REPÚBLICA BOLIVARIANA DE VENEZUELA

MARCO PLURIANUAL DEL PRESUPUESTO 2014-2016

MARCO PLURIANUAL DEL PRESUPUESTO 2014-2016

Capítulo 1

RESUMEN EJECUTIVO

Marco Plurianual del Presupuesto 2014-2016

Resumen Ejecutivo

El Marco Plurianual del Presupuesto (MPP) para el período 2014-2016 propone el conjunto de reglas macrofiscales que servirán de referencia para la elaboración de los presupuestos anuales de este trienio, ello en virtud de lo establecido en la Constitución de la República Bolivariana de Venezuela y en la Ley Orgánica de Administración Financiera del Sector Público.

Se viene transitando un período de crecimiento económico que es necesario mantener y apuntalar a los fines de continuar generando las condiciones propicias para una mejor calidad de vida del pueblo venezolano.

El Plan de la Patria para la Gestión Bolivariana Socialista 2013-2019, es la guía para el diseño de las políticas públicas orientadas al logro de dicho objetivo, donde la política fiscal, articulada con el resto, constituye un importante instrumento mediante el cual se ejecuta la acción del Gobierno Nacional. Las reglas de comportamiento establecidas en el Marco Plurianual del Presupuesto permiten compatibilizar los objetivos de las políticas públicas con el mantenimiento de un nivel de deuda pública sostenible. Las restricciones asociadas a estas reglas tienen en este período un carácter informativo y no vinculante.

El MPP 2014-2016 está realizado con base en la estimación de un crecimiento económico producto de una gestión articulada y efectiva de la política económica, que favorece su sostenibilidad y la generación de fuentes de producción diversificadas.

El papel protagónico del poder popular para la planificación y ejecución de políticas es la pieza fundamental para conducir la estrategia económica que busca desde lo productivo sentar las bases para la creación de riqueza en el mediano y largo plazo.

Este documento presenta el desarrollo de las reglas macrofiscales de resultado primario, límite de gasto y límite de endeudamiento, cuya trayectoria estimada permite mantener cierta holgura para la ejecución de una política fiscal orientada al crecimiento económico sostenido con mayor bienestar social. Dichas reglas se sustentan en las características estructurales de la economía venezolana con sus componentes petrolero y no petrolero, sobre las cuales el Gobierno nacional constituye el principal canal de transmisión de la renta petrolera al resto de la economía nacional.

Por último, el documento muestra que para el período 2014-2016 pueden cumplirse las metas de sostenibilidad y solvencia de las finanzas públicas establecidas, sin necesidad de realizar cambios en el direccionamiento de la política fiscal que puedan comprometer los objetivos de bienestar social a la población venezolana, dados unos supuestos sobre la trayectoria de ingresos petroleros, crecimiento económico, entre otras variables macroeconómicas relevantes,.

ÍNDICE DE CONTENIDO

Marco Plurianual del Presupuesto 2014-2016

Índice

Capítulo 1. Introducción 9

Capítulo 2 Objetivo de los estudios de solvencia y sostenibilidad 13

Capítulo 3 Análisis preliminar de los resultados del período 2011-2013 17

Capítulo 4 Objetivos de política económica en el MPP 2014-2016 21

Capítulo 5 Situación y perspectivas macroeconómicas 2014-2016 25

Capítulo 6 Estudios de sostenibilidad fiscal y reglas macrofiscales 29

Capítulo 7 Estudio de solvencia 35

Capítulo 8 Cuenta Ahorro- Inversión – Financiamiento (CAIF) 2014-2016 41

Anexos 45

- Anexo A Ingreso petrolero y volatilidad 47
- Anexo B Tasa de descuento de largo plazo 51
- Anexo C Análisis fiscal 53
- Anexo D Marco legal 59

Capítulo 1
INTRODUCCIÓN

Marco Plurianual del Presupuesto 2014-2016

1. Introducción

El Marco Plurianual del Presupuesto (MPP), constituye un instrumento guía para la gestión de política económica de manera armonizada con los lineamientos establecidos en el Plan de la Patria para la Gestión Bolivariana Socialista 2013-2019.

El marco legal vigente, establece que el Gobierno Nacional debe presentar a la Asamblea Nacional el Marco Plurianual del Presupuesto del período 2014-2016 (MPP 2014-2016), antes del próximo 15 de Octubre de 2013.

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 año del período constitucional de la Presidencia de la República. El primer MPP correspondió al período 2002-2004, el segundo al período 2005-2007, el tercero al lapso 2008-2010 y el cuarto el que corresponde al actual período 2011-2013, todos los cuales han sido de carácter informativo.

Los efectos de la instrumentación de acciones coordinadas con base en este marco de actuación favorecen la credibilidad y confianza de los agentes económicos, sobre la sostenibilidad en el tiempo del conjunto de políticas económicas y la generación de condiciones favorables para la inversión productiva, así como también, su correspondencia con el cumplimiento en el mediano y largo plazo de los objetivos de política social, para garantizar la continua mejora en las condiciones de vida de la gran mayoría de la población

El análisis técnico de sostenibilidad y solvencia requerido en el MPP 2014-2016, constituye una referencia para el aseguramiento de una gestión fiscal sostenible en el tiempo, con un nivel de gasto público cónsono con los objetivos macroeconómicos y sociales previstos.

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.
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. Equilibrio Ordinario Trienal.

Todos estos factores constituyen la llamada gestión fiscal, la cual es compilada, elaborada y presentada por el Ministerio del Poder Popular de Finanzas, donde el Presupuesto Nacional se constituye como un importante elemento para la elaboración de la gestión fiscal.

Capítulo 2

OBJETIVO DE LOS ESTUDIOS DE SOLVENCIA Y SOSTENIBILIDAD

Marco Plurianual del Presupuesto 2014-2016

2. 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.

El concepto de solvencia se refiere a que, dado el conjunto de políticas del gobierno, la capacidad de pago de éste debe ser al menos mayor que sus obligaciones, mientras que el concepto de sostenibilidad indica que si el conjunto de políticas no implica un incremento desmedido de la deuda en el tiempo, entonces la política fiscal es sostenible.

Las llamadas reglas macrofiscales cumplen funciones específicas de estabilización de la economía como límites cuantitativos a las operaciones financieras del gobierno. El conjunto de reglas macrofiscales deben caracterizarse por:

i.) Contracíclicas: Deben asegurar la solvencia del Estado a la vez de ser capaz de mitigar las alteraciones en la tendencia en el crecimiento de la economía. 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.

iii.) Creíbles: Las reglas requieren de la lógica y consistencia cuantitativa.

iv.) Claras y consistentes: Las reglas deben mantener su consistencia intertemporal, y deben presentar explícitamente las consecuencias de su incumplimiento.

v.) Viables 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 en cuanto a la generación de expectativas más favorables sobre la economía, lo cual facilita la aplicación de un plan de desarrollo y de una estrategia económica determinada. El MPP 2014-2016 constituye el elemento agrupador del conjunto de reglas, las cuales incluyen al equilibrio ordinario trienal[1], el mínimo resultado primario sostenible, el límite máximo de gasto y el límite máximo de endeudamiento.

[1] La sumatoria de cada uno de los tres años expresada como porcentaje del PIB no debe ser negativo.

