

INT-0642

c 2

Distr.  
INTERNA

LC/IN.73  
13 de noviembre de 1989

ORIGINAL: ESPAÑOL

---

C E P A L

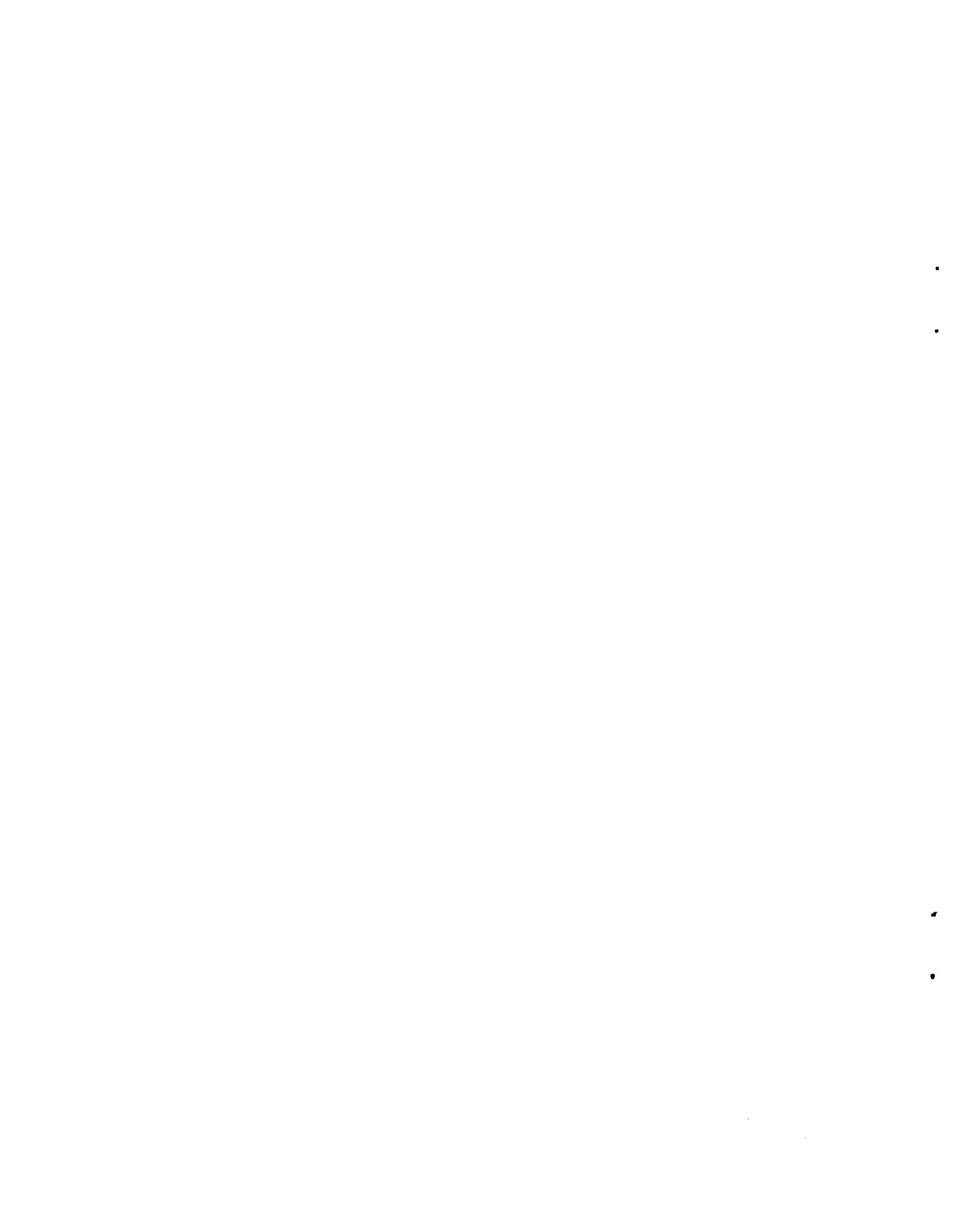
Comisión Económica para América Latina y el Caribe



EL AHORRO EN VENEZUELA  
(1970-1988)  
(Primera versión sólo para comentarios)\*

\*/ Este trabajo fue preparado por Cristina Rodríguez, consultora del Proyecto RLA/87/003, Módulo II "Financiamiento del Desarrollo". Las opiniones expresadas en este documento, el cual no ha sido sometido a revisión editorial, pueden no coincidir con las de la Organización.

89-11-1716



## C O N T E N I D O

### EL AHORRO EN VENEZUELA ( 1970-1988 )

	Pag.
I-RESUMEN Y CONCLUSIONES	1
II-MARCO DE REFERENCIA	16
III-LA INVERSION Y SU FINANCIAMIENTO	21
1. <u>TENDENCIAS GENERALES</u>	21
A- La década de los setenta: Período de crecimiento económico (1970-1976) y aparición de problemas (1977-78)	21
B- La década de los ochenta: Período de graves dificultades	28
2. <u>FACTORES QUE HAN AFECTADO LA FORMACION DE AHORRO INTERNO</u>	35
A- El Ahorro, el Ingreso y las Tasas de Interés.	35
B- Efectos de la Relación entre el Ahorro Público y el Ahorro Privado en la Determinación del Ahorro Global	43

IV-FORMACION DEL AHORRO PUBLICO Y DEL AHORRO PRIVADO	49
1- <u>EL AHORRO DEL SECTOR PUBLICO</u>	49
A-Cuentas del Gobierno Central	49
B-Ahorro Financiero del Sector Público	55
2- <u>EL AHORRO DEL SECTOR PRIVADO</u>	60
A- Evolución del Ingreso, del Consumo y del Ahorro	60
B-Análisis Intersectorial	65
C- Ahorro Privado en Activos Financieros	70
V-AHORRO EXTERNO Y DEUDA	76
1- <u>DEUDA EXTERNA VENEZOLANA</u>	76
2- <u>INFLUENCIA DEL AHORRO EXTERNO EN EL AHORRO INTERNO</u>	88

## EL AHORRO EN VENEZUELA

### I-RESUMEN Y CONCLUSIONES

Independientemente de la diversificación que muestra la economía venezolana en años recientes, Venezuela refleja en su comportamiento económico de las últimas décadas la condición de ser un país básicamente monoexportador y petrolero. En efecto, aún en el presente, dicho sector participa con el 14% de la producción venezolana en términos corrientes, con el 85% de los ingresos por exportaciones y con cerca del 60% de los ingresos fiscales. Esta circunstancia ha facilitado el crecimiento económico del país a lo largo del tiempo, pues el petróleo por su carácter de producto estratégico y la industria petrolera por su alta rentabilidad, han proporcionado los recursos en divisas necesarios para el financiamiento de los gastos de inversión. Sin embargo, esta situación ha tenido como contrapartida el condicionamiento del desarrollo a la evolución del mercado internacional de hidrocarburos y ha determinado una estructura económica y social altamente dependiente de un Estado todopoderoso que ha influido en forma determinante sobre el país al decidir la estructura y orientación del gasto público.

Por otro lado, el proceso de cambio social, político y económico que se hizo posible a partir del violento aumento de los precios petroleros ocurrido en 1974, se frustró en gran medida como consecuencia de que no se realizó en esa oportunidad el proceso de transformación de las estructuras tradicionales que se está impulsando en la actualidad y, por lo tanto, aún cuando se pusieron en marcha grandes proyectos de inversión que expandieron y diversificaron la capacidad productiva del país, se intensificó al mismo tiempo la dependencia del exterior al aumentar el nivel de endeudamiento internacional y la necesidad absoluta y relativa de bienes importados de producción y de consumo. Con ello, lejos de lograrse un auténtico proceso de desarrollo, sólo fué posible obtener un crecimiento que mostró no ser autosostenido en el tiempo, como lo demuestra la grave crisis actual de Venezuela, la cual, probablemente, se hubiera producido aunque con menor intensidad o en una fecha posterior, aún en ausencia del deterioro de los precios del petróleo y de la reciente crisis de la deuda.

En efecto, el comportamiento de la economía durante las tres últimas décadas, muestra varias fases marcadamente diferenciadas. El período 1960-1973 se caracterizó por un crecimiento global firme y fué seguido por la rápida expansión de los años 1974-1977. Posteriormente, se presentó la etapa iniciada en 1978, acentuada en 1979 y que se extiende hasta el presente, en la cual se registró un virtual estancamiento económico, con excepción de

los años comprendidos en el lapso 1986-1988 durante los cuales la economía creció a una tasa promedio cercana al 5%, pero con el costo de profundizar los desajustes económicos. En virtud de los cuales, la nueva administración diseñó un esquema de ajuste estructural, coincidente con los requerimientos del Fondo Monetario Internacional, cuyo objetivo es el de solucionar los desequilibrios macroeconómicos y propiciar el incremento en la formación del ahorro interno, en el entendido de que las acciones adoptadas sólo serán exitosas si se cuenta con el concurso del financiamiento internacional y con una solución en materia de la deuda externa .

Ciertamente, aún antes del incremento de los precios de los hidrocarburos que se produjo a mediados de la década de los setenta, la condición venezolana de ser uno de los principales productores y exportadores de petróleo había permitido un crecimiento económico muy satisfactorio, sustentado en la generación de altas tasas de ahorro interno e inversión. En efecto, en ese decenio la relación de ahorro bruto interno a producto se mantuvo en promedio en torno al 28% y el coeficiente de inversión alcanzó a un 23%; estas relaciones son comparables con las más altas del mundo y superiores a las correspondientes para América Latina. Esta etapa de crecimiento sostenido entra en un proceso de ruptura cuando, al aumentar violentamente los precios del petróleo, se potenciaron los efectos positivos y negativos de la condición venezolana de país petrolero.

Para principios de los setenta los altos y crecientes coeficientes de ahorro que mostraba el país, eran inferiores a una tasa de formación de capital que se había acelerado fuertemente desde 1964, como lo demuestra el hecho de que durante los años 1970-72 el coeficiente de inversión se mantuvo alrededor de 30,5% y el de ahorro interno a producción en 29,9%.

En 1973 el ya mencionado incremento de los precios del petróleo inicia el movimiento ascendente de los ingresos externos de Venezuela, cambiando la situación previamente señalada. El ahorro nacional superó con creces los gastos de inversión y se registró un saldo positivo de cierta importancia en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Para ese año el coeficiente de inversión se situó en 29% y el de ahorro en 34%. Por su parte, en 1974 el ahorro del sector público representaba algo más del 20% del ahorro bruto nacional, pero a partir de esa fecha el sector público ininterrumpidamente, a excepción del año 1978, ha generado más de la mitad del ahorro nacional.

Durante el quinquenio 1974-78 la inversión creció a una tasa promedio anual cercana al 28%, representó el 36% de la demanda interna y constituyó la principal causa de su expansión. El dinamismo que mostró la inversión fué el resultado de una mayor inversión tanto privada como pública, las cuales crecieron a tasas anuales del 23% y del 36%, respectivamente. Sin embargo, la raíz de este proceso se encuentra principalmente en el aumento de la inversión del sector público.

El coeficiente de ahorro aumentó en nueve puntos en comparación con los tres años inmediatamente anteriores y promedió 40% durante ese período; en 1974 alcanzó su valor histórico más elevado al ubicarse cerca del 46%. Por el contrario, si bien los gastos de inversión también aumentaron fuertemente en esta primera etapa, el coeficiente de formación de capital se mantuvo cerca del 30%, es decir en una magnitud similar a la de los años precedentes.

Por otra parte, durante estos años se produjeron los mayores niveles de inversión, tanto en magnitudes absolutas como relativas. En efecto, en 1977 el coeficiente de inversión se ubicó en 41,5% y en 1978 en 42,8%, su nivel histórico más elevado. Como resultado de la situación descrita, las transacciones externas en cuenta corriente presentaron saldos deficitarios de \$3.179 millones en 1977 (8% del PTB) y de \$5.735 millones para 1978 (13% del PTB), requiriéndose de la utilización del ahorro externo como financiamiento complementario al ahorro interno.

En el período 1980-1988, la tasa de crecimiento anual del PTB total descendió a sólo 0,46%, hecho que determinó una grave merma en el ingreso por habitante; el mercado petrolero se caracterizó por una gran inestabilidad; se recrudecieron las presiones inflacionarias; ocurrieron persistentes fugas de capital; y, se desarrollaron circunstancias negativas en relación al endeudamiento externo. Todo ello fué determinante en el

proceso de inversión y en la formación del ahorro interno .

Por su parte, el coeficiente de ahorro promedió 21% para el período 1980-1988, alcanzando en este último año su cifra mínima de un 13%. La baja en el coeficiente de ahorro se debió al descenso que presentaron las relaciones de ahorro tanto del sector público como del sector privado, particularmente este último .

Dentro de la década de los ochenta destaca el período 1979-1983 durante el cual a pesar de la contracción de la economía venezolana se generó un volumen de ahorros suficiente para financiar un nivel de inversión muy superior al realizado. El excedente financiero que se produjo y los recursos adicionales provenientes del endeudamiento externo constituyeron la base para las fugas de capital de esos años.

A pesar de que en 1986 la situación del mercado petrolero internacional se deterioró y los ingresos por exportaciones de hidrocarburos se redujeron en \$5.644 millones (44%) , las autoridades del país tomaron la decisión de reactivar el aparato productivo mediante la utilización de políticas fiscal y monetaria fuertemente expansivas. Ello significó un aumento en la inversión pública que reactivó a su vez la privada. Los gastos de consumo que inicialmente se mantuvieron rezagados se aceleraron ante las expectativas inflacionarias y la permanencia de tasas de interés reales marcadamente negativas, con lo cual se deterioraron las relaciones del ahorro interno; se estima que

para 1988 la relación de ahorro a producto alcanzó su mínimo histórico (13%) .

En las diversas ecuaciones utilizadas para estimar la importancia de las variables que pudieran determinar la formación del ahorro total, la tasa de interés aparece como poco significativa estadísticamente , ello probablemente se debe al hecho de que a partir del año 1974, el ahorro del sector público al aportar más de la mitad del ahorro nacional determina la evolución de este último, siendo el ahorro público función, a su vez, de los ingresos procedentes del sector petrolero, cuya evolución responde a situaciones del mercado internacional de hidrocarburos, independientes de las circunstancias relacionadas con las tasas de interés internas.

