la "restricción fiscal" ya elaborada en términos del PIB, y establece dicha restricción en términos de una ecuación en diferencias de primer orden. Ajustando dicha restricción a valores reales y expresando en forma de polinomio de rezagos, cuya solución depende básicamente de la magnitud del factor de descuento dado por $\phi = (1 + rr^x) \cdot (1 + \Delta tcr) / (1 + \Delta y)$, cuya solución corresponde a la relación:

$$d_t = \sum_{s=0}^{\infty} \phi^{-(s+1)} \cdot rp_{t+s+1} + C \cdot \phi^t$$

Como ϕ es mayor que 1, la ecuación solo posee solución finita cuando $C=0$. Si evaluamos esta relación en tiempo presente, es decir $t=0$, obtenemos la condición de transversabilidad para infinitos períodos, la cual es equivalente a la condición de solvencia.

$$C = d_0 - \sum_{s=0}^{\infty} \phi^{-(s+1)} \cdot rp_{t+s+1} \begin{cases} > 0 \rightarrow \text{Situación de insolvencia} \\ = 0 \rightarrow \text{Situación de equilibrio} \\ < 0 \rightarrow \text{Situación de solvencia} \end{cases}$$

Si C es positivo significa que el saldo de la deuda es mayor que el valor presente de los resultados primarios esperados del gobierno, y por tanto se considera que es no solvente. Si la diferencia es negativa entonces el gobierno es solvente y posiblemente estaría en condiciones de incrementar el gasto.

La condición de equilibrio pasa estrictamente por $C=0$ y a largo plazo el equilibrio es solo posible si se cumple esta condición, debido a que en caso contrario, el gobierno acumulara infinitamente activos en un caso o pasivos en el otro.

Los agentes económicos anticipan esta situación e interpretan que si C es negativo, significa que en el algún momento el gobierno efectuara ajustes a su política económica y reducirá los impuestos o incrementará el gasto de forma tal de alcanzar el equilibrio. En caso inverso, si C es positivo, el Gobierno en algún momento futuro reducirá el gasto y/o incrementará los impuestos.

Esta situación se conoce como Equilibrio Ricardiano, y es la principal razón que explica la ineffectividad de la política fiscal para impulsar el crecimiento económico de manera sostenida.

Si consideramos que en el largo plazo, el resultado primario del gobierno es constante o por lo menos muy estable, y en lugar de considerar infinitos períodos se considera solo un número finito de "T" períodos, se debe imponer una condición terminal para el saldo de la deuda en dicho período.

La definición de este valor para el saldo de la deuda en el período T (d_T) es totalmente arbitraria, no existe una regla que indique cual es el valor objetivo óptimo de nivel de deuda para un país basado en criterios formales, los únicos criterios aplicables para determinar el nivel óptimo de deuda son el sentido común y el instinto.

La derivación del resultado primario que asegura la solvencia en período acotado de tiempo, resulta algo más compleja que en el caso de infinitos períodos y carece de solución exacta, debido a que existen dos variables que permiten equilibrar la solución.

$$\phi^T \cdot d_0 - d_T = rp \cdot \left[\frac{\phi^{-T} - 1}{\phi - 1} + 1 \right]$$

La solución de la ecuación señalada, se corresponde al concepto financiero de valor futuro de una cuota constante, donde la cuota corresponde al resultado primario del gobierno y el valor futuro de esa cuota por T períodos, se corresponde a la diferencia entre el saldo inicial de la deuda actualizado al período T y el valor objetivo de la deuda.

La presencia de un superávit primario ($rp > 0$), implica que d_T es menor que el saldo inicial de la deuda, ajustado por la tasa de crecimiento natural ($d_T \leq \phi^T \cdot d_0$). Esto significa que la deuda puede crecer en términos absolutos ($d_T > d_0$), y la economía puede estar todavía en posición de solvencia, debido a que la decisión del nivel de deuda en el período T es arbitraria.

Tradicionalmente la solución a este problema se realiza bajo la premisa de que a largo plazo no existen condiciones de arbitraje de tasas y de homogeneidad de las tasas. Sin embargo en el caso venezolano, la presencia del ingreso petrolero reviste particular importancia por cuanto se origina en moneda extranjera y es de carácter volátil en cuanto al precio.