Capítulo 3

ANÁLISIS PRELIMINAR DE LOS RESULTADOS DEL PERÍODO 2011-2013

Marco Plurianual del Presupuesto 2014-2016

3. Análisis preliminar de los resultados del período 2011-2013

El desempeño de la actividad económica durante los primeros años del MPP vigente, fue superior al establecido como meta, al observarse durante 2011 una recuperación más vigorosa de lo previsto — luego de la recesión de 2009-2010 — y al registrarse una importante expansión del PIB de 5,6% en 2012. En 2013, la economía nacional se encamina a cerrar con un crecimiento más moderado al inicialmente previsto, no obstante esta desaceleración, el ritmo de expansión anual promedio del producto durante el período del MPP 2011-2013 se ubicaría en torno a 4,0 – 4,5%.

Esta positiva evolución económica ha sido favorecida, en buena medida, por el significativo impulso ofrecido por el gasto gubernamental, especialmente el dirigido a la inversión, cuyos efectos dinamizadores sobre la oferta y la demanda interna se reflejaron en un crecimiento generalizado de la actividad productiva. Particularmente notorio ha sido el auge, dentro de los distintos componentes del PIB, de los servicios prestados por el Gobierno, en especial los destinados a educación y salud. El valor agregado generado por estos servicios aumentó a una tasa anual de 4,6% entre 2011 y 2013, y acumuló un total de 11 años consecutivos de crecimiento.

El esfuerzo fiscal llevado a cabo implicó, no obstante, un ascenso de los niveles reales de gasto superior al registrado por los ingresos, con lo cual el resultado primario del Gobierno central se mantuvo deficitario, aunque en niveles sumamente bajos como porcentaje del PIB (ver Tabla 1).

Tabla 1
Resultados del MPP 2011-2013

Conceptos	2011	2012	2013
Ingreso real total (Var. %)	26,9	27,7	25,1
Gasto real total (Var. %)	29,1	32,5	28,8
Resultado primario (% del PIB)	-0,1	-2,1	-0,7
Resultado ordinario (% del PIB)	2,2	1,3	1,7
Endeudamiento neto (% del PIB)	6,0	5,2	5,3

La necesidad de promover el crecimiento y acometer, al mismo tiempo, importantes proyectos de inversión orientados a mejorar el bienestar de la población — como los enmarcados, por ejemplo, en la Gran Misión Vivienda Venezuela —, fue atendida utilizando los mayores recursos fiscales generados por la expansión económica y los excedentes provenientes de la explotación petrolera, así como también aumentando los niveles de endeudamiento neto gubernamentales.

En lo relativo a los ingresos fiscales petroleros, éstos se incrementaron de manera sustancial al comienzo del período, al revertirse la caída experimentada por los precios internacionales del crudo a raíz de la crisis financiera y económica mundial de 2008-2009. Esta recuperación en los términos de intercambio del país no sólo favoreció un mayor nivel de inversión pública, sino que además contribuyó a elevar la oferta global de divisas oficiales que requería el mayor ritmo de crecimiento económico doméstico.

Además, el bajo nivel de la deuda del gobierno central con respecto al tamaño de la economía y la acumulación de activos gubernamentales en distintos fondos de inversión permitió implementar una dinámica estrategia de manejo de portafolio durante el período de vigencia del MPP. De esta manera, los niveles de endeudamiento neto observados entre 2011 y 2013 llevaron consigo un incremento relativamente leve de la relación deuda/PIB del gobierno central, y se registró también un favorable cambio en la composición de la deuda a favor de las obligaciones internas en lugar de las externas.

Capítulo 4

OBJETIVOS DE POLÍTICA ECONÓMICA EN EL MPP 2014-2016

Marco Plurianual del Presupuesto 2014-2016

4. Objetivos de Política Económica en el Marco Plurianual del Presupuesto 2014-2016

El Plan de la Patria para la Gestión Bolivariana Socialista 2013-2019 establece los lineamientos generales que deben guiar el diseño de la política económica plasmada en el MPP del trienio 2014-2016. En este plan de desarrollo se plantea la necesidad de continuar el proceso de transición al socialismo y de profundización de la democracia participativa y protagónica. Para este objetivo, la política económica debe procurar generar y consolidar nuevas formas de planificación y producción de la vida material del pueblo venezolano.

En particular, la principal línea estratégica del plan de desarrollo busca propulsar la transformación del sistema económico, en función de la transición al socialismo bolivariano, trascendiendo el modelo rentista petrolero capitalista hacia el modelo económico productivo socialista, basado en el desarrollo de las fuerzas productivas. Esto se traduciría en la conformación de una economía más diversificada, con una mayor capacidad de exportación de bienes y servicios no tradicionales.

A este respecto, el programa contempla preservar y consolidar la soberanía sobre los recursos petroleros y demás recursos naturales estratégicos; lograr la soberanía alimentaria para garantizar el sagrado derecho a la alimentación; desarrollar nuestras capacidades científico-tecnológicas vinculadas a las necesidades del pueblo; y fortalecer el poder defensivo nacional para proteger la Independencia y la soberanía nacional, asegurando los recursos y riquezas de nuestro país para las futuras generaciones.

Para cumplir los objetivos nacionales establecidos en el plan de desarrollo, la política económica propiciará el desarrollo del país y el bienestar de sus ciudadanos, a través de un crecimiento económico sostenido, mediante la articulación de las políticas fiscal, social, monetaria, cambiaria, financiera, precios e industrial, las cuales servirán de instrumento para seguir mejorando las condiciones de vida, disminuyendo los niveles de pobreza. Estos objetivos encuentran su expresión cuantitativa mediante la gestión fiscal y el manejo de los distintos instrumentos de política económica, además de los distintos indicadores sociales que sirven de base para la evaluación de las Metas del Milenio.

El diseño del MPP se basa en la evaluación de 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.

Capítulo 5

SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS 2014-2016

Marco Plurianual del Presupuesto 2014-2016

5. Situación y Perspectivas Macroeconómicas 2014-2016

La economía venezolana muestra un crecimiento económico que se ha prolongado por 11 trimestres consecutivos hasta el segundo trimestre de 2013, tendencia que se mantendrá en lo que resta de este año. El MPP 2014-2016 prevé el mantenimiento de un crecimiento económico positivo y sostenido, sustentado en la expansión del sector no petrolero y petrolero.

En el ámbito petrolero, el crecimiento del valor agregado de esta importante industria responderá a las metas previstas en el Plan Siembra Petrolera 2013-2019, el cual supone un incremento de la producción, en la medida en que se incorpore el crudo proveniente de la Faja Petrolífera del Orinoco. Asimismo, se plantea elevar la capacidad de refinación en el sistema nacional, la producción de gas y desarrollar de forma sistemática y sustentable la capacidad industrial de bienes y servicios requeridos por las actividades medulares de hidrocarburos.

En cuanto a los precios del petróleo previstos en los próximos años, se estiman valores por encima de los USD/b 90, no obstante que se mantenga la sobreoferta que ha prevalecido en el mercado en los últimos dos años y continúe la disminución de la prima de riesgo asociada a los conflictos geopolíticos del Medio Oriente.