Asimismo se intentó determinar la influencia de la distribución del ingreso , bajo la premisa de que un cambio en la distribución factorial del ingreso a favor del capital tendería a aumentar el ahorro interno. Los resultados obtenidos no fueron satisfactorios y mostraron signos diferentes a los de la premisa inicial, ésto podría tener su explicación en el hecho de que durante los últimos años, el deterioro que ha ocurrido en la formación del ahorro interno ha coincidido con un acentuado proceso regresivo en la distribución del ingreso.

Por su parte, el ahorro del sector público no resultó estadísticamente significativo en la determinación del ahorro privado, inclusive cuando la muestra se acerca a 1983 se observa

una relación inversa entre ambas variables, por lo anterior no puede concluirse que en caso venezolano sea aplicable el principio de Equivalencia Ricardiana; ello se debe al enorme peso que tienen los ingresos petroleros en las cuentas fiscales. Esta conclusión se refuerza al constatar que la relación entre el ahorro bruto total y el ahorro del sector público resulta estadísticamente significativa y de un alto poder explicativo.

El ahorro del Gobierno Central en cuenta corriente, representó durante el período 1970-73 el 6% del producto territorial, aumentó a 24% en 1974 y descendió a 7% en 1978, permaneciendo en torno al 8% durante los cuatro años siguientes, con excepción de 1981 cuando esta relación fué cercana al 14%. Por lo que se refiere al período 1983-1988 el ahorro corriente del sector público continuó siendo positivo pero con una tendencia claramente descendente que finalmente lo situó para 1988 en torno al 4% del PTB. En general, con excepción de algunos años, el sector público venezolano fué excedentario de fondos, es decir, generó los recursos suficientes para financiar su gasto corriente, así como sus gastos de inversión.

Por otra parte, en el quinquenio 1979-1983, con excepción del año 1979, el sector privado no financiero registró una situación acreedora de importancia al generar un monto acumulado de ahorros de Bs. 134.330 millones y utilizar Bs.104.168 millones en gastos de inversión. El ahorro bruto de este sector aumentó en cerca de 25% respecto al monto acumulado del quinquenio

anterior y la inversión se contrajo en un porcentaje algo mayor.

En este período las instituciones financieras contribuyeron con el 43% de las fuentes de fondos del sector privado no financiero y canalizaron el 45% de su excedente. Este sector colocó en el extranjero cerca del 17% de su ahorro financiero, acumulando un monto de Bs. 44.197 millones, cifra que parece baja en relación con una salida bruta de capital privado de corto plazo que alcanzó a \$ 30.000 millones equivalentes a Bs. 129.000 millones.

Durante los años comprendidos entre 1979 y 1983, el sector privado no financiero mantuvo una posición neta deudora con el sector público por Bs. 34.244 millones que conjuntamente con su excedente financiero por Bs. 30.162 millones, permitió financiar un aumento neto de sus acreencias con las instituciones financieras privadas (Bs. 14.159 millones), con el Banco Central (Bs. 3.586 millones), con el exterior (Bs. 35.205 millones) y con sectores no clasificados (Bs. 11.456 millones).

En definitiva, podría decirse que la debilidad que mostró la inversión privada durante los años 1979-1983, no obedeció a la carencia de recursos financieros para la inversión, ya que el sector produjo un excedente financiero de importancia y mantuvo una posición deudora neta apreciable con el sector público. Simultáneamente, el sector público utilizaba el crédito internacional, dándose así la circunstancia de que los recursos colocados en el exterior por el sector privado se constituían en

la base del financiamiento externo del sector público. Ello es indicativo de la incapacidad que presentó el sistema financiero nacional para cumplir cabalmente su función de intermediación.

La primera parte de la década de los sesenta presentó niveles de endeudamiento público relativamente moderados, acusando incluso disminuciones durante los años 1962, 1963 y 1964. Durante la segunda parte de ese decenio, en especial a partir de 1967, se observa un incremento en los niveles de endeudamiento, fundamentalmente externo, y un aumento en los compromisos de los entes descentralizados. Para fines de 1969 la deuda indirecta representaba el 61% del endeudamiento público total. Sin embargo, es a partir de 1976 cuando la contratación de la deuda pública, particularmente en los mercados internacionales, se acelera intensamente. En efecto, en la medida que los gastos de las empresas públicas excedieron sus ingresos, la diferencia se cubrió con empréstitos que en su mayoría fueron externos en virtud del reducido mercado de capitales doméstico, de las restricciones en cuanto a tasa de interés, de la política gubernamental de conservar gran parte del ahorro interno para otros fines y de la decisión de mantener altos niveles de reservas internacionales con el objeto de facilitar el endeudamiento externo y mejorar las condiciones de su contratación.

De esta forma, mientras que en su primera etapa el endeudamiento externo complementó el ahorro interno en el

financiamiento de los gastos de inversión , en la segunda fase, paradójicamente, el mayor endeudamiento externo venezolano se produjo cuando la cuenta corriente de la balanza de pagos presentó saldos superavitarios de importancia; se aumentaron los activos internacionales de Petróleos de Venezuela, el Fondo de Inversiones y el Banco Central de Venezuela; y , el sector público mostró excedentes financieros de cierta significación.

Para 1987, la deuda externa total venezolana alcanzó la cifra de \$ 36.519 millones, o sea cerca del 285% de sus exportaciones de bienes y servicios y del 95% de su FIB. Por su parte, el servicio representó el 53% de las exportaciones petroleras del país .

Otro aspecto que debe ser considerado es el referente a los cambios que se produjeron en la estructura de la deuda y en sus condiciones en cuanto a tasas de interés y plazo. En efecto, se produjo un aumento en la participación de la deuda de corto plazo, de forma tal que para 1981 este tipo de endeudamiento representaba el 53% de la deuda total .A partir del año 1983 este porcentaje tiende a descender como reflejo del esfuerzo realizado por el país en materia de refinanciamiento y para 1987 se sitúa en 10% . Asimismo, aumentó la participación de las fuentes crediticias privadas, pues en 1970 esta fuente de financiamiento representaba el 50% de la deuda externa de largo plazo contratada y/o avalada por el sector público, en comparación con el porcentaje alcanzado para 1987 cuando esta

relación llegó al 96% . Por último, se produjo una reducción de importancia en la deuda concesional y un aumento de la contratación a tasas de interés variable. Para 1970 cerca del 37% de los nuevos compromisos de largo plazo del sector público fueron contraídos en forma concesional y para 1987 este porcentaje se había reducido al 0,1%. Igualmente, mientras que para el primero de esos años menos del 3% de los nuevos compromisos contraídos por el sector público se realizó a tasa de interés variable, para 1987 este porcentaje alcanzó el 89%.

Como resultado de los factores analizados, los pagos por concepto del servicio de la deuda externa venezolana aumentaron considerablemente, pasando de \$ 121 millones en 1970 a \$ 4.107 millones en 1987. Durante el período 1982-87 la transferencia neta de recursos del exterior hacia Venezuela fué negativa en el orden de los \$ 3.000 millones anuales y, por lo tanto, a partir de 1982 las transacciones vinculadas con la deuda restaron recursos al ahorro interno en vez de complementarlo. El país utilizó proporciones significativas de sus ingresos por exportaciones para dar cumplimiento a los compromisos derivados de sus obligaciones externas, no obstante lo cual su nivel de endeudamiento global no se redujo.

Por lo que se refiere a la deuda pública, de acuerdo a las cifras de Fondo Monetario Internacional (IMF. World Debt Tables. 1988-89.) la deuda externa de largo plazo contraída por el sector público que ascendía para el año 1970 a \$ 728 millones, alcanzó

un monto de \$ 25.245 millones para 1987. Este crecimiento acumulado significó un cambio en la relación de esta deuda al PIB de 7% a 65% y proporciones de 26% y 197% en comparación con las exportaciones de bienes y servicios. Asimismo, las relaciones del servicio de esta deuda con respecto al PIB pasaron de 0,7% a 7,4% y en comparación con las exportaciones de bienes y servicios la relación aumentó de 3% a 22%.

Todo lo anterior evidencia que para Venezuela el problema de la deuda externa constituye hoy día un aspecto crítico por resolver, pues su servicio representa una proporción excesivamente alta de los ingresos por exportaciones del país y de su capacidad de ahorro, limitando severamente sus posibilidades de crecimiento, independientemente de cuan exitosas pudieran ser las políticas internas que el país decida implementar.

A título ilustrativo de las afirmaciones anteriores baste referir que, de acuerdo a las relaciones históricas del período 1970-88, para absorber un aumento anual de 3,0% de la fuerza laboral, el PIB real debería crecer en 4,62%, lo cual significa, bajo la premisa de una relación incremental capital producto de 6,39 (según cifras del lapso 1970-79), que el coeficiente de inversión debería ubicarse en 29,5%, es decir, más de 9 puntos por encima del actual. Ello en ausencia de una transferencia positiva de ahorro externo requeriría más que duplicar el coeficiente actual de ahorro interno.

En el caso venezolano, los resultados del análisis de la relación entre el ahorro interno y el externo no dió estadísticamente significativa para los periodos 1962-1987 y 1973-1987. Por el contrario, el resultado de la correlación entre la inversión bruta fija total y el ahorro externo mostró un alto poder explicativo que incluso aumenta en la medida en que se acota el período de estimación a los años ochenta.

Las consideraciones anteriores son claramente pertinentes al estudio del problema de la deuda externa y sus efectos sobre el proceso de desarrollo de los países altamente endeudados. Desde este punto de vista, en el caso venezolano se observan dos etapas claramente diferenciadas. Una primera fase que abarca los años 1976-78, en la cual el mayor endeudamiento externo financió la brecha entre inversión y recursos internos. Durante estos años el alto nivel de la inversión fué la causa fundamental de los saldos adversos de la cuenta corriente de la balanza de pagos y podría afirmarse que en esta etapa el país cambió recursos financieros por activos representados en un capital físico. Durante la segunda fase, que se inicia en 1980 y continúa hasta el presente, deben distinguirse dos etapas claramente diferenciadas a pesar de que en ambas el ahorro externo no fué complementario en el financiamiento de la inversión :

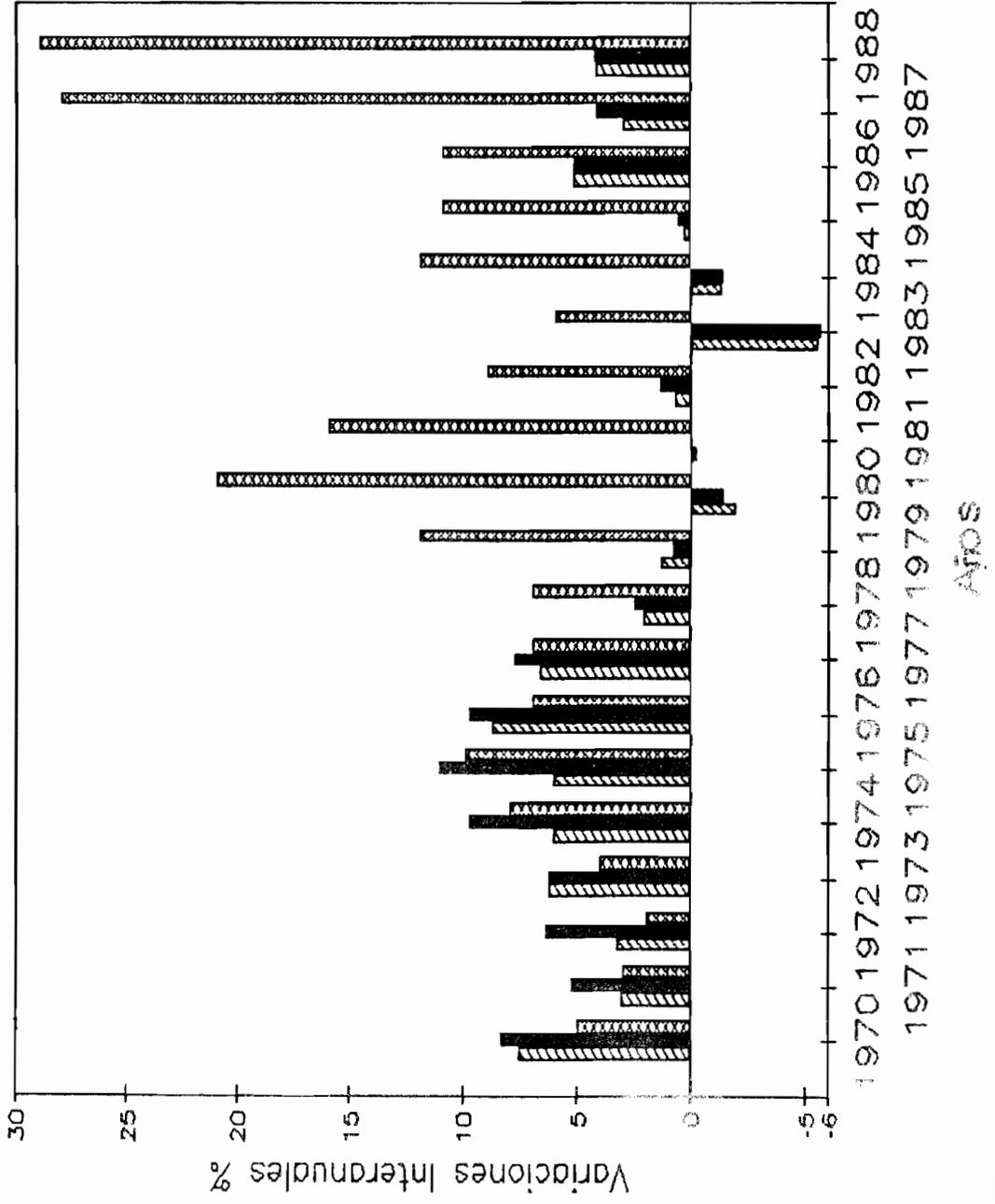
(a) El lapso comprendido entre 1980 y 1985 cuando, con excepción de 1982, el ahorro interno superó los gastos de inversión y el país generó importantes saldos superavitarios en

su cuenta corriente; la intermediación financiera interna fué sustituida por la internacional; el mayor endeudamiento público del país estuvo acompañado de fugas de capital privado de gran intensidad; y, el sector público disminuyó su tenencia de activos internacionales y , en contraposición, el sector privado aumentó sus activos en el extranjero.