Otro elemento de gran relevancia, lo constituye la existencia o no de arbitraje a corto plazo, lo cual si es un problema relevante para el análisis de solvencia. Adicionalmente en el análisis de solvencia deben considerarse otros elementos financieros como son la posición de activos netos del BCV y otros entes públicos, así como la deuda de pasivos laborales y el valor presente neto de la seguridad social.

A nivel operativo limitaremos el análisis del problema a la volatilidad de los ingresos petroleros y el resto del problema se corresponderá a una solución determinística sujeta a la condición de arbitraje a infinitos períodos.

d. El equilibrio trienal ordinario

Consideramos la restricción fiscal original como un punto de partida. La Constitución Nacional establece que la suma del resultado ordinario expresado en términos del PIB, de cada uno de los tres años del marco plurianual, debe ser igual o mayor a cero. La Loafsp y su reglamento definen básicamente al resultado ordinario, como igual al resultado financiero, pero excluye del gasto a la inversión directa (K).

Rescribimos la restricción ordinaria en términos de RO (resultado ordinario) y K (gasto de capital) y agrupamos las operaciones en moneda única, además establecemos el supuesto de que las inversiones acumuladas generan un rendimiento α en cada período, el cual no incluimos en la restricción fiscal como ingreso.

En forma simplificada asumimos que la deuda inicial previa al primer período del marco, constituye "deuda vieja" que ha sido refinanciada y se incluye como parte del gasto ordinario. La restricción constitucional implica que la suma de los resultados ordinarios del marco plurianual, debe ser no negativa, por lo cual la restricción debe cumplirse en tres períodos, esto es equivalente a sumar:

$$ro_1 - k_1 - r \cdot \frac{d_0}{1 + \Delta y} = -d_1 + \frac{d_0}{1 + \Delta y} + \alpha \cdot k_0$$

$$ro_2 - k_2 - r \cdot \frac{d_1}{1 + \Delta y} = -d_2 + \frac{d_1}{1 + \Delta y} + \alpha \cdot k_1$$

$$ro_3 - k_3 - r \cdot \frac{d_2}{1 + \Delta y} = -d_3 + \frac{d_2}{1 + \Delta y} + \alpha \cdot k_2$$

Si establecemos que la deuda en el período previo al marco es igual a cero, esto es equivalente a definir $d_0=0$, y dada la restricción constitucional, conocemos que la suma de resultado ordinario primario e intereses debe ser igual a cero.²⁸ Por tanto, reagrupando términos, observamos que d_3 equivale al endeudamiento neto del período del marco (tres años):

$$\sum_{s=1}^3 k_s = d_3 + \frac{r}{\Delta y} \cdot \left\{ \alpha \cdot (k_1 + k_2) - \sum_{s=1}^3 (io_s - go_s) \right\}$$

Analizando la ecuación determinamos, que si existe inversión positiva del gobierno, la misma puede ser financiada por cuatro vías:

Mayor Ingreso: Esta posibilidad no es viable a largo plazo, donde los ingresos ya son estables en proporción al PIB.

Crecimiento sostenido del endeudamiento: Siempre que el endeudamiento neto sea inferior a la tasa de crecimiento del PIB, el saldo de la deuda disminuirá como proporción del PIB y la política será sostenible, pero no necesariamente será solvente.

Reducción sostenida del gasto ordinario: No es posible reducir permanentemente el nivel de gasto de la economía, si a largo plazo el gasto se encuentra en equilibrio, cualquier alteración del nivel de inversión afectara el equilibrio de largo plazo.

Inversión eficiente: La eficiencia y rentabilidad de la inversión permite compensar el costo de la misma. Si la inversión se restringe a proyectos que posean una rentabilidad financiera, equivalente a una tasa esperada de α , entonces si α es al menos igual a la tasa r , la inversión debe poseer un valor presente neto positivo y por tanto, en términos de solvencia, más allá del período del marco plurianual, será neutral.

$$28 \quad \sum_{s=1}^3 ro_s + \alpha(k_1 + k_2) - r \cdot \frac{d_1 + d_2}{1 + \Delta y} = 0$$

A largo plazo, la restricción de equilibrio ordinario implica que ingresos y gastos ordinarios sean equivalentes, por lo que la única posibilidad de financiamiento de la inversión pasa por el endeudamiento, ocasionando un efecto negativo sobre la solvencia y la sostenibilidad.