Por su parte, el impulso a la actividad económica no petrolera vendrá dado por la ejecución de políticas sectoriales que permitan avanzar en la diversificación de la economía venezolana y en la generación de nuevas capacidades productivas. La política económica promoverá la actividad de sectores estratégicos mediante el uso de fondos de inversión, mejoras en la asignación de divisas, mayor eficiencia en la asignación del crédito y el mantenimiento del gasto público hacia infraestructura, servicios básicos, transporte y otros componentes que coadyuven al crecimiento de la inversión privada.

Tabla 2

Perspectivas Macroeconómicas 2014-2016

Conceptos	2014	2015	2016
PIB Real (var.% anual)	4,0-6,0	4,0-6,0	4,0-6,0

Capítulo 6

ESTUDIO DE SOSTENIBILIDAD FISCAL Y REGLAS MACROFISCALES 2014-2016

Marco Plurianual del Presupuesto 2014-2016

6. Estudio de Sostenibilidad Fiscal y Reglas Macrofiscales

La política fiscal sostenible es aquella que puede ser mantenida indefinidamente en el tiempo sin generar un crecimiento sostenido del saldo de la deuda y tiene su expresión cuantitativa en la gestión fiscal. Vale la pena resaltar, que para propósitos de este estudio, la gestión fiscal se presenta en términos de base caja, difiriendo por tanto de 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 y servicios públicos y de redistribución del ingreso nacional. En este sentido, surge el problema de optimizar el gasto sujeto a la restricción intertemporal del ingreso, ante la necesidad de proveer las condiciones para el crecimiento económico.

El mecanismo para determinar la sostenibilidad de la deuda, parte de la llamada restricción fiscal según la cual el resultado financiero, superávit o déficit, medido como la diferencia entre ingresos (I_t) y gasto primario (G_t) más intereses (iD_{t-1}, tasa de interés i y saldo de la deuda al cierre del período anterior), debe ser igual al endeudamiento neto, equivalente al negativo de la variación en el saldo de la deuda (D_t-D_{t-1}).

Si separamos por componentes internos y externos, mediante el manejo algebraico de ciertas relaciones económicas podemos llegar a reescribir la expresión de esta restricción fiscal en términos macroeconómicos, en función del crecimiento del PIB no petrolero (y), la tasa de variación del tipo de cambio real (s) y la tasa de interés real en moneda externa (r^x), en conjunto con el saldo de la deuda, los ingresos de origen externo (petroleros), los ingresos fiscales internos y el gasto primario, todos como proporción del PIB no petrolero (respectivamente: d_t, e^x_t, e_t y g_t).

$$\underbrace{\overbrace{I_t - G_t}^{Resultado\ Primario} - i \cdot D_{t-1}}_{Resultado\ Financiero\ Global} = -(D_t - D_{t-1}) \rightarrow \overbrace{\underbrace{\hat{e}_t^x \frac{1+\dot{s}}{1+\dot{y}}}_{Ingreso\ Petrolero} + \underbrace{e_t - g_t}_{\substack{Resultado\ Primario \\ No\ petrolero\ o\ Interno}}}^{Resultado\ Primario} = -d_t + d_{t-1}\frac{(1+r^x)\cdot(1+\dot{s})}{1+\dot{y}}$$

La sostenibilidad implica que el saldo de la deuda entre dos períodos debe permanecer estable, es decir, que el saldo en el período actual como proporción del PIB no petrolero (d_t) debe ser igual al saldo en el período anterior (d_{t-1})[2]. De esta forma dado que el saldo de la deuda constituye una constante solo quedan dos elementos: el ingreso petrolero y el resultado primario no petrolero.

Como el primero es una variable exógena (debido al efecto de los precios del petróleo), es posible solucionar para el nivel de resultado primario no petrolero objetivo, como indicador de sostenibilidad, dado el nivel conocido de la deuda.

Denominando Φ_t al resultado primario no petrolero (e_t menos g_t), el valor de ésta que asegura la estabilidad viene dado por:

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

$$\Phi_t = d_{t-1}\frac{r^x + \dot{s} - \dot{y}}{1+\dot{y}} - \hat{e}_t^x \frac{1+\dot{s}}{1+\dot{y}}$$

El índice de sostenibilidad se obtiene al comparar el resultado primario no petrolero observado o proyectado con el resultado primario sostenible determinado por Φ_t.

$$\text{índice de Sostenibilidad} = rpnp_t^{Observado} - \varphi_t = \begin{cases} > 0 \text{ Sostenible} \\ = 0 \text{ Equilibrio} \\ < 0 \text{ Insostenible} \end{cases}$$

En la Tabla 3, se presenta el índice de sostenibilidad para el período 2014-2016, donde se evidencia que la gestión fiscal es sostenible. Sin embargo, la holgura en las finanzas públicas para el final del período se va reduciendo levemente, lo que implicaría también un moderado esfuerzo en mejorar el resultado primario no petrolero.

En este sentido, el déficit fiscal total no petrolero como porcentaje del PIB debería ajustarse en aproximadamente 1,5% entre 2014 y 2016, dado un incremento en los ingresos no petroleros estimados en 0,7 puntos porcentuales del PIB

TABLA 3

Índice de Sostenibilidad y Mínimo Resultado No Petrolero Primario 2014-2016

Conceptos	2014	2015	2016
Índice de Sostenibilidad (proyectado menos sostenible)	0,8	0,8	0,5
Resultado No Petrolero Primario Proyectado (PIBNP%)	-16,2	-15,5	-14,5
Resultado No Petrolero Primario Sostenible (PIBNP%)	-17,1	-16,2	-15,0
Resultado no Petrolero Primario Mínimo (PIB%)	-13,2	-12,6	-11,7
Resultado No Petrolero Mínimo (PIB%)	-17,0	-16,4	-15,5

En atención al punto 2 del art. 25 de la LOAFSP, que requiere la indicación del Resultado Financiero No Petrolero Mínimo como porcentaje del PIB, éste se estima sobre la base del valor calculado del resultado primario no petrolero (Φt), al agregarle al resultado primario los intereses de la deuda proyectados.

En la Tabla 4, se muestra en atención al mismo punto 2 del art. 25 de la LOAFSP, la indicación del Resultado Primario Mínimo como porcentaje del PIB, el cual es calculado a partir del valor del resultado primario no petrolero (Φt), al agregarle los ingresos petroleros proyectados y estimarlos como proporción del PIB total.

Dado que los ingresos petroleros proyectados entre 2014 y 2016 se mantienen estables en alrededor de 11% del PIB y como porcentaje del PIB no petrolero disminuyen en 0,3 puntos porcentuales, el déficit primario mínimo disminuye, lo cual requeriría de una gestión fiscal cada vez menos deficitaria.

TABLA 4			
Resultado Primario Mínimo o Sostenible 2014-2016			
Conceptos	**2014**	**2015**	**2016**
Resultado Primario Sostenible (PIBNP %)	-2,7	-2,0	-0,9
Resultado No Petrolero Primario Sostenible (PIBNP %)	-17,1	-16,2	-15,0
Ingreso Petrolero Proyectado (PIBNP %)	14,4	14,2	14,1
Resultado Primario Mínimo (PIB%)	-2,1	-1,5	-0,7

En la Tabla 5, se muestra en cumplimiento directo del art. 25 de la LOAFSP el Límite Máximo de Gasto, el cual es determinado al deducirle el resultado primario sostenible a los ingresos totales y agregarle el pago de intereses sobre la deuda; finalmente se calcula como proporción del PIB total.