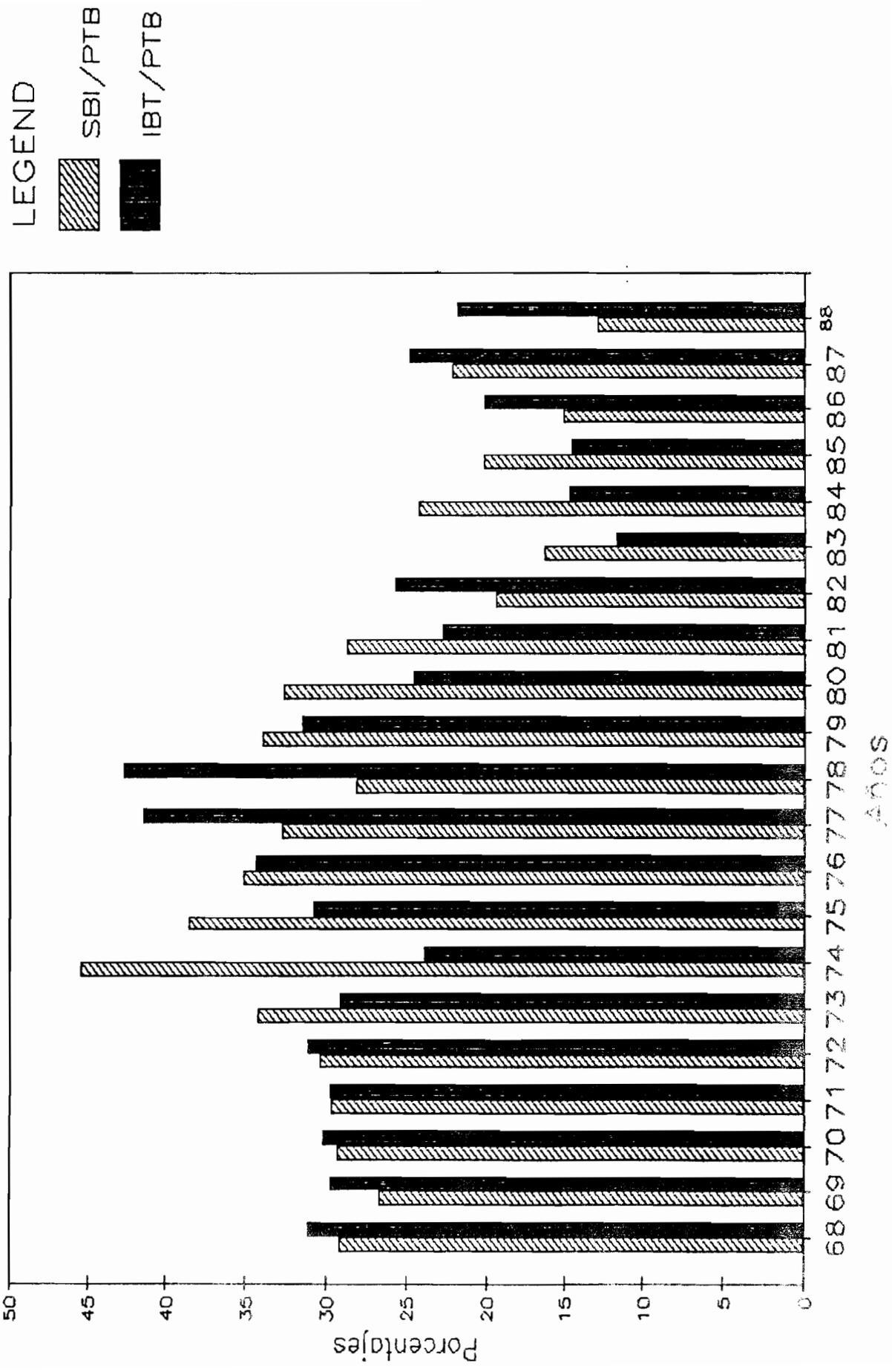
(b) El período que cubre los años 1986-88, cuando la cuenta corriente de la balanza de pagos fué negativa; el monto de recursos que el país obtuvo bajo la forma de nuevos préstamos fué limitado; y, las transferencias de recursos vinculadas con el endeudamiento externo fueron fuertemente negativas.

Para Venezuela , según las estimaciones realizadas para el período 1973-1986, pueden considerarse como factores determinantes de los movimientos de capital privado los diferenciales entre las tasas de interés interna y externa , las expectativas cambiarias y el grado de liquidez monetaria existente en la economía. Todas estas variables resultaron ser estadísticamente significativas , con los signos correctos y con un alto grado de capacidad explicativa. Lo anterior evidencia que si bien la tasa de interés, como ya se mencionara, no es significativa para determinar el monto de la formación de ahorro, sí lo es en cuanto a la preferencia de los ahorristas entre activos internos e internacionales.

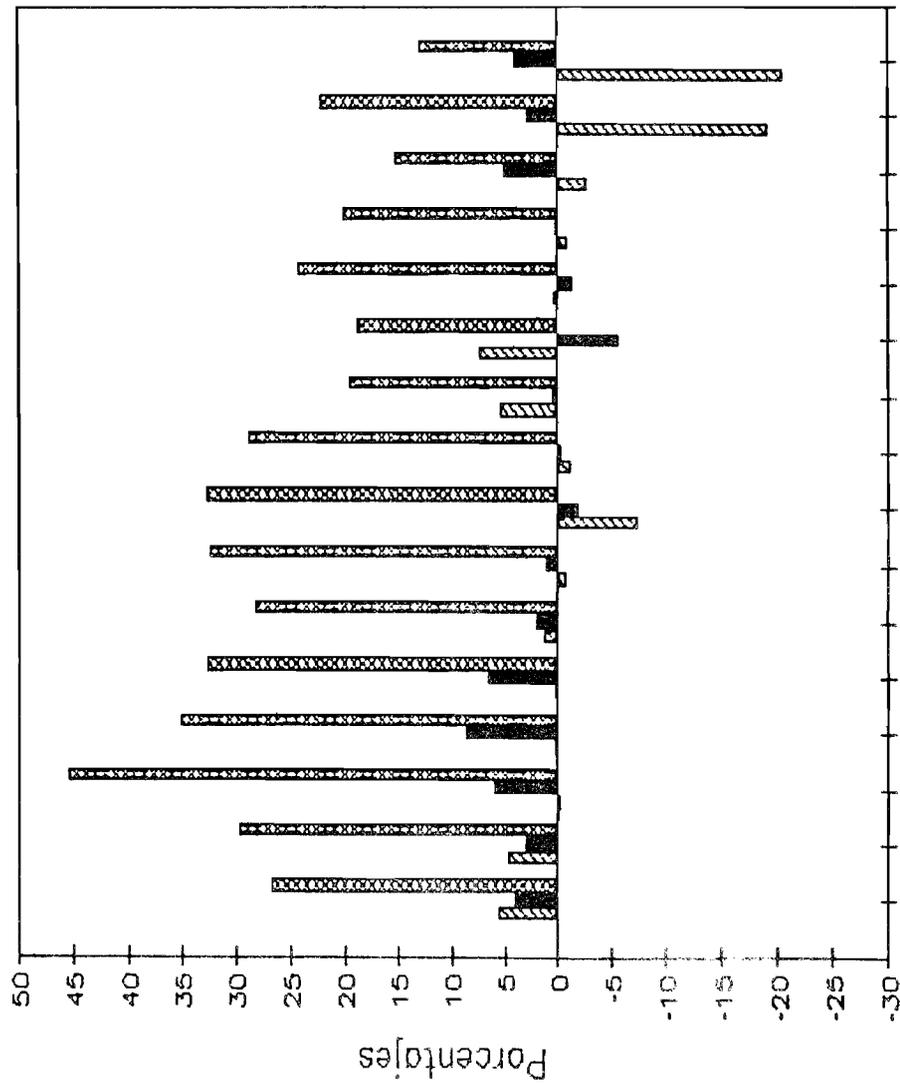
# VENEZUELA PRODUCCION TERRITORIAL Y TASA DE INFLACION



# AHORRO E INVERSION Porcentajes

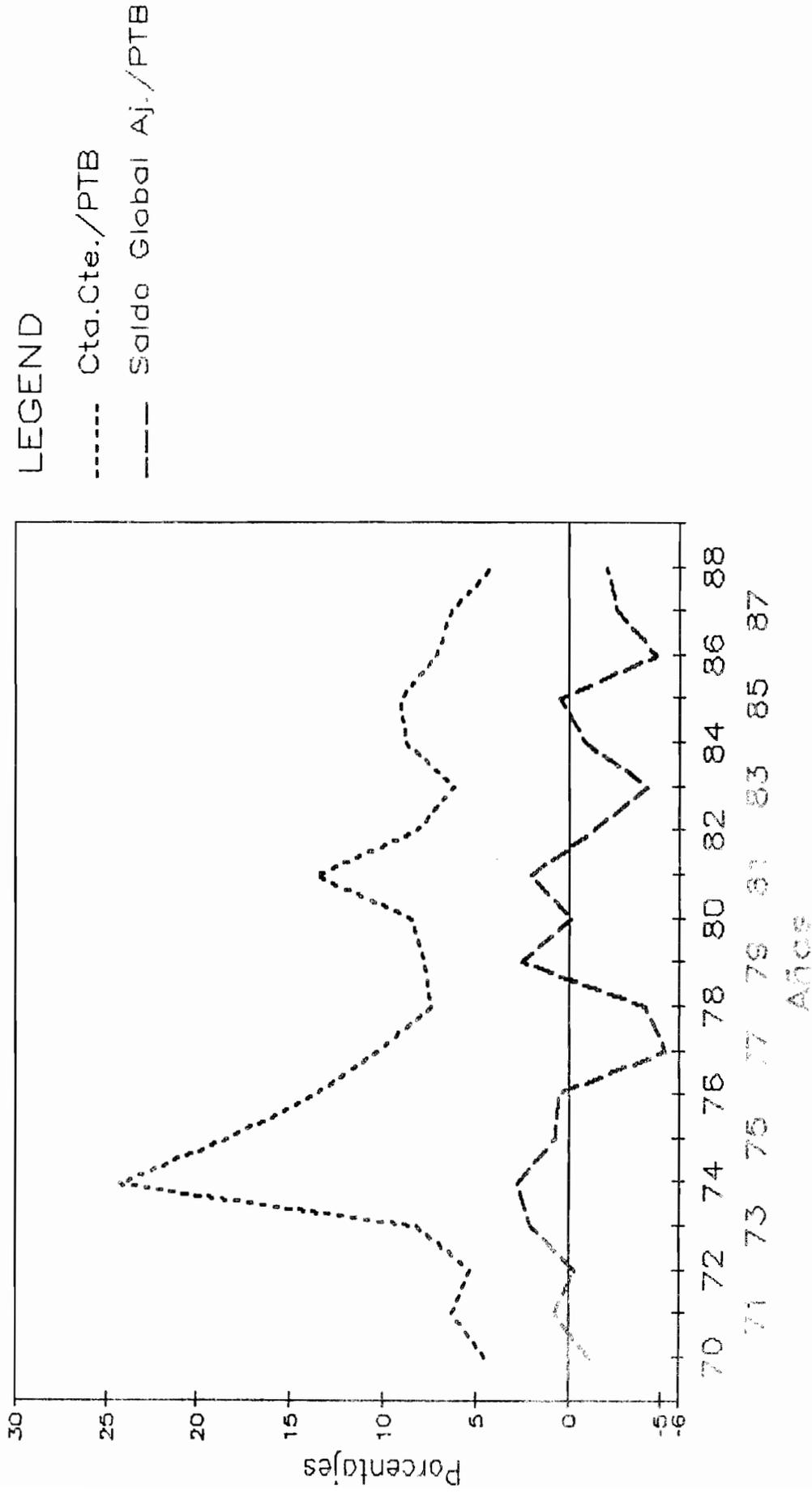


# COEFICIENTE DE AHORRO Y TASAS REALES DE INTERES Porcentajes



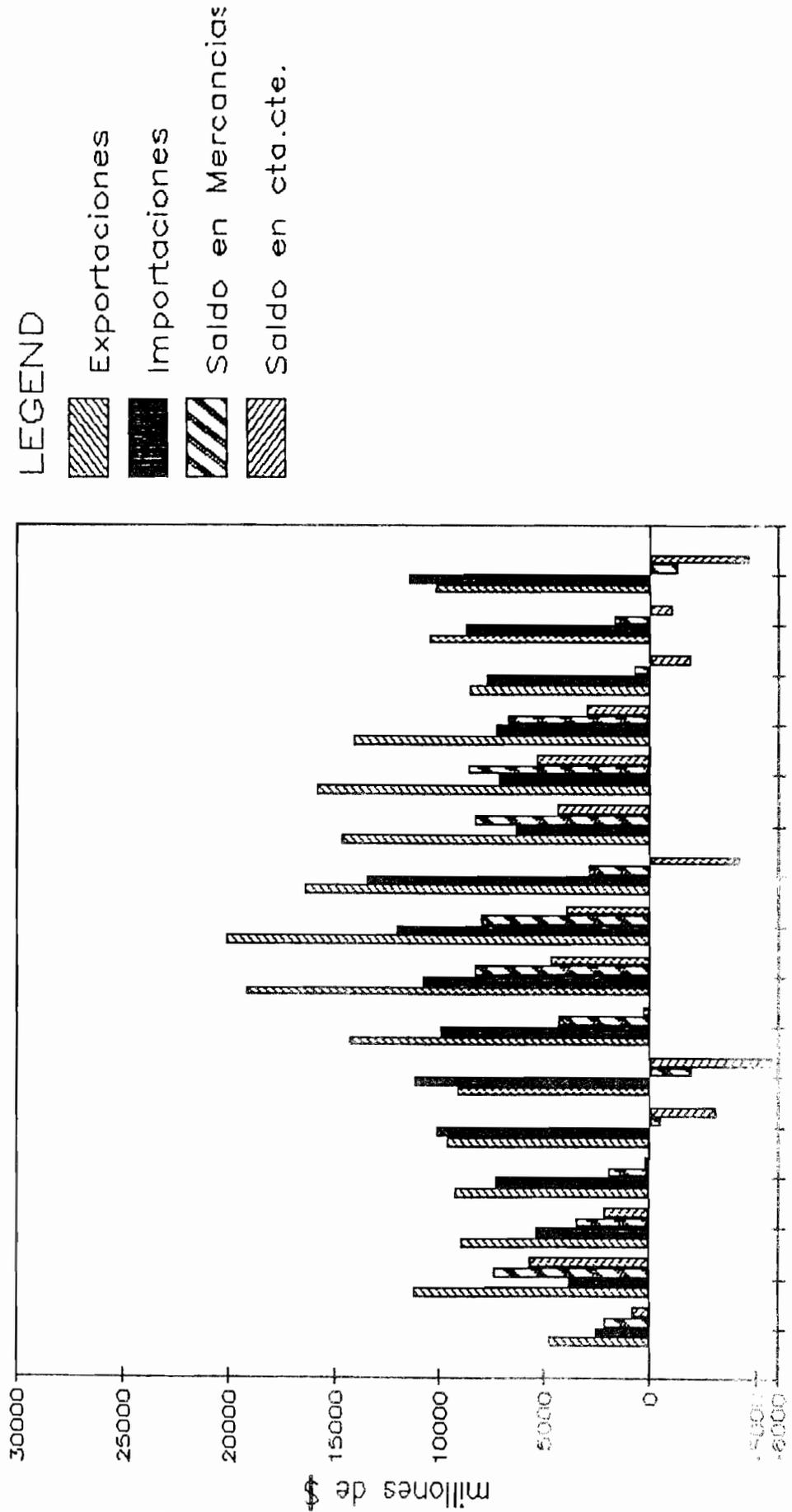
1969 1974 1977 1979 1981 1983 1985 1987  
 1971 1976 1978 1980 1982 1984 1986 1988  
 AÑOS