Para mantener la sostenibilidad, se requiere que la inversión no incremente el saldo de la deuda de manera indefinida, para lo cual se demanda que la inversión como porcentaje del PIB no supere la tasa de crecimiento del PIB, sin embargo esta restricción no asegura la solvencia fiscal.

Con el propósito de asegurar la solvencia, se pretende que la inversión realizada genere una utilidad real positiva y que ésta sea al menos equivalente a la diferencia entre la tasa de descuento aplicada al análisis de solvencia y la tasa de crecimiento del PIB.

Debido a las características volátiles del ingreso petrolero, se considera indispensable complementar con un análisis de riesgo el estudio solvencia el cual fue realizado de forma determinística. Se consideran las condiciones como determinísticas, debido a que la proyección de ingresos petroleros es tomada como cierta y predeterminada. En realidad la proyección genera una distribución de probabilidad de los posibles valores del ingreso petrolero y el valor señalado es el valor más probable de esa distribución. Es decir, a priori existe un 50% de probabilidades de que el ingreso verdadero sea mayor al pronosticado y 50% de que sea menor.

Por tanto, resulta de gran importancia determinar los intervalos de confianza del estudio de solvencia.

El ingreso petrolero venezolano posee características estocásticas muy definidas en cuanto a media y varianza, de donde se puede establecer el supuesto de que este ingreso, expresado como proporción del PIB no petrolero, se corresponde a un proceso autoregresivo de primer orden, que puede ser simulado fácilmente.

En tal sentido, se procedió a simular dinámicamente el ingreso petrolero expresado como proporción del PIB no petrolero a precios básicos, un total de 10000 veces para un periodo de 50 años, considerando el promedio de los últimos años de cada simulación como un valor estacionario y descontando como una renta permanente.

Los resultados obtenidos arrojaron un valor presente para el ingreso fiscal petrolero de 992% del PIB no petrolero a precios básicos, con una desviación estándar de 190% Del PIB no petrolero a precios básicos. Considerando el déficit primario no petrolero como determinístico, es decir no afectado por eventos aleatorios como los que determinan el comportamiento del ingreso petrolero, podemos aproximar que para el caso determinístico este tiene un valor presente negativo de 959% del PIB no petrolero a precios básicos. Por tanto, el valor medio del ingreso petrolero y el resultado primario no petrolero, corresponden exactamente a la solución determinística.

La probabilidad de que el Gobierno cumpla la condición de solvencia de largo plazo, es equivalente a determinar la probabilidad de que el valor presente del ingreso petrolero sea mayor que el valor presente del resultado primario no petrolero y su pasivo financiero neto, es decir, se puede expresar como $P(VP(ip) > pfn - VP(rpnp))$.

Este resultado indica que existe un 54.5% de probabilidades de que el ingreso petrolero sea suficiente para cubrir el pasivo financiero neto actual del gobierno y financiar el gasto planeado futuro.

Alternativamente, se puede considerar el riesgo de solvencia desde un punto de vista de tolerancia al mismo. Si el gobierno desea asegurar la solvencia con al menos α de seguridad, entonces dada una distribución normal estándar esto implica un índice tipificado z veces la desviación estándar, que representa el **ajuste requerido en el margen de solvencia** para cumplir con el nivel de riesgo deseado.