Dada la estimación de ingresos totales para el período 2014 y 2016, el límite máximo de gasto debe disminuir en 0,8 puntos porcentuales del PIB para garantizar el menor nivel de déficit requerido al final del período.

TABLA 5			
Límite Máximo de Gasto 2014-2016			
Conceptos	**2014**	**2015**	**2016**
Gasto Primario Sostenible (PIBNP %)	34,1	33,6	32,8
Resultado Primario Sostenible (PIBNP %)	-2,7	-2,0	-0,9
Ingresos Proyectados (PIBNP %)	31,4	31,6	31,8
Intereses de la Deuda Proyectados (PIBNP %)	3,8	3,8	3,9
Límite Máximo de Gasto (PIB%)	29,3	29,0	28,5

En la Tabla 6, se muestra en cumplimiento directo del art. 25 de la LOAFSP el Límite Máximo de Endeudamiento, el cual es determinado en términos netos, es decir endeudamiento bruto menos amortización.

Para este período el financiamiento del déficit público es realizado en gran medida a través de cambios en el nivel neto de pasivos. Entre 2014 y 2016 el límite máximo de endeudamiento disminuye como consecuencia del menor déficit requerido para garantizar la sostenibilidad fiscal.

TABLA 6			
Límite Máximo de Endeudamiento 2014-2016			
Conceptos	**2014**	**2015**	**2016**
Necesidades Netas de Financiamiento (PIBNP%)	6,5	5,8	4,8
Ingreso Proyectado (PIBNP%)	31,4	31,6	31,8
Gasto Primario Sostenible (PIBNP%)	34,1	33,6	32,8
Intereses de la Deuda Proyectados (PIBNP%)	3,8	3,8	3,9
Límite Máximo de Endeudamiento (PIB%)	4,4	4,0	3,4

Se puede concluir, que las metas establecidas para la garantía de la sostenibilidad de las finanzas públicas, pueden ser cumplidas sin que ello implique cambios en la direccionalidad de la política fiscal, la cual además de tener objetivos de estabilidad macroeconómica, da una enorme importancia a la estabilidad social.

Capítulo 7

ESTUDIO DE SOLVENCIA

Marco Plurianual del Presupuesto 2014-2016

7. Estudio de Solvencia

El análisis de solvencia constituye otro ámbito 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.[3]

El desarrollo del estudio de sostenibilidad elaborado se basa en conocer la capacidad de pago del gobierno y traducir ésta en términos de valor presente, al comparar este valor con el saldo de la deuda existente se determina si existe o no margen de solvencia. En tal sentido el valor presente de dicha capacidad de pago se representa como:

$$\hat{d}_t = \frac{\Phi}{1-\lambda} - \frac{1}{1+r^x}\sum_{i=0}^{\infty}\lambda^{-i}\cdot\hat{e}^x_{t+1+i} \qquad donde \qquad \lambda = \frac{(1+r^x)\cdot(1+\dot{s})}{1+\dot{y}}$$

Donde dt describe el monto máximo de endeudamiento que mantiene la solvencia, del lado derecho el primer término describe el valor presente de mantener un resultado primario no petrolero constante y el segundo elemento del lado derecho describe el valor presente de los ingresos petroleros futuros ($\hat{e}^X$).

El termino λ es la tasa de descuento de la restricción fiscal y se mide aproximadamente como la tasa de interés real, que equivale a la tasa externa r^X y la tasa de cambio del tipo de cambio real (S), deducido el crecimiento en el PIB no petrolero (y). Para propósitos del estudio éstas se consideran contantes y se aclara que a largo plazo la tasa de variación del tipo de cambio real debe ser igual a cero.

En este caso el término Φ, representa una regla de resultado primario no petrolero y en tal sentido sirve para señalar el conjunto de políticas económicas.

La condición de solvencia requiere que el saldo observado de la deuda sea igual o menor al saldo de equilibrio, es decir.[4]

$$d_t^{observado} \leq \hat{d}_t = \frac{\Phi}{1-\lambda} - \frac{1}{1+r^x}\sum_{i=0}^{\infty}\lambda^{-i}\cdot\hat{e}^x_{t+1+i} \quad Solvente$$

$$d_t^{observado} > \hat{d}_t \qquad Insolvente$$

[3] A nivel de sistemas la sostenibilidad y la solvencia constituyen el primal y el dual de un problema.

[4] Como 1-λ es negativo, el primer término se corresponde al valor presente de gasto primario menos ingresos no petroleros, es decir mide el déficit como un valor positivo, lo cual es consistente con el signo negativo del ingreso petrolero.

El principal inconveniente del estudio radica en conocer el valor presente del ingreso petrolero, el cual es un tema de difícil consenso. En líneas generales, atendiendo a las propiedades estadísticas de la expresión $\hat{e}^X$ podemos asumir que la media histórica sea representativa y que pese a la volatilidad dicho proceso estadístico posee reversión a la media y equilibrio de largo plazo.

En cada uno de estos casos se excluye de la evaluación la valoración de los activos reales del Estado como son propiedad de empresas y propiedad de recursos naturales. Adicionalmente se han excluido elementos tradicionales del análisis de solvencia y sostenibilidad como el señoreaje, el impuesto inflacionario y las reservas internacionales, debido a que en Venezuela la emisión de dinero recae en el BCV, el cual por balance debe mantener equilibrio entre activos y pasivos monetarios y no monetarios.

TABLA 7

Posición Financiera Neta del Gobierno Central y FONDEN

Conceptos	**2012**
Posición Financiera Neta (% PIB)	**-17,3**
Activos Financieros	**8,8**
En M/N	6,2
Tesorería	2,7
Otras cuentas en el BCV	0,5
Depósitos en el Sistema Financiero	1,0
Fideicomisos en el Sistema Financiero	1,9
En M/E	2,6
FONDEN	2,0
Otros Activos	0,5
Pasivos Financieros	**26,1**
Saldo de Deuda Interna	14,1
Saldo de Deuda Externa	11,9

En cuanto a la tasa de descuento λ, asumiendo que la tasa de descuento en moneda externa es de 6.8% y un crecimiento del PIB no petrolero de largo plazo de 5%, manteniendo el tipo de cambio real constante en términos reales, la tasa de descuento se corresponde a λ=1.0172.

En cuanto al ingreso petrolero de largo plazo, se asume un escenario donde la combinación de precio y volumen de exportación pueda sostener un ingreso fiscal de aproximadamente 14 puntos del PIB no petrolero, haciéndolo consistente con la proyección del último año del presente Marco Plurianual de Presupuesto. Este nivel de ingresos fiscales petroleros se puede considerar prudente en función del promedio de los últimos nueve años, el cual alcanzó 18,7 % del PIBNP.

Sobre esta referencia asumimos que dado λ, el valor presente esperado de los ingresos petroleros es de 826% del PIB no petrolero, descontado por el inverso de la tasa bruta externa r^X, este valor se reduciría a 773% del PIB no petrolero.