GOBIERNO CENTRAL  
 RELACIONES  
 SALDO EN CUENTA CORRIENTE/PTB  
 SALDO GLOBAL AJUSTADO/PTB



# TRANSACCIONES EXTERNAS SALDO EN MERCANCIAS Y

## SALDO EN CUENTA CORRIENTE



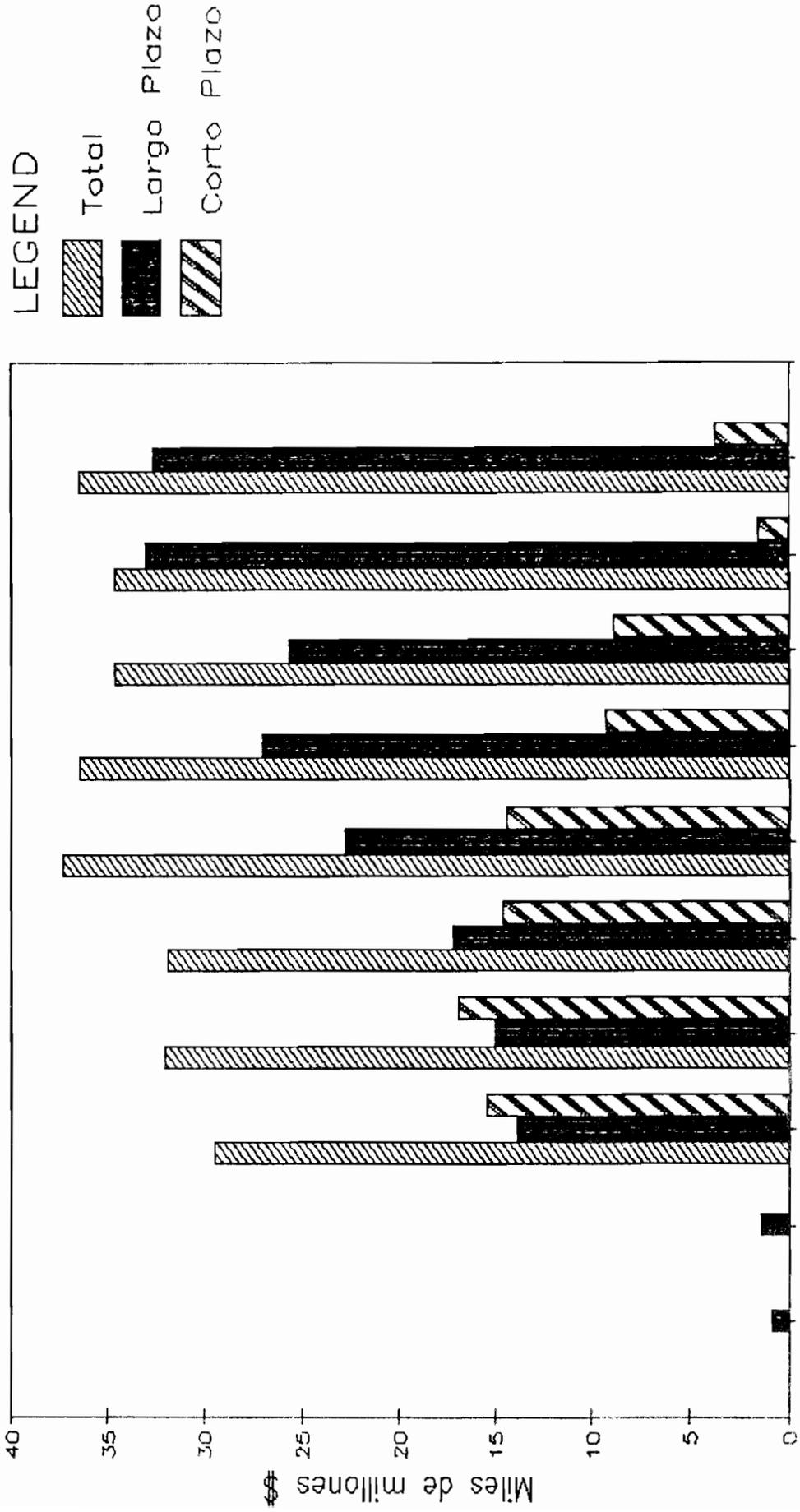
73 74 75 76 77 78 79 80 81 82 83 84 85 86 87 88

AÑOS

# VENEZUELA

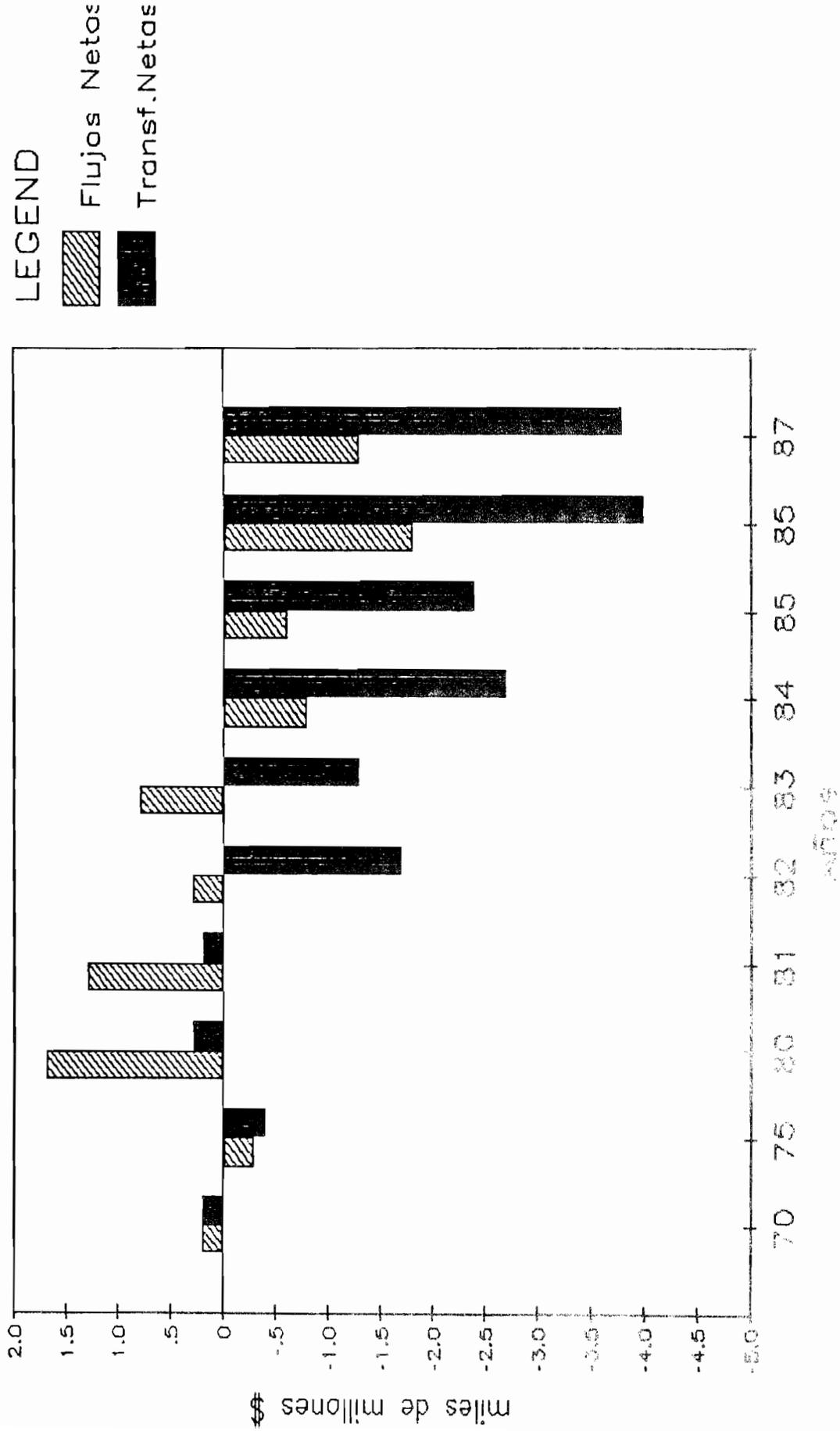
## DEUDA EXTERNA

miles de millones \$



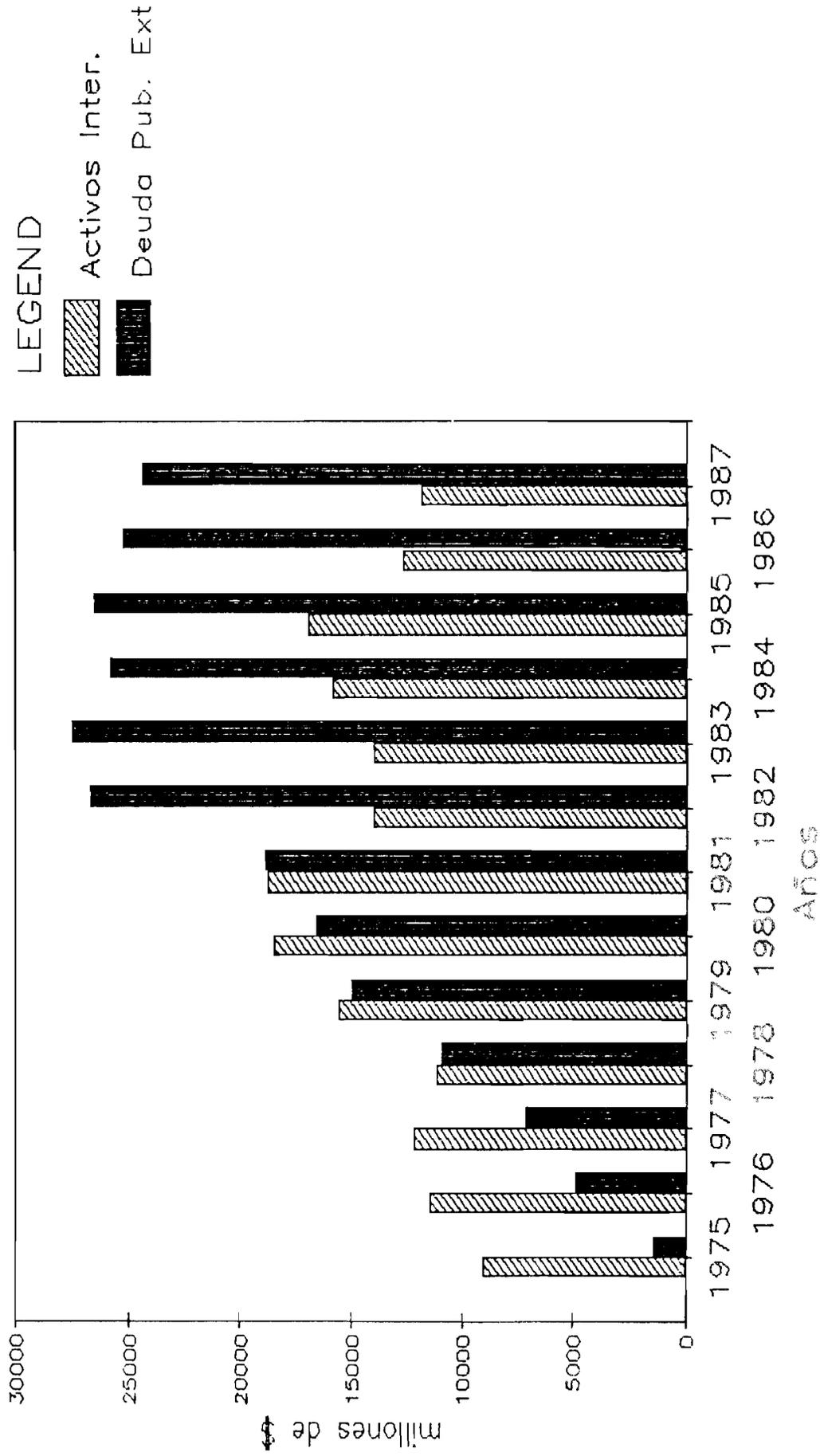
AÑOS

# VENEZUELA TRANSFERENCIAS EXTERNAS VINCULADAS AL ENDEUDAMIENTO



Flujos Netos = Préstamos Netos (Préstamos - Amortizaciones) menos Intereses

# ACTIVOS INTERNACIONALES DEL PAIS Y DEUDA PUBLICA EXTERNA millones de \$



## II-MARCO DE REFERENCIA

El subcontinente latinoamericano está conformado por un conjunto de países, los cuales presentan similitudes económicas expresadas en el hecho de compartir los problemas fundamentales y de haber aplicado estrategias de desarrollo que pueden ser consideradas comunes, aún cuando en ellas se evidencien las especificidades propias de cada uno. Ello ha conducido a resultados similares para todos los países como lo demuestra el satisfactorio nivel de crecimiento y desarrollo que la América Latina fué capaz de generar durante las últimas décadas y el hecho de que el mismo desembocó, simultáneamente para casi todas las naciones del subcontinente, en una crisis con características y orígenes básicamente comunes .

Venezuela se encuentra inserta en este mismo contexto, aún cuando su condición de país petrolero le ha permitido disfrutar hasta hace poco tiempo de una gran estabilidad monetaria y financiera, de un elevado ingreso por habitante, de un alto nivel de ahorro y de una alta tasa de formación de capital; estas magnitudes han sido en general superiores a las que ha mostrado el resto de los países latinoamericanos .