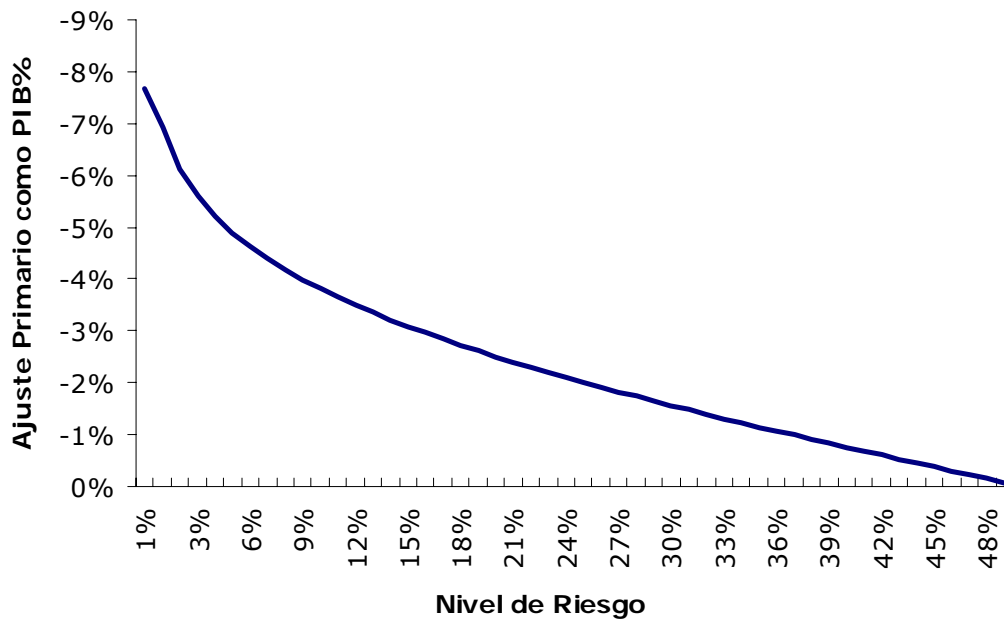
$$z = \frac{ip - [pfn - rpnp]}{\sigma_{ip}} \rightarrow \underbrace{ip - [pfn - rpnp]}_{\text{Margen de Solvencia}} = z \cdot \sigma_{ip}$$

Este ajuste puede representarse en términos del resultado primario, al operar el término $z \cdot \sigma_{ip}$ con el factor ϕ .²⁹ Es decir, $z \cdot \sigma_{ip} \cdot \phi$ representa la reducción en el gasto o el incremento en los ingresos no petroleros o en los activos financieros netos necesarios, para llevar el nivel de riesgo de 50% al nivel deseado.

Por tanto, la búsqueda de un menor nivel de riesgo de largo plazo involucra un sacrificio fiscal mayor, convirtiéndose en un problema de cuya solución depende de la tolerancia al riesgo y el costo social de reducción en el beneficio social, que representa el gasto en compensación a la reducción del riesgo de largo plazo.

Gráfico D.1

Ajuste primario requerido por nivel de riesgo aceptable



²⁹ De forma más precisa cuando ϕ no es constante, debería usarse el término $\prod_{s=1}^T (1 + \phi_{t+s})^{1/T} - 1$.



MARCO LEGAL

Constitución Nacional

Capítulo II: Del Régimen Fiscal y Monetario

Sección Primera: Del Régimen Presupuestario

Art.311

La Gestión Fiscal estará regida y será ejecutada con base a los principios de eficiencia, solvencia, transparencia, responsabilidad y equilibrio fiscal. Esta se equilibrará en el marco plurianual del presupuesto, de manera que los ingresos ordinarios deben ser suficientes para cubrir los gastos ordinarios.

El ejecutivo Nacional presentará a la Asamblea nacional, para su sanción legal, un marco plurianual para la formulación presupuestaria que establezca los límites máximos de gasto y endeudamiento que hayan de contemplarse en los presupuestos nacionales...

Art.312

La Ley fijará límites al endeudamiento público de acuerdo con un nivel prudente en relación al tamaño de la economía, la inversión reproductiva y la capacidad de generar ingresos para cubrir el servicio de la deuda pública...

Art.315

El Poder Ejecutivo, dentro de los seis meses posteriores al vencimiento del ejercicio anual, presentara a la Asamblea Nacional la rendición de cuentas y el balance de la ejecución presupuestaria correspondiente a dicho ejercicio.

Ley Orgánica de Administración Financiera del Sector Público

Capítulo II: Del Régimen Presupuestario de la República y sus Entes Descentralizados Funcionalmente sin Fines Empresariales.

Sección Primera: De los entes y órganos regidos por este Capítulo

Art.24

Se regiran por este capítulo, los entes del sector público nacional indicados en los numerales 1, 6, 7 y 10 del artículo 6 de esta Ley, salvo aquellos que por la naturaleza de sus funciones empresariales deban regirse por el capítulo IV de este título.

1. La República

2. Los institutos autónomos
3. Las personas jurídicas estatales de derecho público
4. Las fundaciones, asociaciones civiles y demás instituciones constituidas con fondos públicos o dirigidas por algunas de las personas referidas a este artículo, cuando la totalidad de los aportes presupuestarios o contribuciones en un ejercicio, efectuadas por una o varias de las personas referidas en el presente artículo, represente el 50% o más de su presupuesto.