Si establecemos como objetivo de política económica un déficit no petrolero primario de 12.6% del PIB no petrolero, el valor presente esperado de dicho déficit sería de 730% del PIB no petrolero, es decir existiría un margen de solvencia de 43,5% del PIB no petrolero.

En términos del PIB total este valor alcanzaría a los 33,6%, el cual debe ser comparado con la medición observada del valor de la deuda. En el supuesto de que el saldo y composición de la deuda en términos del PIB total permanezca constante entre 2012 y 2013, debemos evaluar dos posibles mediciones de la variable dt:

a) Posición financiera neta del Gobierno Central y FONDEN y

b) Saldo de la deuda del Gobierno Central

En cada una de estas mediciones el valor presente de los resultados financieros primarios de 33,6% del PIB, resulta superior a estas dos medidas, las cuales fueron mostradas en la Tabla 7.

Capítulo 8

CUENTA AHORRO – INVESIÓN – FINANCIAMIENTO 2014-2016

Marco Plurianual del Presupuesto 2014-2016

8. Cuenta Ahorro – Inversión – Financiamiento (CAIF) 2014-2016

La Cuenta Ahorro-Inversión-Financiamiento (CAIF), constituye una forma de presentación de la gestión fiscal. La diferencia entre el ingreso y el gasto corriente genera el ahorro del Gobierno, mientras que 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, y con el conjunto de reglas macrofiscales, debido a que ha sido estimada de forma iterativa a la estimación de las variables macroeconómicas endógenas y exógenas.

TABLA 8

Cuenta Ahorro-Inversión-Financiamiento (CAIF) del Gobierno Central y Fonden (PIB%)

Conceptos	2014	2015	2016
INGRESOS	24,3	24,5	24,8
Petroleros	11,1	11,0	11,0
No Petroleros	13,1	13,5	13,8
GASTO	28,6	28,4	28,2
CORRIENTE	21,3	21,1	21,0
Intereses	2,9	3,0	3,0
Otro Gasto Corriente	18,3	18,1	18,0
CAPITAL	7,4	7,3	7,2
Inversión Directa	5,1	5,1	4,9
Otro Gasto de Capital	2,2	2,2	2,3
Resultado Primario	-1,4	-0,9	-0,4
Resultado No Petrolero	-15,5	-15,0	-14,3
Resultado Ordinario	0,8	1,2	1,6
Resultado Financiero	-4,4	-3,9	-3,4
FINANCIAMIENTO	4,4	3,9	3,4
Endeudamiento Neto	3,7	3,4	3,1
Otro Financiamiento	0,6	0,5	0,3

La estimación de la gestión fiscal entre 2014 y 2016 proyecta una mejora en las diferentes mediciones del déficit.

ANEXOS

Marco Plurianual del Presupuesto 2014-2016

ANEXO A

INGRESO PETROLERO Y VOLATILIDAD

El precio del petróleo ha mostrado cambios significativos en su volatilidad. Al observar el coeficiente de variación por décadas, desde 1950 a la actualidad, la mayor volatilidad se registró en el período 1970-1979. En esta década, el denominado primer choque petrolero ocasionó un alza en el precio de la Cesta Petrolera de Venezuela (CPV) de 184% entre 1973 y 1974, cuando se elevó a USD/b 10,5 promedio para este último año.

Posteriormente, el segundo período con mayor volatilidad corresponde a la década 2000-2009, época caracterizada por una primera fase de ciclo alcista de los precios de las materias primas, de bajas tasas de interés globales y un incremento generalizado de los precios de los activos en todo el mundo. Posteriormente, el inicio de la crisis financiera global en 2008 generó un colapso de los precios del petróleo, los cuales alcanzaron su mínimo en diciembre de ese año. En esta oportunidad, la elevada volatilidad también se asocia a elementos financieros, que a su vez han permitido sustentar la teoría de la financiarización y su reciente efecto en los precios del petróleo.

En 2013, la volatilidad de la serie mensual nos revela que en abril se registraron los cambios en el precio del petróleo más significativos. Para el segundo trimestre de este año se elevaron los temores asociados a una confrontación entre Irán y las potencias mundiales debido al desacuerdo sobre su programa nuclear. De igual manera, se experimentó una escalada en el conflicto interno de Siria, en medio de declaraciones del Gobierno de Estados Unidos sobre una intervención directa en ese país. A partir del tercer trimestre, estos temores se han reducido en virtud de la mayor disposición de los actores a llegar a acuerdos que solventen esta situación. No obstante, la preponderancia de elementos geopolíticos sobre la volatilidad del precio en 2013 está relacionada con el contexto actual de señales mixtas sobre el desempeño de la economía mundial, lo que elevó la preocupación de los mercados sobre un eventual corte del suministro global.

Sin embargo, a continuación se esbozan los elementos que habrían incrementado la volatilidad de los precios del petróleo a partir del año 2000.

- **Financiarización de la economía y su efecto en el mercado petrolero**.

  El incremento que se ha observado en el volumen de capital invertido en los mercados financieros de petróleo ha afectado negativamente la dinámica del comportamiento del precio del crudo. Se han registrado aumentos del número de contratos financieros abiertos de petróleo, así como en los montos negociados.

  La producción anual de petróleo se ubicó en 2012 alrededor de 33.178 millones de barriles a nivel global, mientras que de acuerdo a estimaciones del BCV, el número de contratos abiertos al cierre representa en términos de barriles, alrededor de 153.526 millones de barriles, casi cinco veces más que la producción física[5]. Estos elementos

[5] Estimaciones sobre los contratos abiertos realizadas por la Oficina de Estudios Internacionales (BCV), que obedecen al contrato de referencia del *West Texas Intermediate* futuro a un mes.

alimentan la tesis de que el precio del petróleo se ve influenciado por factores de índole financiera, debilitando el efecto que ejercen los fundamentos del mercado sobre el comportamiento del precio.

TABLA 1

Volumen de operaciones petroleras en los mercados financieros 2004-2012

	Número de contratos	Variación anual	Posiciones largas especulativas 2/	Posiciones netas especulativas 3/	Montos negociados (Millardos de USD) 4/
2012	153.526.703	-8,8%	27.839.700	12.464.062	14.440,7
2011	168.400.339	2,8%	27.873.729	13.409.120	15.972,8
2010	163.801.627	6,4%	23.583.208	7.302.838	13.022,2
2009	153.958.182	0,9%	18.322.156	3.153.375	9.537,7
2008	152.658.659	21,9%	16.847.401	2.524.867	15.215,5
2007	125.208.041	38,3%	15.998.487	4.707.416	9.045,0
2006	90.507.652	29,4%	12.833.710	1.469.950	6.000,7
2005	69.920.145	30,1%	10.175.795	131.651	3.956,1
2004	53.759.396	24,5%	10.211.970	2.110.355	2.226,7

Fuente: Commodity Futures Trading Commission (CFTC), Bloomberg, Reuters, Nymex y cálculos propios.

1/ Referido a una muestra del principal contrato de opciones y futuros negociado en Nueva York y Reino Unido, reportada ante la CFTC .

2/ Incluye el apartado de posiciones largas no reportables, según lo define la CFTC.

3/ Incluye el apartado de posiciones largas y cortas no reportables, según lo define la CFTC.