En efecto, aún después de cierto proceso de diversificación relativamente reciente, el sector petrolero participa con el 14% de la producción venezolana en términos corrientes, con el 85%

de los ingresos por exportaciones y con más del 60% de los ingresos fiscales. Esta circunstancia y las características de alta rentabilidad propias de la industria petrolera y del petróleo como producto estratégico, han facilitado el crecimiento económico del país al dotarlo de recursos para el financiamiento de sus gastos de inversión, pero al mismo tiempo ha condicionado la dinámica económica a la evolución del mercado internacional de hidrocarburos y ha determinado una estructura social y económica dependiente en grado sumo de un Estado todopoderoso.

Algunos analistas han calificado a los años ochenta como la década perdida en el desarrollo de la América Latina. Durante este decenio, la gran mayoría de los países de la región han sufrido severas dificultades económicas caracterizadas por el estancamiento de sus economías, la aceleración de las presiones inflacionarias y la aparición de graves desequilibrios macroeconómicos. Como resultado de esta crisis ha desmejorado significativamente la calidad de la vida y el bienestar de la población con los consecuentes efectos sociales y políticos. Esta ha sido también la situación venezolana.

El crecimiento económico de Venezuela durante los años sesenta y setenta fué en general altamente satisfactorio desde el punto de vista cuantitativo, particularmente desde mediados de los setenta cuando el aumento de los precios petroleros incrementó los ingresos por exportaciones del país y generó una

fuerte expansión de su actividad productiva .

Por el contrario, a partir de los últimos años de la década de los setenta se presentaron dificultades generadas tanto por la inestabilidad y tendencia al deterioro que durante esta etapa presentó el mercado petrolero no obstante el aumento temporal de precios de 1979 y 1980, como por los efectos derivados del endeudamiento externo y el cierre de los mercados financieros internacionales. Igualmente, incidieron en la dinámica económica de estos últimos años las deficiencias y contradicciones en el manejo de las políticas macroeconómicas del país que, entre otros efectos negativos, desestimularon la generación de ahorro doméstico y su utilización en el proceso de inversión productiva interna .

Tasas de Crecimiento de Algunos Indicadores.  
(Promedios Anuales %.)

	1970-1979	1980-1988
PTB	5,1	0,46
PTB por habitante	1,4	-2,34
Población	3,5	2,8
Fuerza Laboral	4,2	3,5
Inversión/PTB	32,6	23,9
Inflación	8,5	16,3
Ahorro Interno/PTB	33,8	21,4

El comportamiento de la economía durante las tres últimas décadas, muestra varias fases marcadamente diferenciadas. En efecto, el período 1960-1973 que se caracterizó por un crecimiento global firme, fué seguido por la rápida expansión de los años 1974-1977. Posteriormente, se presentó la etapa iniciada en 1978, acentuada en 1979 y que se extiende hasta el presente, en la cual se registró un virtual estancamiento económico, con excepción de los años comprendidos en el lapso 1986-1988 durante los cuales la economía creció a una tasa promedio de 4,6%.

De acuerdo a lo antes referido, el producto interno bruto de los sectores no petroleros registró una aceleración en su tasa de crecimiento durante la década de los setenta, al pasar de un promedio anual de 6,0% durante los años 1960-73 a un 8,2% durante 1974-78. Posteriormente, durante los siete años siguientes, 1979-85, el producto interno bruto no petrolero se contrajo a una tasa promedio anual de 0,84%, recuperando su comportamiento positivo y alcanzando una tasa promedio anual de crecimiento de 4,6% durante los años 1986-88. El crecimiento de estos tres últimos años se debió a una política expansiva centrada en el impulso de la demanda interna que ante la carencia de recursos externos no pudo sostenerse y produjo una agudización de los desequilibrios existentes, los cuales hicieron crisis a fines de 1988. Por esta razón, la administración que entregó el poder en febrero de 1989 decidió, casi como última gestión de gobierno, la

moratoria de pago de la deuda externa.

Dada la magnitud de los desajustes económicos encontrados por la nueva administración, se diseñó un esquema de ajuste estructural coincidente con los requerimientos del Fondo Monetario Internacional. Dicho ajuste tiene como objetivo la solución de los desequilibrios macroeconómicos y el incremento en la formación del ahorro interno, en el entendido de que las acciones adoptadas sólo serán exitosas en la medida en que sean acompañadas de una mayor apertura de las fuentes de financiamiento internacional y de un esquema en materia de deuda externa que sea viable para el país.

En este contexto, la estrecha vinculación entre el crecimiento económico y el bienestar social, bajo el supuesto de que mayores niveles de desarrollo requieren de un mayor volumen de inversión y por lo tanto de financiamiento, hace indispensable el fomento del ahorro interno y su canalización adecuada hacia la inversión productiva en el marco probable de un reducido financiamiento externo.

Por todo ello, el presente estudio tratará sobre las circunstancias y políticas macroeconómicas que han incidido en la evolución del ahorro interno, con el objeto de llegar a conclusiones y recomendaciones que promuevan el financiamiento del desarrollo con una mayor proporción de recursos nacionales.

### III- LA INVERSION Y SU FINANCIAMIENTO EN LAS ULTIMAS DOS DECADAS (1970-1988)

#### 1-TENDENCIAS GENERALES

A-La década de los setenta :Período de crecimiento económico (1970-1976) y aparición de problemas (1977-78).

Antes de que se hubiera producido el primer aumento de precios del petróleo la economía venezolana mostraba un crecimiento muy satisfactorio, sustentado en una alta tasa de ahorro interno que permitía elevados niveles de inversión .

Después de la etapa de transición política ocurrida en 1958 y que se hizo sentir en el ámbito económico durante los primeros años de la década de los sesenta, la economía venezolana reinició su proceso de desarrollo. Los gastos de consumo se mantuvieron desfasados respecto a los aumentos de ingreso, lo cual permitió la generación de un volumen creciente del ahorro que, hasta fines de los sesenta , superó ampliamente los gastos de inversión. En efecto , en ese decenio la relación de ahorro bruto interno a producto se mantuvo en promedio en torno al 28% y el coeficiente de inversión alcanzó a un 23% % ; estas relaciones eran comparables con las más altas del mundo y muy superiores a las correspondientes a otros países de América Latina, como se evidencia de las cifras contenidas en el cuadro que se incluye a continuación.

COEFICIENTES DE INVERSIÓN Y DE AHORRO  
Año 1965

Países	Inversión/PTB	Ahorro Doméstico/PTB
	%	%
Venezuela	24	34
Brazil	20	22
México	22	21
Argentina	19	22
España	25	21
Inglaterra	20	19
Francia	26	28
Alemania	28	29
Estados Unidos	20	21

Fuente: Banco Mundial. World Development Report, 1988, pg. 231.

No obstante lo anterior, ya para principios de los setenta los altos y crecientes coeficientes de ahorro que mostraba el país eran inferiores a una tasa de formación de capital que se había acelerado fuertemente desde 1964, como lo demuestra el hecho de que durante los años 1970-72 el coeficiente de inversión se mantuvo alrededor de 30,5% y el de ahorro interno a producción en 29,9%.

Desde fines de los años sesenta (1968-69) y durante los primeros del decenio de los setenta (1970-72), la situación antes descrita produjo saldos deficitarios de menor cuantía en la cuenta corriente de la balanza de pagos, los cuales, a fines de los sesenta, fueron cubiertos con recursos provenientes de la inversión extranjera y, posteriormente, del endeudamiento público externo.

En 1973 el incremento de los precios del petróleo inician el movimiento ascendente de los ingresos externos de Venezuela, lo que cambia la situación previamente señalada. El ahorro nacional superó con creces los gastos de inversión y se registró un saldo positivo de cierta importancia en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Para ese año el coeficiente de inversión se situó en 29% y el de ahorro en 34%.

En el año 1974 los precios del petróleo aumentaron violentamente al pasar el valor promedio de exportación de \$ 4,42 por barril a \$ 14,35 por barril, lo que incrementó abruptamente los ingresos por exportación y con ello la producción interna, así como, las magnitudes fiscales, monetarias y financieras, todo lo cual provocó alteraciones de importancia en la evolución de la economía venezolana. Se pusieron en marcha grandes proyectos de inversión que habrían de expandir la capacidad productiva del país, pero que en un primer momento aumentaron nuestra dependencia económica de los ingresos petroleros al intensificarse la necesidad de bienes importados, tanto de producción como de consumo. Durante los años siguientes, la tasa de crecimiento de la producción interna real de las actividades no petroleras se mantuvo elevada, pero la expansión del gasto interno, particularmente del dirigido a la inversión, fué sustancialmente mayor, lo cual produjo para fines de ese decenio fuertes presiones sobre el sector externo.

En relación a la composición del ahorro interno, a partir

del año 1974 se registra un cambio de importancia en su estructura . El Estado venezolano es el beneficiario directo de la riqueza petrolera, esta circunstancia ha sido determinante del peso adquirido por el sector público en todos los ámbitos de la economía nacional, el cual se acentuó aún más desde 1975 con la nacionalización de dicha industria. Esta circunstancia histórica explica el aumento que ocurrió en los ingresos fiscales y en el ahorro del sector público como consecuencia del aumento de los precios petroleros. Con anterioridad a dicho aumento, en 1974 el ahorro del sector público representaba algo más del 20% del ahorro bruto nacional, mientras que al sector privado le correspondía el grueso de la formación de dicho ahorro; a partir de 1974 cambió esta situación y el sector público ininterrumpidamente , a excepción del año 1978 , ha generado más de la mitad del ahorro nacional.

Durante el quinquenio 1974-78 la inversión creció a una tasa promedio anual cercana al 28%, representó el 36% de la demanda interna y constituyó la principal causa de su expansión. El dinamismo que mostró la inversión fué el resultado de una mayor inversión tanto privada como pública, las cuales crecieron a una tasa anual de 23% y 36%, respectivamente. Sin embargo, la raíz de este proceso se encuentra en el aumento de la inversión del sector público, que generó un aumento de su participación de un 17% para 1970, a un 30% en 1974 y a un 46% en 1979.

La mayor formación de capital impulsó a su vez el

crecimiento de la producción doméstica. No obstante, para mediados de este período se manifestaron limitaciones del aparato productivo para la utilización eficiente del aumento ocurrido en la formación de capital. Se presentaron diversos problemas, uno de ellos lo constituyó la carencia de mano de obra calificada, la cual se tradujo en un descenso en la productividad del capital. La relación incremental capital-producto que promedió 4,2 durante los años 1973-76 pasó a 6,2 durante 1977 y a 20,5 en 1978; este aumento de la relación incremental capital producto posiblemente estuvo influido no sólo por la carencia de mano de obra y de determinados insumos, sino también por la composición de esta inversión, gran parte de la cual se canalizó hacia proyectos que requerían de largos períodos de maduración y contenían un alto componente importado.

Por lo demás, la abundancia de recursos financieros disponibles para la inversión posiblemente generó un fuerte proceso de deterioro en la evaluación y planificación de las inversiones y un probable sobredimensionamiento de la capacidad instalada.

Durante los tres primeros años de ese quinquenio, 1974-1976, la producción interna no petrolera, deducido el efecto de los precios, experimentó una tasa de crecimiento promedio anual superior al 10%. Por su parte, los gastos de consumo crecieron pero a menor tasa que la de los ingresos, provocando así un ascenso en el coeficiente de ahorro a producción bruta

territorial. Dicho coeficiente, aumentó en 9 puntos en comparación con los años inmediatamente anteriores ( 1970-1973) y promedió 40% durante ese período; en 1974 alcanzó su valor histórico más elevado al ubicarse cerca del 46%. Por el contrario, si bien los gastos de inversión también aumentaron fuertemente en esta primera etapa, el coeficiente de formación de capital (inversión/producción) se mantuvo cerca del 30%, es decir en una magnitud similar a la de los años precedentes.

En estos años, como era de esperarse el rezago que mostró la demanda interna en relación a los aumentos en los niveles de ingreso, evidencian una situación en la cual el ahorro interno superó ampliamente las necesidades de financiamiento de la inversión. En efecto, el país registró saldos superavitarios de importancia en la cuenta corriente de su balanza de pagos y generó un volumen importante de excedentes financieros que aumentaron las reservas internacionales de \$2.412 millones para fines de 1973 a \$9.211 millones en 1976.

Como se señalara con anterioridad, después del aumento de precios petroleros del año 1974, se inicia un período de estabilidad de los ingresos procedentes de este sector. Por otra parte, y aún cuando la producción continuó aumentando , la absorción interna de recursos lo hizo más rápidamente, produciéndose para los años 1977 - 1978 una diferencia entre la producción y la demanda interna y, consecuentemente, una brecha financiera que fué cubierta con recursos externos .

Ciertamente, para los años 1977 y 1978, particularmente este último, se observó una desaceleración en la tasa de crecimiento de la producción interna y de los ingresos y los gastos de consumo; sin embargo, la desaceleración de la tasa de crecimiento de estos últimos fué mas lenta que para las otras variables mencionadas, lo cual debilitó la formación de ahorro interno. Por otra parte, durante estos años se produjeron los mayores niveles de inversión , tanto en magnitudes absolutas como relativas. En efecto, en 1977 el coeficiente de inversión se ubicó en 41,5% y en 1978 en 42,8%, su nivel histórico mas elevado. Como resultado de la situación descrita, las transacciones externas en cuenta corriente presentaron saldos deficitarios de \$3.179 millones en 1977 ( 8% del PTB) y de \$5.735 millones para 1978 (13% del PTB), requiriéndose de la utilización del ahorro externo como financiamiento complementario al ahorro interno.

Podríamos resumir las siguientes circunstancias como explicativas de la deficiencia que mostró el ahorro interno para el financiamiento de los gastos de inversión durante los años 1977 y 1978 : a) el retraso que mostraron los gastos de consumo para adaptarse a cambios en los niveles de ingreso , situación que se evidenció tanto en períodos de aumento como de baja y b) el desfase que mostraron los gastos de inversión ante el prolongado período de maduración de las obras en ejecución. La coincidencia de estas situaciones produjo una aceleración de la

demanda interna en momentos en que los ingresos mostraban una tendencia descendente.

En efecto, el alza de los precios petroleros de 1974 hizo que el ingreso nacional de ese año alcanzara un monto de Bs. 99.380 millones, cifra que significó un aumento superior al 61% respecto al ingreso nacional del año anterior (Bs.61.591 millones). Los gastos de consumo también se incrementaron pero en mucha menor medida que el ingreso, observándose un descenso en la relación de consumo a ingreso nacional de 71,3% en 1973 a 56,7% para 1974. Bien sea por el tiempo que requiere un país para ajustar sus gastos de consumo a un aumento de ingresos o porque se consideró esta nueva situación de ingresos como transitoria, lo cierto es que la relación consumo/ingreso fue ajustándose al alza de forma gradual y ya para 1977 superó la relación de 1973. En la medida que los gastos de consumo se fueron adaptando a los nuevos ingresos, la tasa media de ahorro fué consecuentemente disminuyendo .