Sección Segunda: Del Marco Plurianual del Presupuesto

Art.25

El proyecto del ley del marco plurianual del presupuesto será elaborado por el Ministerio de Finanzas, en coordinación con el Ministerio de Planificación y Desarrollo y el Banco Central de Venezuela, y establecerá los límites máximos de gasto y endeudamiento que hayan de contemplarse en los presupuestos nacionales para un periodo de tres años, los indicadores y demás reglas de disciplina fiscal que permitan asegurar la solvencia y sostenibilidad fiscal y equilibrar la gestión financiera nacional en dicho periodo, de manera que los ingresos ordinarios sean suficientes para cubrir los gastos ordinarios.

El Marco plurianual del presupuesto especificará lo siguiente:

1. El periodo al cual corresponde y los resultados financieros esperados de la gestión fiscal de cada año. Estos resultados deberán compensarse de manera que la sumatoria para el periodo muestre equilibrio o superavit entre ingresos ordinarios y gastos ordinarios, entendiéndose por los primeros, los ingresos corrientes deducidos los aportes al Fondo de Estabilización Macroeconómica y al Fondo de Ahorro Intergeneracional, y por los segundos los gastos totales excluida la inversión directa del Gobierno Central. El ajuste fiscal a los fines de lograr el equilibrio no se concentrará en el último periodo del marco plurianual.
2. El límite máximo del total del gasto causado, calculado para cada ejercicio del marco plurianual, en relación con el PIB, con indicación del resultado financiero primario y del resultado financiero no petrolero mínimos correspondientes a cada ejercicio, de acuerdo con los criterios de sostenibilidad fiscal.
3. El límite máximo de endeudamiento que haya de contemplarse para cada ejercicio del marco plurianual, de acuerdo con los requerimientos de sostenibilidad fiscal. El límite máximo de endeudamiento para cada ejercicio será definido a un nivel prudente en relación al tamaño de la economía, la inversión reproductiva y la capacidad de generar ingresos. Para determinar la capacidad de endeudamiento se tomara en cuenta el monto global de los activos financieros de la República.

Art.26

El proyecto de Ley del marco plurianual del presupuesto irá acompañado de la cuenta Ahorro-Inversión-Financiamiento presupuestada para el periodo a que se refiere dicho marco, los objetivos de política económica, con expresa indicación de la política fiscal, así como las estimaciones de gastos para cada uno de los ejercicios fiscales del periodo. Estas

estimaciones se vincularán con los pronósticos macroeconómicos de indicadores para el mediano plazo, y las correspondientes al primer año del periodo se explicitarán de manera que constituyan la base de negociaciones presupuestarias para ese ejercicio.

Art.27

El Ejecutivo Nacional por órgano del Ministro de Finanzas, presentará a la Asamblea Nacional el proyecto de Ley del marco plurianual del presupuesto, antes del 15 de julio del primer y cuarto año del periodo Constitucional de la Presidencia de la República, y el mismo será sancionado antes del 15 de agosto del mismo año de presentación.

Art.28

El Ejecutivo Nacional presentará anualmente a la Asamblea Nacional, antes del 15 de Julio un Informe Global contentivo de lo siguiente:

1. La evaluación de la ejecución de la Ley de presupuesto del ejercicio anterior, comparada con los presupuestos aprobados por la Asamblea nacional, con la explicación de las diferencias ocurridas en materias de ingresos, gastos y resultados financieros.
2. Un documento con las propuestas más relevantes que contendrá el proyecto de Ley de presupuesto para el año siguiente, con indicación del monto general de dicho presupuesto, su correspondencia con las metas macroeconómicas y sociales definidas para el sector público en el marco plurianual del presupuesto y la sostenibilidad de las mismas, a los fines de proporcionar la base de discusión de dicho proyecto de Ley.
3. La Cuenta Ahorro-Inversión-Financiamiento y las estimaciones agregadas de gasto para los dos años siguientes, de conformidad con las proyecciones macroeconómicas actualizadas y la sostenibilidad de las mismas, de acuerdo con las limitaciones establecidas en la Ley del marco plurianual del presupuesto.

La Asamblea Nacional comunicará al Ejecutivo Nacional el acuerdo resultante de las deliberaciones efectuadas sobre el informe global a que se refiere este artículo, antes del 15 de agosto de cada año.