4/ Cálculos propios OEI considerando el precio promedio del crudo referencial.

- **Mayor incertidumbre sobre el panorama económico global y menor estabilidad financiera.**

Desde la reciente crisis financiera (2008-2013), se han incrementado los temores asociados a los desequilibrios de las economías tanto industrializadas como emergentes. Entre los elementos que han significado riesgos a la baja del crecimiento, podemos citar: 1) desequilibrios de balanza de pagos, 2) tipos de cambio subvaluados artificialmente para incrementar competitividad externa (Guerra de Divisas), 3) entradas y salidas de capitales significativas y de corto plazo en economías emergentes (Brasil, Chile y Colombia, entre otros), 4) crisis financiera y fiscal de la Eurozona (Grecia, Irlanda y Chipre, entre otros), 5) desaceleración de los motores del crecimiento económico global (China, India y otros países emergentes) y 6) políticas monetarias ultra expansivas que han generado un exceso de liquidez en los mercados. Estos elementos de incertidumbre permanecen latentes en el contexto económico global y las expectativas futuras sobre la actividad económica y en consecuencia, sobre la demanda de petróleo.

Gráfico A.1

Evolución histórica de los ingresos por exportaciones petroleras y volatilidad[6]
1950-2012

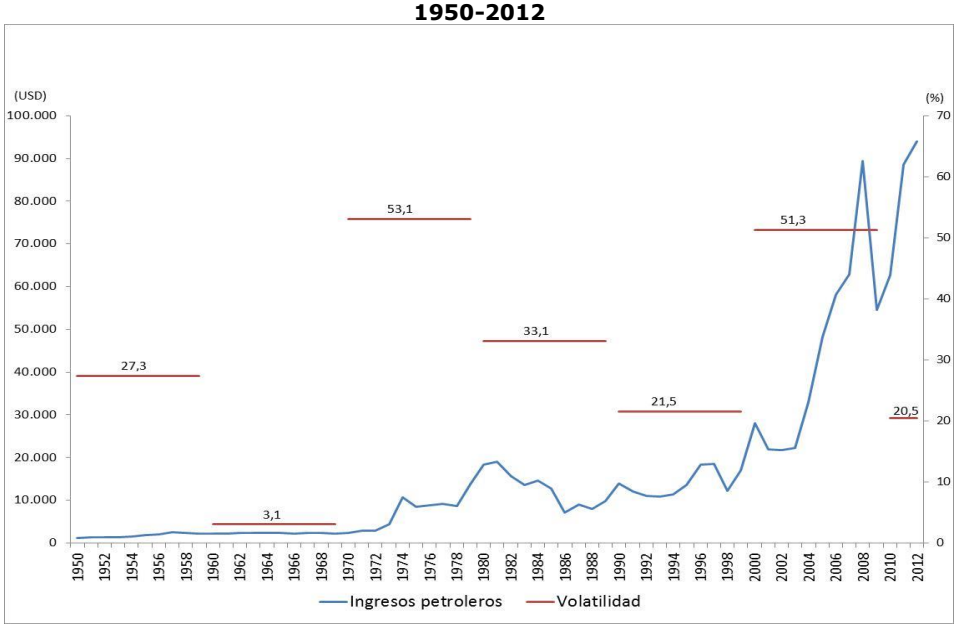
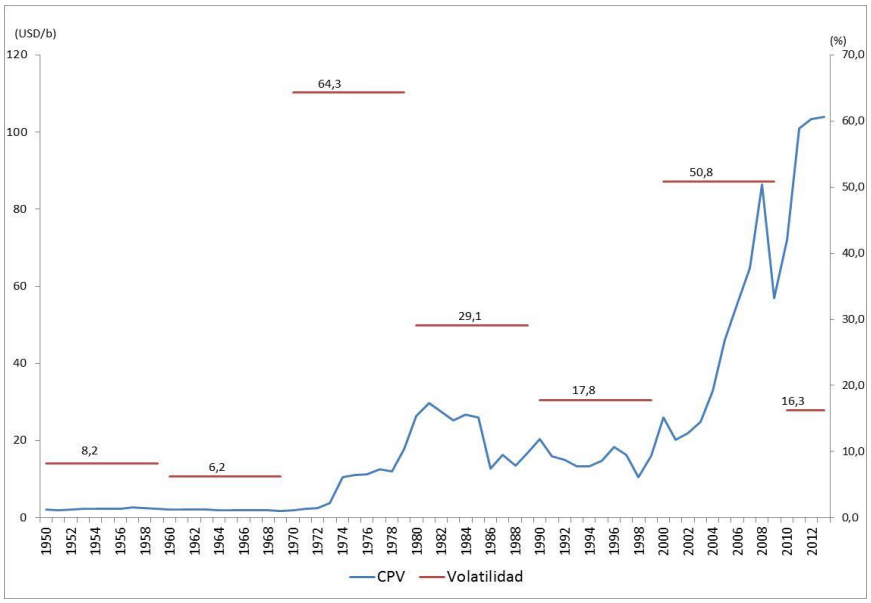


Gráfico A.2

Evolución histórica del precio de la Cesta Petrolera de Venezuela y volatilidad
1950-2013



[6] La volatilidad fue calculada mediante el Coeficiente de Variación, estimado para períodos de diez años.

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, por lo cual es necesario establecer un supuesto sobre el valor de dicha tasa.

Una forma de aproximarse a este valor, es mediante el rendimiento exigido por los inversionistas al momento de adquirir los bonos de la República denominados y pagaderos en moneda extranjera, la diferencia entre este rendimiento con respecto a un bono con riesgo cercano a cero[1], representaría el valor de la prima de riesgo (γ_V).

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

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 .

Esta prima de riesgo en términos reales se determina como la diferencia de esta tasa y la inflación esperada, es decir $r_V = r_{libre} - E(\pi^*) + \gamma_V$

En el MPP del período 2011-2013, utilizó por razones de comparabilidad una tasa de descuento de largo plazo de 6,7% real, ya que esta misma tasa ha sido utilizada en los dos Marcos Plurianuales anteriores.

La actual coyuntura económica mundial sigue estando bajo ciertos efectos de la crisis económica y financiera internacional de 2008 y su posterior desencadenamiento en crisis de deuda soberana en algunos países, debido a las presiones que sobre las finanzas públicas generaron tanto los rescates bancarios como por la activación de políticas anticíclicas. Esta situación, imprime un mayor grado de incertidumbre a la hora de hacer pronósticos sobre el rendimiento de largo plazo.

Por estas dos últimas razones, se consideró apropiado tomar como referencia la tasa de interés implícita de la deuda externa estimada para 2013, la cual al suponer una tasa de inflación externa de largo plazo del 2%, resulta en una tasa de interés real cercana al 6,8%, la cual resulta muy similar a la utilizada en los MPP anteriores.

[1] Rendimiento de los bonos a 10 años del Departamento del Tesoro.