#### **B-La década de los ochenta: período de graves dificultades.**

Durante esta etapa, las variables económicas venezolanas presentaron un comportamiento que evidencia los rasgos característicos de una situación que habría de concluir en la

crisis que vive el país en la actualidad. En efecto, la tasa de crecimiento anual del período 1980-88 descendió a sólo 0,46%, hecho que determinó una grave merma en el ingreso por habitante y un consecuente deterioro en el nivel de vida y bienestar de la población; el mercado petrolero se caracterizó por una gran inestabilidad; se recrudecieron las presiones inflacionarias, fundamentalmente las derivadas del incremento de los costos; ocurrieron de forma continua y persistente fugas de capital hacia el exterior; y, se desarrollaron una serie de circunstancias en relación al endeudamiento externo que limitan severamente las posibilidades del desarrollo futuro del país . Este conjunto de elementos fué determinante en el proceso de inversión y en la formación del ahorro interno de estos años.

Entre 1979 y 1983, las actividades productivas de los sectores no petroleros presentaron una contracción promedio anual de 1% en términos reales, pero la demanda interna se contrajo en una magnitud aún mayor, de forma tal que, con excepción del año 1982 ,la nación produjo un excedente en la cuenta corriente de su balanza de pagos .

Durante este lapso, la contracción ocurrida en la inversión, tanto nominal como real, constituyó el factor fundamental de estancamiento de la demanda interna. La inversión se contrajo a una tasa promedio anual cercana al 10% ante la caída que experimentó la del sector privado, la cual se redujo a un promedio anual de 40%; la del sector público, por el

contrario, aumentó a una tasa anual cercana al 8%, compensando parcialmente el descenso de la primera.

Para el quinquenio 1979-1983, a diferencia del decenio anterior, la inversión del sector privado participó con menos de la mitad de la formación de capital y el coeficiente de inversión total promedió 23%, descendiendo a su mínimo de 12% en 1983. Inicialmente, la caída de la inversión privada fué motivada por la incertidumbre que produjo tanto la implementación de un nuevo esquema arancelario y de liberación de precios, como las políticas de contención de demanda y de reducción del gasto público, aplicadas por la administración que asumió sus funciones en 1979; a lo anterior se sumó la desaceleración normal que había de producirse como resultado de la sobreinversión y del exceso de capacidad instalada correspondientes a los años anteriores. Posteriormente, esta tendencia se acentuó por las expectativas que surgieron como resultado, por un lado, del deterioro del mercado petrolero que ocurrió con excepción de los años 1979 y 1980 y, por el otro, de la sobrevaluación del bolívar que hacía poco competitivas las inversiones en industrias sustitutivas de importaciones o en aquellas destinadas a la exportación. Asimismo, el incremento de los diferenciales entre la tasa de interés interna y externa, aunado a la ya mencionada sobrevaluación del bolívar, generó fuertes estímulos a las salidas de capital privado que en efecto se produjeron durante esos años.

En el período analizado, la desaceleración de la actividad económica y del ingreso, conjuntamente con la rigidez que presentaron los gastos de consumo para su descenso, trajeron como resultado una menor disponibilidad de ahorros, los cuales además vieron disminuir su capacidad real de financiamiento ante la aceleración del proceso inflacionario.

El coeficiente de ahorro (ahorro bruto/ PTB) promedió 26% para el período y en 1983 alcanzó su cifra mínima de un 19%. Para ese mismo año el sector privado participó con el 42% del ahorro nacional y la tasa de ahorro neto a ingreso nacional se situó en 13.7% . La baja en el coeficiente de ahorro se debió al descenso que presentaron las relaciones de ahorro tanto del sector público como del sector privado, particularmente este último .

A pesar de la contracción de la economía venezolana durante el período considerado, la misma generó un volumen de ahorros que hubiera podido financiar un nivel de inversión muy superior al realizado, como lo demuestra el hecho de que si bien el ahorro se contrajo, el descenso de la inversión fué aún mayor.

Al excedente financiero que produjo la situación descrita en el párrafo anterior se sumaron los recursos adicionales provenientes del mayor endeudamiento externo de esos años. Todo ello se constituyó en la base para la transferencia de recursos que se produjo del país hacia el extranjero bajo la forma de fuga de capitales.

Durante el año 1982 el mercado petrolero se debilitó severamente , los ingresos fiscales procedentes de este sector se redujeron en una cifra superior a los Bs. 21.000 millones, equivalente al 31% , y los ingresos por exportaciones en \$ 3.435 millones, o sea 18% ; simultáneamente, se intensificaron las salidas de capital privado y se endurecieron las fuentes externas de financiamiento por la difícil situación que se generó en el mercado financiero internacional al hacer crisis el problema de la deuda mexicana. Adicionalmente, aumentaron considerablemente las erogaciones por concepto del servicio de la deuda externa venezolana, pues durante ese año el país pagó más de \$4.400 millones por concepto de su servicio .

La coincidencia de este conjunto de factores determinó que el año 1983 se iniciara en medio de una situación de crisis de pagos externos que condujo a que en febrero de ese año, ante la acelerada pérdida de reservas internacionales, se adoptara un esquema cambiario de tasas diferenciales después de casi veinte años de libertad cambiaria y de apertura financiera, el cual con ciertas variaciones estuvo vigente durante los siguientes seis años, finalizando el mes de febrero próximo pasado.

Simultáneamente con las medidas cambiarias, se impusieron restricciones adicionales a las importaciones y se redujo el gasto público, particularmente el de inversión, con el objeto de reducir la demanda interna. Como resultado de ese conjunto de medidas restrictivas se produjeron los siguientes efectos: una

reducción de 5,6% del PTB a precios constantes; una tasa de desocupación que superó el 13%; una fuerte contracción de la demanda interna originada en el violento descenso de la inversión (55%) tanto pública como privada; una reducción del 53% en las importaciones; y, un saldo positivo en la cuenta corriente de la balanza de pagos superior a los \$4.400 millones, el cual se registró no obstante el elevado monto que alcanzaron las erogaciones por concepto del pago de intereses de la deuda externa ( \$ 3.400 millones). El referido excedente financiero de \$ 4.400 millones, fué utilizado en la amortización de capital de la deuda pública externa ( cerca de \$1.000 millones), la acumulación de activos financieros en el exterior bajo la modalidad de reservas internacionales ( \$ 300 millones) y la fuga de capital privado (\$3.200 millones).

Durante los dos años siguientes (1984-85), continuaron las medidas de ajuste destinadas a producir el mayor volumen de recursos internos necesario para continuar con una política de cancelación del servicio de la deuda externa que absorbía cerca del 40% de los ingresos por exportaciones del país, en un momento de debilidad del mercado internacional de hidrocarburos. Por esa razón, durante esos años el producto territorial real no creció, los ingresos reales se mantuvieron estancados, bajó la relación consumo / PTB y la inversión continuó relativamente deprimida, aún cuando registró mejoría respecto a los niveles alcanzados en 1983. Los recursos financieros excedentarios resultado de las

medidas de ajuste se utilizaron, como ya se dijo, en la cancelación de deuda externa y en la acumulación de activos financieros internacionales, tanto por el sector público cuyas reservas internacionales durante esos dos años aumentaron en \$ 3.600 millones, como por el sector privado a través de \$ 2.900 millones por concepto de fuga de capitales. Estas últimas fueron incentivadas por la tendencia al deterioro del bolívar en el mercado libre y un sistema de tasas de interés controladas que hacía negativa la tasa de arbitraje e incentivaba la compra de activos financieros extranjeros.

A pesar de que en 1986 la situación del mercado petrolero internacional se deterioró hasta el extremo de que los ingresos por exportaciones de hidrocarburos se redujeron en \$5.644 millones (44%), las autoridades del país tomaron la decisión de reactivar el aparato productivo mediante la utilización de una política fiscal fuertemente expansiva, acompañada por una política monetaria de igual signo. Ello significó un aumento en la inversión pública que reactivó a su vez la privada. Los gastos de consumo se mantuvieron inicialmente rezagados pero posteriormente se aceleraron ante las expectativas inflacionarias y la permanencia de tasas de interés reales marcadamente negativas, con lo cual se deterioraron las relaciones de ahorro interno; se estima que para 1988 la relación de ahorro a producto alcanzó su mínimo histórico (13%). En esta situación, el ahorro

interno resultó insuficiente para financiar el impulso de la nueva inversión inducida por las medidas expansivas, lo cual produjo saldos deficitarios de importancia en la cuenta corriente de la balanza de pagos; para 1988 el saldo deficitario de la cuenta corriente de la balanza de pagos estuvo cercano a los \$5.000 millones. Estos saldos adversos y las cancelaciones de capital por concepto de deuda externa, se financiaron mediante la utilización de las reservas internacionales acumuladas por la nación en los años anteriores, las cuales para 1988 alcanzaron un nivel crítico que condujo a que en enero de 1989 se suspendieran los pagos de capital de la deuda externa.

## 2. FACTORES QUE HAN AFECTADO LA FORMACION DE AHORRO INTERNO

### **A-El Ahorro, el Ingreso y las Tasas de Interés**

En la presente sección se evalúan a un nivel de gran agregación los factores que han incidido en la formación del ahorro interno en Venezuela. Este enfoque, permite estudiar cuales serían las variables mas relevantes que deben ser objeto de consideración en la formulación de políticas macroeconómicas, evitando con ello incurrir en las confusiones que podrían derivarse del análisis parcial característico de los enfoques

intersectoriales.

Si bien existe acuerdo general en el sentido de considerar el ingreso como el factor determinante del consumo y del ahorro, las relaciones de estos conceptos con variables financieras y socio-económicas tales como la tasa de interés y la distribución del ingreso, han sido sujetas a las mayores controversias .

En el caso venezolano, las tasas de interés han sido reguladas tradicionalmente por el Banco Central de Venezuela. Sin embargo, se adoptó una política de liberación de intereses durante el lapso comprendido entre el 25 de agosto de 1981 y febrero de 1984, cuando se retomó el sistema de control directo, el cual se mantuvo hasta febrero del año en curso al tomarse nuevamente la decisión de liberar las tasas. Dado el fallo de la Corte Suprema de Justicia en el sentido de que según el ordenamiento legal vigente el Banco Central de Venezuela tiene la obligación de fijar las tasas de interés, se invalidó la decisión de febrero ya mencionada y el instituto emisor adoptó un esquema de fijación que pretende seguir las fuerzas del mercado.

Como mencionáramos al inicio del presente capítulo, aún antes del aumento de los precios petroleros de 1973, la economía venezolana mostraba altas tasas de ahorro que permitían a su vez una elevada formación capital. Asimismo, durante esa época se dió la concurrencia de una serie de factores positivos, tales como:

- a) el rápido crecimiento que experimentaron las actividades productivas , lo cual permitió un elevado nivel de ingreso y la

generación de un considerable volumen de ahorro y b) la baja tasa de inflación que prevaleció en el país, conjuntamente con tasas de interés nominales superiores al crecimiento del índice de precios.

Durante el período 1960-1973 el producto real creció a una tasa promedio cercana al 6%, superando con ello ampliamente la tasa de crecimiento demográfico de esos años. Los precios tuvieron un crecimiento muy moderado, en promedio inferior al 2%, y aún cuando esa tasa se aceleró para fines de los sesenta, dicha aceleración fué modesta, lo cual permitió que a lo largo de esos años el rendimiento nominal de los principales instrumentos financieros venezolanos fuera en general superior a la tasa inflacionaria, es decir, se mantuvo una tasa de interés real positiva que osciló entre 5% y 6% .

Durante la década de los setenta, particularmente a mediados de la misma, la economía venezolana registró su mayor expansión y la tasa de ahorro y de formación de capital alcanzaron sus niveles históricos más elevados . Igualmente, se mantuvieron en general tasas reales de interés positivas o cercanas a lo positivo, aún cuando la tasa de inflación mostró una aceleración.

Por el contrario, a partir de los finales de la década de los setenta y a lo largo de toda la presente, se ha reducido el crecimiento económico del país y también se han deteriorado la formación de ahorro interno y los niveles de inversión. Las tasas

de inflación han aumentado considerablemente y con frecuencia las tasas reales de interés han sido negativas, particularmente durante los dos últimos años (1987-88).

La desaceleración de la actividad económica ha afectado adversamente el ahorro del país y el aumento de los precios ha reducido la capacidad real de financiamiento de ese ahorro. Igualmente, es de prever que la permanencia de tasas reales negativas de cierta intensidad como la de estos dos últimos años, haya deteriorado los patrones de ahorro de la comunidad.

Para determinar, a través del análisis del consumo, la importancia de las variables comentadas en la formación del ahorro interno en Venezuela, se estimó una función del consumo (CTR), dependiente del ingreso nacional (YNR), la tasa interna activa de interés promedio anual (TIR) y el consumo del año precedente (CTR-1), todas las variables en términos reales. El término CTR-1 permite capturar la influencia del consumo de años anteriores en el presente, así como el efecto de posibles rezagos de esta variable. El período de estimación abarca los años 1969-86 y se obtuvieron los siguiente resultados.

<u>Variables</u>	<u>Coeficiente</u>	<u>Valores I</u>
<u>Independientes</u>		
YNR	0,43907	7,34804
TIR	-29,32622	-0,37222
CTR-1	0,64857	18,10100
CONSTANTE	-4923,12975	-2,16818
R	0,995815	
D.W	2,245249	

Según los resultados anteriores la tasa de interés no parece una variable estadísticamente significativa en la determinación del consumo total y por consiguiente del ahorro global. Visto lo anterior, se estimó nuevamente la ecuación excluyendo esta variable y se obtuvieron los siguientes resultados.

Variable Dependiente: CTR

<u>Variables</u> <u>Independientes</u>	<u>Coefficientes</u>	<u>Valores T</u>
YNR	0,376480	9,842946
CTR-1	0,670794	20,113576
CONSTANTE	-2448,371638	-3,093426
R :	0,996663	D.W. 1,68295098

El comportamiento del consumo corresponde al esperado y el ingreso y el consumo del año anterior explican la casi totalidad de sus variaciones. Los resultados de las estimaciones realizadas muestran una propensión marginal de corto plazo (0,376480) inferior a la de largo plazo (1,14360); ello es indicativo de la respuesta rezagada del consumo frente a cambios en el nivel de ingreso. Lo anterior permite explicar el aumento del ahorro en períodos en los que el ingreso ha aumentado violentamente y su baja, particularmente intensa, cuando el ingreso se ha reducido.