Anexo C

Análisis Fiscal

a. La restricción fiscal

El instrumento básico de la política fiscal es el presupuesto y su expresión efectiva se manifiesta en la gestión fiscal. La gestión fiscal se mide a través del resultado financiero que se calcula como la diferencia entre ingresos (I) y gasto total, al deducirle los intereses (i-D, deuda por la tasa de interés i) se obtiene el resultado primario, el gasto excluido el pago de intereses se denomina gasto primario (G). Este resultado financiero es igual al negativo de la variación de pasivos netos del gobierno $(-(D_t - D_{t-1}))$, expresado en moneda nacional.[8]

$$I_t - i \cdot D_{t-1} - G_t = -(D_t - D_{t-1})$$

La gestión fiscal venezolana se caracteriza por las siguientes particularidades:

1. El ingreso fiscal se origina de la recaudación interna donde la base imponible la constituye el PIB no petrolero, y de una fuente externa que para el análisis se considera exógena[9].

2. Mientras el ingreso proviene de dos fuentes (interna y externa), el gasto se destina exclusivamente al sector interno de la economía.

3. La deuda pública está compuesta por deuda emitida en moneda nacional y en moneda extranjera.

Estas características, sumadas a la construcción del PIB como agregación del PIB petrolero y no petrolero, donde en el primer componente el deflactor de dicho PIB es básicamente el precio del petróleo, el cual tiene poca relación con el sistema de precios interno, lleva a replantear la restricción fiscal en términos del PIB no petrolero, donde su deflactor se aproxima linealmente a la inflación interna.

$$s_t \cdot I_t^x + I_t^n - G_t - i_t^x \cdot s_t \cdot D_{t-1}^X - i_t^n \cdot D_{t-1}^n = -s_t \cdot D_t^x - D_t^n + s_t \cdot D_{t-1}^X + D_{t-1}^n$$

Donde la restricción nominal de la gestión fiscal ha sido reescrita en términos de la moneda de origen, en la cual el supra índice x denota moneda externa y el supra índice n denota

[8] Tradicionalmente se incorpora en la metodología estándar los ingresos por señoreaje y el saldo del dinero base como pasivo, sin embargo en Venezuela el dinero es emitido por el BCV a diferencia de otros países donde la emisión es responsabilidad de las tesorerías. Dado que el BCV es un banco, el pasivo monetario que representa el dinero es respaldado por activos financieros, de ahí que no se incluyan en la restricción al señoreaje, el saldo del dinero base, las reservas internacionales ni ningún otro componente monetario.

[9] Se considera que el precio del petróleo es una variable exógena y a pesar de que los volúmenes de producción no lo son, se asume que tienen una variabilidad muy limitada.

moneda nacional. El término s denota el tipo de cambio nominal que permite expresar toda la ecuación en moneda nacional. Debe notarse que del lado derecho de la expresión la deuda del período anterior es evaluada al tipo de cambio del período contemporáneo, esta expresión nos permite evitar que variaciones en el tipo de cambio de deuda ya emitida impliquen un financiamiento al gasto presente.

Adicionalmente mediante algunas manipulaciones algebraicas y expresando mediante letras minúsculas proporciones sobre el PIB no petrolero, y representando las tasas de variación mediante notación newtoniana (el punto sobre la variable indica la derivada respecto al tiempo), se obtiene:

$$\overbrace{\hat{e}_t^x \frac{1+\dot{s}}{1+\dot{y}} + \underbrace{e_t - g_t}_{\substack{Resultado\ Primario \\ No\ Petrolero\ o\ Interno}}}^{Resultado\ Primario} = -d_t + d_{t-1}\frac{(1+r^x)\cdot(1+\dot{s})}{1+\dot{y}}$$

El primer término del lado izquierdo de la ecuación corresponde a los ingresos petroleros que se expresan de una manera que permita separar los efectos del crecimiento y del tipo de cambio real en el flujo de divisas[10].

En esta expresión se considera la condición de arbitraje entre tasas, la cual 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:

$$1+i = (1+r^x)\cdot(1+E_t\dot{p}^x)\cdot(1+E_t\dot{s}) \rightarrow 1+\mathrm{r} = (1+r^x)\cdot(1+\dot{p}^x)\cdot(1+\dot{s})$$

Por otra parte la "Ley de un solo precio" estipula que en ausencia de restricciones arancelarias, el precio interno y externo de los bienes debe ser igual, y su única diferencia será el valor establecido por el tipo de cambio nominal.[11]

La expresión obtenida para la restricción fiscal ha consolidado los componentes internos y externos de la deuda pública mediante la aplicación de ambas reglas: la condición de arbitraje y la ley de un solo precio.

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

---

[10] $\hat{e}_t^x \frac{1+\dot{s}^r}{1+\dot{y}} = \frac{E_t^x s_{t-1}^r}{y_{t-1}}\frac{1+\dot{s}^r}{1+\dot{y}} \rightarrow = \frac{E_t^x s_t^r}{y_t} \rightarrow = \frac{s_t P_t^x E_t^x}{y_t p_t} \rightarrow \hat{e}_t^x \frac{1+\dot{s}^r}{1+\dot{y}} = \frac{s_t P_t^x E_t^x}{y_t} \rightarrow$ ingreso petrolero sobre PIB no petrolero

[11] Es decir el tipo de cambio real se corresponde a $s_t^r = s_t \cdot P_t^x / P_t$, diferenciando esta expresión en el tiempo obtenemos $(1+\dot{s}_t^r) = (1+\dot{s}_t)\cdot\left(1+\dot{P}_t^x\right)/\left(1+\dot{P}_t\right)$.

puede ser mantenida indefinidamente sin que implique un aumento sostenido del saldo de la deuda.

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 no petrolero, 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 $d_t \leq d_{t-1}$, por lo cual la restricción fiscal de largo plazo queda representada por:

$$\hat{e}_t^x \frac{1+\dot{s}}{1+\dot{y}} + \underbrace{e_t - g_t}_{\Phi_t} = d_{t-1}\left[\frac{(1+r^x)\cdot(1+\dot{s})}{1+\dot{y}} - 1\right]$$

Esta expresión define el déficit primario no petrolero sostenible (Φ_t) como función del saldo de la deuda del período anterior, la tasa de interés real en moneda externa, la variación del tipo de cambio real, la variación del PIB no petrolero real y el ingreso externo.

$$\Phi_t = d_{t-1}\frac{r^x + \dot{s} - \dot{y}}{1+\dot{y}} - \hat{e}_t^x \frac{1+\dot{s}}{1+\dot{y}}$$

El índice de sostenibilidad se determina como la diferencia entre el déficit primario no petrolero observado y el sostenible.

$$\text{índice de Sostenibilidad} = rpnp_t^{Observado} - \varphi_t = \begin{cases} > 0 \; Sostenible \\ = 0 \; Equilibrio \\ < 0 \; Insostenible \end{cases}$$

Esta relación fue utilizada originalmente por Blanchard[12] para desarrollar la idea de los índices de sostenibilidad. La idea original 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 constituyó una primera aproximación a la medición del problema de la sostenibilidad de la gestión fiscal.

En el análisis económico se considera la presencia del ciclo económico mediante la utilización del PIB potencial de la economía, el gasto estructural y la tasa de interés de largo plazo, etc. La medición del índice requiere que todas las variables y coeficientes considerados sean valores de largo plazo.

Al respecto, existen múltiples metodologías para la medición del PIB potencial. Además es necesario establecer supuestos sobre los ingresos petroleros de largo plazo y el gasto estructural del gobierno.