La poca significación de la tasa de interés como variable explicativa del consumo total y por lo tanto del ahorro global durante el período que cubre la presente estimación, pudiera tener su explicación entre otras causas en el hecho de que a partir del año 1974, el ahorro del sector público al aportar más de la mitad del ahorro nacional determina la evolución de este último, siendo el ahorro público función, a su vez, de los ingresos procedentes del sector petrolero, cuya evolución responde a situaciones del mercado internacional de hidrocarburos independientes de circunstancias relacionadas con las tasas de interés, lo cual explica el aumento del coeficiente de ahorro a producción durante los años 1980-81, cuando las tasas reales de interés fueron negativas y el posterior descenso de este coeficiente en los años 1982-83 independientemente de que las mismas pasaron a ser positivas. Por otra parte, a mediados de los años ochenta se inició un movimiento ascendente en las tasas de interés internacionales que empujó hacia arriba la estructura de tasas internas, pero este comportamiento ascendente incrementó los pagos corrientes del sector público por concepto de la cancelación de intereses de la deuda externa, lo cual afectó adversamente el ahorro del sector público por cuanto las reservas internacionales ya eran menores que el monto de las obligaciones con el exterior.

Asímismo se intentó determinar la influencia que sobre el ahorro total podría tener la distribución del ingreso en

Venezuela, bajo la premisa de que un cambio en la distribución factorial del ingreso a favor del capital tendería a aumentar el ahorro interno. Para ello se estimaron funciones del consumo total en términos reales, como variable dependiente y como variables independientes el ingreso nacional en términos reales y el cociente entre la remuneración de la propiedad y la remuneración del trabajo. Los resultados arrojados no fueron satisfactorios y mostraron signos diferentes a los de la premisa inicial, esto podría tener su explicación en el hecho de que durante los últimos años, el deterioro que ha ocurrido en la formación del ahorro interno ha coincidido con un acentuado efecto regresivo en la distribución del ingreso, este último vinculado a los mecanismos relacionados con la acumulación de la deuda externa privada y su tratamiento privilegiado mediante la asignación de dólares para su pago a tasas de cambio preferenciales cuando, simultáneamente, se producían fugas de capital.

En el cuadro que se incluye a continuación se muestra la evolución de la actividad económica, del coeficiente de ahorro y de las tasas de interés internas y externas, a lo largo de la década de los setenta y ochenta.

COEFICIENTE DE AHORRO Y TASAS DE INTERES  
1969 - 1988

	Depósitos Plazo Fijo	Cédulas Hipote- carias	Tasa de Inflación	Tasa * real de Interes	Var. (**) % Tasa FTBR Inter	Sb / PTB	
1969	4,5-7,0	8.0	2.40	5.60	4.2	9.76	26.8
1971	6,0-8,0	8.0	3.24	4.76	3.1	6.58	29.8
1974	4,5-7,0	8.0	8.27	-0.27	6.1	11.01	45.5
1976	4,5-7,0	8.0	7.66	0.34	8.8	5.58	35.2
1977	5,5-8,5	8.0	7.78	0.22	6.7	6.00	32.8
1978	6,5-8,5	8.5	7.16	1.34	2.1	8.73	28.3
1979	11.5		12.31	-0.81	1.3	11.96	32.5
1980	14.1		21.56	-7.48	-2.0	14.36	32.7
1981	15.0		16.16	-1.20	-0.3	16.82	28.9
1982	15.1		9.56	5.58	0.7	13.16	19.6
1983	13.7		6.32	7.40	-5.6	9.60	18.9
1984	12.6		12.17	0.47	-1.4	10.78	24.4
1985	10.5		11.40	-0.89	0.3	8.34	20.3
1986	8.9		11.60	-2.68	5.2	6.77	15.2
1987	8.9		28.10	-19.16	3.0	7.11	22.3
1988	8.9		29.50	-20.60	4.2	7.91	13.0

(\*) Hasta 1978 el diferencial se calculó tomando a las cédulas hipotecarias como referencia para la tasa interna.

(\*\*) IMF. Reino Unido. Tasa Eurodólar a 60 días.

PTBR: Producto territorial bruto a precios constantes.

Sb : Ahorro bruto nacional.

PTB : Producto territorial bruto a precios corrientes.

FUENTE: Banco Central de Venezuela.

## B-Efectos de la Relación Entre el Ahorro Público y el Ahorro Privado en la Determinación del Ahorro Global

Durante los últimos años, otro aspecto que ha sido tema de gran controversia en la literatura económica es la relación entre el ahorro público y el privado y sus efectos sobre el nivel y estructura del ahorro global. En efecto, resulta de gran importancia para la formulación de políticas globales de promoción del ahorro interno, el conocer si los aumentos en el ahorro público producen un descenso similar en el ahorro privado, con lo cual el ahorro nacional se mantendría inalterado o si, por el contrario, el ahorro total tiende a aumentar.

Con anterioridad al año 1974 el ahorro del sector privado en Venezuela representaba más de la mitad del ahorro nacional, a partir de ese año esta participación descendió en forma continua y el ahorro del sector público adquirió importancia primordial en la formación del ahorro interno. El aumento de la relevancia del ahorro del sector público durante la década de los setenta y ochenta se encuentra determinado por los mayores recursos provenientes del sector petrolero, inicialmente por las mejores condiciones del mercado internacional de hidrocarburos y posteriormente por el efecto fiscal de las devaluaciones de los años 1983, 1984 y 1987 que produjeron un considerable aumento en los ingresos fiscales procedentes de este sector. Igualmente, el sistema cambiario de tasas diferenciales vigente durante estos

últimos años, produjo un aumento sustancial de la imposición indirecta representada por las utilidades cambiarias.

Como consecuencia de la abundancia de recursos que el sector petrolero tradicionalmente ha proporcionado al fisco nacional, éste no tuvo que recurrir a fuentes internas para el financiamiento de sus gastos con la intensidad que posiblemente ha ocurrido en otros países que no han contado con esta alternativa de ingresos. Ello justifica la carga tributaria relativamente baja que ha recaído sobre el resto de los sectores económicos venezolanos y explica por que durante los años setenta y principios de los ochenta, los períodos de mayor crecimiento de los ingresos fiscales y del ahorro del sector público, hayan sido también de expansión del ahorro en el sector privado.

Por el contrario, a partir de 1983 la situación descrita tiende a cambiar. Ciertamente, con la caída de los precios petroleros en el mercado internacional y el cierre de las fuentes externas de financiamiento, se iniciaron acciones tendientes a aumentar los ingresos fiscales mediante otras vías. Una de éstas fué la utilización del expediente cambiario, el cual significó una forma de imposición al resto de los sectores y de redistribución de los recursos internos a favor del fisco nacional, dadas las características de la economía venezolana en el sentido de que el principal exportador es el propio Estado. Estas acciones fueron acompañadas de otras tales como la modificación a la Ley de Impuesto sobre la Renta y el aumento en

el precio de la gasolina. A partir del mencionado año 1983, los aumentos del ahorro del sector público estuvieron acompañados por disminuciones, aunque de menor cuantía, del componente privado de esta variable; ello originó un aumento en el ahorro nacional que no fué sostenible en el tiempo, probablemente como consecuencia del efecto inflacionario implícito en las políticas de ingreso de tipo cambiario.

AHORRO INTERNO E INVERSION PUBLICA Y PRIVADA (1)  
(Millones de bolívares)

Años	SECTOR PRIVADO		SECTOR PUBLICO		TOTAL Sbpr.+ Sbpúb.	INVERSION BRUTA
	Ahorro Bruto Privado	Invers. Bruta Privada	Ahorro Bruto Público	Invers. Bruta Pública		
1971	12.031	11.882	3.957	3.939	15.988	15.821
1972	13.162	11.945	4.377	5.761	17.539	17.706
1973	16.744	14.689	8.299	6.587	25.043	21.276
1974	18.713	17.783	32.590	8.912	51.303	26.695
1975	18.682	20.317	21.558	13.490	40.240	33.807
1976	22.453	22.212	24.950	21.095	47.403	43.307
1977	27.863	39.111	22.185	24.205	50.048	63.316
1978	25.718	43.417	22.628	29.475	48.346	72.892
1979	30.001	36.064	38.915	31.354	68.916	67.418
1980	34.919	27.953	48.108	34.838	83.027	62.791
1981	31.447	22.457	51.082	42.952	82.529	65.409
1982	24.469	20.186	32.765	55.144	57.234	75.330
1983	24.928	3.560	32.271	42.505	57.199	46.065
1984	14.107	29.992	73.241	32.476	87.348	62.468
1985	19.895	33.872	57.900	35.191	77.795	69.063

NOTA: (1) Según Cuentas de Flujo de Fondos de Capitales.  
 Sbpr : Ahorro bruto privado.  
 Sbpúb: Ahorro bruto público.  
 Ahorro bruto= Ingresos corrientes - gastos corrientes.  
 Ahorro financiero= Exceso del ahorro bruto sobre los  
 gastos de inversión, es decir, ahorro financiero = ahorro  
 bruto - inversión bruta.

FUENTE: B.C.V. Informes Económicos.  
 Cuadro " Flujo de Fondos de Capitales ".  
 B.C.V. Anuario de Cuentas Nacionales.  
 B.C.V. Memoria Especial 1975.

Con el objeto de determinar la relación entre el ahorro del sector público (variable independiente) y el del sector privado (variable dependiente), se estimaron las siguientes ecuaciones :

Período: 1971-85

Variable Dependiente: SBPR

<u>Variable Independiente</u>	<u>Coeficiente</u>	<u>Valor T</u>
Constante	18578,434291	5,492288
SBPUB	0,118897	1,300268

R : 0,1151

DW: 0,7109

Período: 1977-85

Variable Dependiente: SBPR

<u>Variable Independiente</u>	<u>Coeficiente</u>	<u>Valor T</u>
Constante	32938,850105	5,908617
SBPUB	-0,166456	-1,345463

R : 0,205473

DW: 0,934244

Según los resultados de las estimaciones anteriores, el ahorro del sector público no resulta estadísticamente significativo en la determinación del ahorro privado. Asimismo, en concordancia con las premisas iniciales, a medida que el período de la muestra se acerca a 1983 se observa una relación inversa entre ambas variables. Durante el período 1977-85 por cada bolívar de aumento en el ahorro bruto del sector público, el del sector privado descendió en cerca de 17 céntimos. De acuerdo a lo anterior, no puede concluirse que en caso venezolano sea aplicable el principio de Equivalencia Ricardiana, en virtud del enorme peso que continúan teniendo los ingresos petroleros sobre

las cuentas fiscales, aún cuando durante los últimos años pareciera existir un cierto grado de sustituibilidad entre el ahorro público y el privado. Esta conclusión se refuerza al constatar que la relación entre el ahorro bruto total (SBT) y el ahorro del sector público (SBPUB) resulta estadísticamente significativa y de un alto poder explicativo.

Período : 1971-1985

Variable Dependiente: SBT

<u>Variable Independiente</u>	<u>Coeficientes</u>	<u>Valor T.</u>
Constante	18613,411401	5,4682809
SBPUB	1,118970	12,149296

R 0,919056  
DW 0,70010695

#### IV-FORMACION DEL AHORRO PUBLICO Y DEL AHORRO PRIVADO

##### 1-EL AHORRO DEL SECTOR PUBLICO

###### A-Cuentas del Gobierno Central.

El Gobierno Central es el gran receptor de los ingresos procedentes del sector petrolero y realiza su distribución al sector privado y al resto del sector público mediante gastos y transferencias. Por este motivo su actuación es determinante en la dirección de las finanzas del país y la evolución de las cuentas del Gobierno Central condiciona, en general, la tendencia de todo el sector público.

Los ingresos fiscales ordinarios están determinados por los de origen petrolero en un porcentaje que si bien varía de acuerdo al período que se considere, supera con creces los provenientes de otros conceptos. Como resultado de esta circunstancia, los ingresos fiscales corrientes están sujetos a variaciones que son independientes de la evolución de la actividad económica interna y muestran más bien fluctuaciones similares a las de los ingresos procedentes del sector petrolero.

Durante la primera etapa de subida de precios del petróleo, los ingresos corrientes del Gobierno Central aumentaron de Bs. 16.048 millones en 1973 a Bs. 42.557 millones en 1974. Posteriormente, los ingresos ordinarios se mantuvieron relativamente estables hasta que los problemas ocurridos en el

Medio Oriente a fines de 1979 y durante 1980, produjeron una segunda fase de aumentos de los precios petroleros, esto, de acuerdo a la legislación venezolana, se tradujo en una elevación de los ingresos fiscales ordinarios para los años 1980 y 1981, cuando alcanzaron cifras de Bs. 62.697 millones y Bs. 92.672 millones, respectivamente.

La abundancia de recursos provenientes del sector petrolero permitió una expansión de los gastos corrientes y de inversión del Gobierno Central, los cuales, excluidas las erogaciones por concepto de amortización de la deuda, alcanzaron en 1974 la cifra agregada de Bs. 39.471 millones y en 1981 se situaron en Bs. 86.769 millones.

Mientras que los ingresos fiscales corrientes han mostrado grandes fluctuaciones dependiendo de la situación petrolera internacional, los gastos, por su parte, como era de esperarse han presentado una gran rigidez para adaptarse al descenso de los ingresos. En efecto, con excepción de la baja ocurrida en 1979 y 1980, la relación gastos fiscales totales a PTB se estabilizó en torno al 30% a partir de 1974, cuando dicha relación alcanzó el 35% y hasta el año 1983, momento en el cual se produjeron sustanciales disminuciones en el gasto que llevaron la relación considerada a una cifra ligeramente superior al 25%. Indudablemente, la rigidez de gasto fiscal está vinculada con la proporción que el gasto corriente representa del total.

Para analizar en el caso venezolano los factores de la rigidez del gasto fiscal, se considera necesario considerar las características y comportamiento de sus principales componentes, las razones de dicho comportamiento y, en definitiva, los efectos de todo ello sobre el volumen y estructura del ahorro público.