En el caso del índice calculado en este MPP, se ha considerado que el ingreso petrolero constituye el elemento clave por su magnitud y volatilidad, así como su vinculación con la evolución del tipo de cambio real.

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

En cuanto a la variable deuda, ésta debe ser definida de forma más apropiada como la posición financiera neta del gobierno, ya que incluye tanto instrumentos de deuda como bonos, letras y otros préstamos, así como depósitos y otros activos propiedad del gobierno.

c. La condición de solvencia

El análisis de solvencia es por definición un análisis de largo plazo y puede ser interpretado como la trayectoria de todos los valores sostenibles de la restricción presupuestaria en un número finito o infinito de períodos, expresada en términos de valor presente.

La restricción fiscal es una ecuación lineal en diferencias de primer orden, y puede ser despejada para d_t mediante el uso del operador de rezagos.

$$\hat{e}_t^x \frac{1+\dot{s}}{1+\dot{y}} + \varphi_t = -d_t + d_{t-1} \underbrace{\frac{(1+r^x)\cdot(1+\dot{s})}{1+\dot{y}}}_{\lambda}$$

Hemos considerado que la tasa real de interés externa y las tasas de variación del tipo de cambio real y del crecimiento real del PIB no petrolero son constantes (valores de largo plazo). Debido a que el factor lambda (λ) es mayor que la unidad esta expresión es intrínsecamente inestable y, por tanto, debemos transformar esta expresión

$$d_t(1-\lambda L) = \Phi_t + \hat{e}_t^x \frac{\lambda}{1+r^x} + C\lambda^t(1-\lambda L)$$

$$d_t = \frac{1}{1-\lambda L}\frac{(-\lambda L)^{-1}}{(-\lambda L)^{-1}}\left\{\Phi_t + \hat{e}_t^x \frac{\lambda}{1+r^x}\right\} + C\lambda^t(1-\lambda L)$$

Si se supone que el resultado primario no petrolero es un valor constante, entonces el saldo de la deuda como proporción del PIB no petrolero en el período t es igual a la diferencia entre el valor presente del resultado primario no petrolero constante de largo plazo y el valor presente de los ingresos petroleros como proporción del PIB no petrolero, más un término constante que evoluciona de acuerdo a lambda (λ).

$$d_t = \frac{\Phi}{1-\lambda} - \frac{1}{1+r^x}\sum_{i=0}^{\infty} \lambda^{-1}\cdot \hat{e}_{t+1+i}^x + c\lambda^t$$

Para determinar el valor de la constante C recurrimos a la condición inicial y la condición de transversalidad. La condición inicial establece que el saldo inicial de la deuda es conocido y se representa como $d_0=d_0$, mientras que en el largo plazo (cuando el tiempo tiende a infinito) el valor residual de la deuda debe ser cero, es decir $d_\infty=0$. Esta última condición también es conocida como condición No Ponzi.

$$\lim_{t\to 0} d_t \to d_0 = \bar{d}_0 \quad \to C = \bar{d}_0 - \frac{\Phi}{1-\lambda} + \frac{1}{1+r^x}\sum_{i=0}^{\infty} \lambda^{-i}\cdot \hat{e}_{t+1+i}^x$$

$$\lim_{t\to\infty} d_t \to d_\infty = 0 \quad \to C\lambda^\infty = 0 \to C = 0 \to \bar{d}_0 = \frac{\Phi}{1-\lambda} - \frac{1}{1+r^x}\sum_{i=0}^{\infty} \lambda^{-i} \cdot \hat{e}_{t+1+i}^x$$

Por tanto la expresión final del saldo de equilibrio de la deuda se representa como:

$$\hat{d}_t = \frac{\Phi}{1-\lambda} - \frac{1}{1+r^x}\sum_{i=0}^{\infty} \lambda^{-i} \cdot \hat{e}_{t+1+i}^x$$

Por tanto, la condición de solvencia requiere que el saldo observado de la deuda sea igual o menor al saldo de equilibrio.

$$d_t^{observado} \leq \hat{d}_t = \frac{\Phi}{1-\lambda} - \frac{1}{1+r^x}\sum_{i=0}^{\infty} \lambda^{-i} \cdot \hat{e}_{t+1+i}^x \qquad solvente$$

$$d_t^{observado} > \hat{d}_t \qquad insolvente$$

d. El equilibrio trienal ordinario

La Constitución Nacional establece que la suma del resultado ordinario expresado en términos del PIB 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).

Al respecto es necesario expresar la restricción ordinaria en términos de RO (resultado ordinario) y K (gasto de capital), y establecer el supuesto de que las inversiones acumuladas generan un rendimiento α en cada período, el cual no se incluye en la restricción fiscal como ingreso.

En forma simplificada se asume que la deuda inicial previa al primer período del MPP, 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:

$$ro_1 - K_1 - r \cdot \frac{d_0}{1+\dot{y}} = -d_1 + \frac{d_0}{1+\dot{y}} + \alpha \cdot K_0$$

$$ro_2 - K_2 - r \cdot \frac{d_1}{1+\dot{y}} = -d_2 + \frac{d_1}{1+\dot{y}} + \alpha \cdot K_1$$

$$ro_3 - K_3 - r \cdot \frac{d_2}{1+\dot{y}} = -d_3 + \frac{d_2}{1+\dot{y}} + \alpha \cdot K_2$$

Si se establece que la deuda en el período previo al MPP es igual a cero, esto es equivalente a definir $d_0=0$, y dada la restricción constitucional, la suma del resultado ordinario primario e intereses debe ser igual a cero[13]. Por tanto, reagrupando términos, se observa que d_3 equivale al endeudamiento neto del período del MPP (tres años):

$$\sum_{s=1}^{3} K_s = d_3 + \frac{r}{\dot{y}} \cdot \left\{ \alpha \cdot (K_1 + K_2) - \sum_{s=1}^{3} (io_s - go_s) \right\}$$

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

1) Mayor ingreso: Esta posibilidad no es viable a largo plazo, donde los ingresos ya son estables como proporción al PIB.

2) 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.

3) 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 afectará este equilibrio.

4) 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 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.

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 requiere 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 requiere 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.

---

13 $\sum_{s=1}^{3} ro_s + \alpha(K_1 + K_2) - r \cdot \frac{d_1+d_2}{1+\Delta y} = 0$

Anexo D

Marco Legal

Constitución Nacional

Capitulo 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, presentará 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

Capitulo 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 regirán 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 de 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 período 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 período, de manera que los ingresos ordinarios sean suficientes para cubrir los gastos ordinarios.

El Marco Plurianual del Presupuesto especificará lo siguiente:

1. El período 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 período muestre equilibrio o superávit entre ingresos ordinarios y gastos ordinarios, entendiendo 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 período 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 tomará 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 período 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 período. Estas estimaciones se vincularan con los pronósticos macroeconómicos de indicadores para el mediano plazo, y las correspondientes al primer año del período 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, presentara a la Asamblea Nacional el proyecto de Ley del Marco Plurianual del Presupuesto, antes del 15 de julio del primer y cuarto año del período Constitucional de la Presidencia de la República, y el mismo será sancionado antes del 15 de agosto del mismo año de presentación.