Los gastos corrientes del Gobierno Central han presentado una fuerte tendencia alcista a lo largo del tiempo, a pesar del descenso ocurrido en ciertos años. En efecto, en la primera parte del decenio de los setenta el monto promedio de estos fluctuó entre el 13% y 14% del producto territorial bruto a precios corrientes, para fines de esa década oscilaban entre el 15% y 16%, alcanzando el 18% y 19% en los años ochenta. En el referido aumento de los gastos corrientes incidieron los pagos por concepto de intereses de la deuda pública venezolana, los cuales a principio de los setenta se ubicaron en torno al 2% de los gastos fiscales corrientes, para 1978 ya participaban del 8% de estos gastos, aumentando a 11% durante los años 1980-82, al 13% en 1983 y al 20% en 1988.

Por su parte, los gastos de inversión han sido en gran medida el factor de ajuste cuando han ocurrido variaciones en los ingresos fiscales, aumentando fuertemente en los períodos de mayores ingresos y reduciéndose en épocas de menores percepciones fiscales. En efecto, se mantuvieron en torno al 6% del producto durante los años 1970-73, aumentaron en 1974 a 21%, descendieron para 1979 a 5% y se mantuvieron en torno al 10% durante los tres

años siguientes.

Como resultado de las tendencias anteriores, el ahorro del Gobierno Central en cuenta corriente ( ingresos corrientes - gastos corrientes), representó durante el periodo 1970-73 el 6% del producto territorial, aumentó a 24% en 1974 y descendió a 7% en 1978 , permaneciendo en torno al 8% durante los cuatro años siguientes, con excepción de 1981 cuando esta relación fue cercana al 14%.

El aumento en el ahorro corriente de 1974 se debió a que los mayores ingresos no se vieron acompañados por un aumento similar en los gastos corrientes sino en los gastos de capital. Posteriormente, los gastos corrientes se expandieron a una tasa mayor que la de los gastos de capital y mantuvieron esta tendencia hasta 1981.

Por su parte el saldo financiero global, calculado como la diferencia entre los ingresos fiscales totales ( corrientes y de capital) y los gastos totales (corrientes y de inversión , excluidos pagos por concepto de amortización de la deuda pública), representó en 1974 el 2,7% del producto territorial y durante los años siguientes descendió en forma sostenida. En el lapso 1977-78 , este saldo se hizo negativo como resultado de los mayores gastos de inversión de esos años; se recuperó en 1979 y 1981; y, posteriormente, en 1982 se hizo nuevamente negativo ante la caída de los ingresos petroleros . Durante los años en los cuales se presentaron saldos negativos entre ingresos y gastos

fiscales, estos se cubrieron mediante el financiamiento externo, observándose una estrecha relación entre el deterioro del saldo corriente y la recurrencia del sector público al endeudamiento externo.

En los años 1982 y 1983, la situación de deterioro en el mercado petrolero determinó una baja en los ingresos fiscales procedentes de ese sector y por tanto en los ingresos ordinarios. Si bien tanto los ingresos como los gastos corrientes y de inversión se redujeron, los primeros lo hicieron con mayor intensidad que los segundos, con lo cual nuevamente se presentó un saldo financiero global negativo cercano al 1% del producto. Durante los dos años siguientes la posición financiera del Gobierno Central mejoró sustancialmente a pesar del aumento que se produjo en los pagos por concepto de intereses de la deuda pública, particularmente la externa, los cuales alcanzaron el 16% de los gastos fiscales corrientes.

La mejora que se observó en las cuentas fiscales a partir de 1983, se originó en el aumento de los ingresos corrientes como resultado de las mayores percepciones fiscales por concepto de la renta petrolera en moneda nacional y por el incremento derivado de la imposición indirecta, principalmente a través de las utilidades cambiarias resultantes de la implementación del esquema cambiario de tasas diferenciales. De particular importancia fué el aumento que ocurrió en los ingresos petroleros, ya que siendo el petróleo el principal producto de

exportación y el Estado el receptor de esta renta, una devaluación, cuyo efecto beneficia al sector exportador, produce en el caso venezolano un efecto redistributivo del sector privado (importador neto) a favor del sector público. Adicionalmente, ante el elevado monto de las amortizaciones por concepto de la deuda pública, se restringieron los gastos de inversión como medida de ajuste. En efecto, la relación gastos de inversión /PTB que había alcanzado en 1982 el 10%, cae al 7% en 1983 y se ubica en torno al 6% a partir de 1984. Durante esos años los pagos por concepto de amortización de la deuda externa representaron en promedio el 17% de los ahorros corrientes del Gobierno Central.

En general, desde 1983 los déficits financieros del Gobierno Central se han financiado fundamentalmente con recursos internos y, ante los elevados pagos por compromisos relacionados con la deuda externa, el ajuste ha recaído sobre los gastos de inversión. A lo largo de la década de los ochenta, el cambio que esta acción ha ocasionado en la composición de la demanda agregada indudablemente tiene y tendrá a futuro su efecto en la producción interna, en la eficiencia y productividad de la inversión y en la competitividad internacional de la industria venezolana.

Durante los años 1986-1988 y a pesar de la gran inestabilidad que presentaba el mercado petrolero, el gobierno aplicó una política centrada en la expansión de la demanda

interna, que produjo como resultado un aumento promedio de 25% de los gastos de inversión y de más de 22% en los corrientes, esto ocasionó nuevos déficits durante 1986 y 1988 que fueron financiados fundamentalmente mediante endeudamiento interno con la empresa petrolera estatal (Petróleos de Venezuela) y la utilización de los excedentes acumulados durante los años anteriores. En el año 1987, por el contrario, se obtuvo un resultado positivo como consecuencia, por un lado, de la devaluación realizada a fines de 1986, la cual se tradujo en un aumento de los recursos en moneda nacional proveniente de sector petrolero y, por el otro, en la mejora que durante ese año mostró el mercado internacional de hidrocarburos.

#### **B-Ahorro Financiero del Sector Público.**

La importancia que el Gobierno Central tiene en el conjunto de las finanzas públicas del país, determina que las tendencias generales del sector público consolidado sean similares a las analizadas en la sección anterior. En efecto, los gastos del sector público, tanto corrientes como de inversión, han mostrado retardos en su adaptación a los incrementos en el nivel de ingresos, lo cual produjo elevados excedentes financieros durante los períodos 1974-1975 y 1979-1981; asimismo, la inflexibilidad que han mostrado para descender en situaciones de caída en los recursos, ha conducido a situaciones deficitarias como las

experimentadas durante los años 1977-1978 y 1982-1983. Tanto los periodos de excedentes como de déficits financieros han estado vinculados a las oscilaciones que ha presentado el mercado petrolero internacional.

El cuadro que se incluye al final de la presente sección muestra el ahorro bruto generado por el sector público, así como su inversión y las deficiencias o excedentes del primero respecto a la segunda (ahorro financiero). Se separa al Banco Central y al Fondo de Inversiones por sus características peculiares, así como a las petroleras por su comportamiento atípico respecto a las otras empresas públicas y se consolida en un rubro aparte al resto del sector público (Gobierno Central, entes descentralizados y otros niveles de gobierno).

A continuación resumimos los principales aspectos contenidos en el referido cuadro :

i) En general, con excepción de 1977, 1978, 1982, 1983 y 1986, el sector público venezolano fué excedentario de fondos, es decir, generó los recursos suficientes para financiar su gasto corriente, así como sus gastos de inversión. Esta situación se evidencia incluso antes del año 1974, acentuándose en los años de fuertes aumentos de los precios petroleros (1974-1975 y 1979-1981).

ii) A partir del año 1974 el sector público venezolano generó más del 50% del ahorro bruto nacional, con excepción de los años 1977 y 1978 cuando esta participación bajó a 44% y 47%, respectivamente.

iii) El hecho de que el Gobierno Central sea el gran receptor de los recursos provenientes del sector petrolero, hace que su participación resulte determinante en la generación del ahorro del sector . Esta participación tiende a disminuir desde 1974 con la creación del Fondo de Inversiones de Venezuela y posteriormente, a partir de 1976, con la nacionalización de las empresas petroleras y su incorporación a las cuentas públicas.

iv) Desde el momento de su incorporación en las cuentas del sector público en 1976 y hasta el año 1980, las petroleras (Petróleos de Venezuela y operadoras) muestran resultados superavitarios de importancia, gran parte de los cuales se invirtieron en el exterior por no existir en Venezuela capacidad para absorber la colocación de tales montos de recursos financieros. Desde el año 1978 las operadoras inician un rápido proceso de inversión, que determina que su participación en el total correspondiente al sector público se incremente del 15% en 1978 al 28% en 1985, luego de llegar a 38% en 1982 . Este proceso de expansión en sus gastos de inversión, conjuntamente con el descenso que han registrado sus ingresos ante la situación de deterioro del mercado petrolero de esos años, produjo que su ahorro financiero se hiciera negativo a partir de 1980 .

AHORRO BRUTO, INVERSION BRUTA Y AHORRO FINANCIERO  
(Millones de bolívares)

	BCV y FIV (1)	Petro- letras(2)	Resto Sec.Púb	Total Sc. Público
<b>1 9 7 1</b>				
Ahorro Bruto	57		3.900	3.957
Inversión Bruta	16		3.923	3.939
Ahorro Financiero	41		- 23	18
<b>1 9 7 2</b>				
Ahorro Bruto	51	---	4.326	4.377
Inversión Bruta	19	---	5.742	5.761
Ahorro Financiero	32	---	- 1.416	- 1.384
<b>1 9 7 3</b>				
Ahorro Bruto	63	---	8.236	8.299
Inversión Bruta	18	---	6.569	6.587
Ahorro Financiero	45	---	1.667	1.712
<b>1 9 7 4</b>				
Ahorro Bruto	700	---	31.890	32.590
Inversión Bruta	25	---	8.887	8.912
Ahorro Financiero	673	---	23.005	23.678
<b>1 9 7 5</b>				
Ahorro Bruto	1.825	---	19.733	21.558
Inversión Bruta	13	---	13.477	13.490
Ahorro Financiero	1.812	---	6.256	8.068
<b>1 9 7 6</b>				
Ahorro Bruto	1.875	2.657	20.418	24.950
Inversión Bruta	5	22	21.068	21.095
Ahorro Financiero	1.870	2.635	- 650	3.855
<b>1 9 7 7</b>				
Ahorro Bruto	2.274	1.634	18.277	22.185
Inversión Bruta	12	25	24.168	24.205
Ahorro Financiero	2.262	1.609	- 5.891	- 2.020
<b>1 9 7 8</b>				
Ahorro Bruto	3.040	4.630	14.958	22.628
Inversión Bruta	3	4.354	25.118	29.475
Ahorro Financiero	3.037	276	-10.160	-6.847
<b>1 9 7 9</b>				
Ahorro Bruto	3.357	11.594	23.964	38.915
Inversión Bruta	4	7.004	24.346	31.354
Ahorro Financiero	3.353	4.590	- 382	7.561

(CONTINUACION)

---

	SECTOR PUBLICO			Total
	BCV y FIV (1)	Petro- Letras(2)	Resto Sector Público	Sector Público
1 9 8 0				
Ahorro Bruto	3.904	12.090	32.167	48.108
Inversión Bruta	10	9.246	25.582	34.838
Ahorro Financiero	3.894	2.844	6.532	13.270
1 9 8 1				
Ahorro Bruto	5.206	9.285	36.572	51.082
Inversión Bruta	22	14.561	28.369	42.952
Ahorro Financiero	5.184	- 5.276	8.222	8.130
1 9 8 2				
Ahorro Bruto	- 144	1.957	30.994	32.765
Inversión Bruta	9	21.045	34.090	55.144
Ahorro Financiero	- 153	-19.088	- 3.228	-22.469
1 9 8 3				
Ahorro Bruto	-3.746	- 5.224	41.128	32.271
Inversión Bruta	212	11.333	30.960	42.505
Ahorro Financiero	-3.958	-16.557	10.281	-10.234
1 9 8 4				
Ahorro bruto	4.167	6.912	62.162	73.241
Inversión Bruta	12	9.097	23.367	32.476
Ahorro Financiero	4.155	- 2.185	38.795	40.765
1 9 8 5				
Ahorro Bruto	6.228	4.025	47.647	57.900
Inversión Bruta	24	9.887	25.280	35.191
Ahorro Financiero	6.204	- 5.862	22.367	22.709

---

1. Desde 1974, se incluye el F.I.V.

2. P.D.V.S.A. y operadoras: estas últimas se incluyen a partir de 1978. Con anterioridad al año 1976 las empresas petroleras se incluían dentro del Sector Privado no Financiero.

NOTA: La discriminación del ahorro y de la inversión en pública y privada se realizó de acuerdo a la clasificación que aparece en las respectivas tablas de Flujo de Fondos, por lo que las cifras presentan algunas diferencias respecto a las presentadas en las Cuentas Consolidadas. (Cuentas de Producción).

FUENTE: B.C.V. Flujo de Fondos de Capitales. Informes Económicos. Anuario de Cuentas Nacionales 1983, 1984 y 1985.

## 2-EL AHORRO DEL SECTOR PRIVADO.

### A-Evolución del Ingreso, del Consumo y del Ahorro

Como ya se ha mencionado en varias oportunidades a lo largo del presente trabajo, aún con anterioridad al año 1974, cuando aumentan sustancialmente los ingresos petroleros, la relación ahorro privado a ingreso disponible resultaba elevada en comparación con la presentada por otros países. Ciertamente, la economía venezolana disfrutaba de una alta tasa de crecimiento que permitió el aumento del ingreso personal y, simultáneamente, la baja tasa de inflación de esos años dió un alto poder de compra a ese ingreso; todo ello hizo posible la generación de un excedente a ser ahorrado. Asimismo, durante gran parte de la década de los sesenta y principios de los setenta, las tasas de interés reales superaron la de la inflación en 5 ó 6 puntos.

En el año 1974 el ingreso nacional disponible aumentó en 60%, el ingreso personal disponible lo hizo en 30% y el consumo privado en 27% ; todo ello produjo un descenso moderado en la relación consumo privado/ingreso personal disponible que se mantuvo durante los dos años siguientes. Posiblemente la baja en la relación del consumo personal a ingreso, hubiera sido más intensa de no haberse implementado durante los años 1974 y 1975 medidas de redistribución de ingreso que seguramente aumentaron la tasa media del consumo. Posteriormente, en la medida que la comunidad se adaptó a los mayores ingresos y asumió patrones de

consumo más altos, la relación del consumo privado a ingreso personal disponible aumentó en forma gradual pero continua.

#### RELACIONES DEL CONSUMO PRIVADO Y DEL AHORRO

Año	Cp/YPD	Snp/YPD
1973	0.878	0.122
1974	0.868	0.132
1975	0.871	0.129
1976	0.871	0.129
1977	0.883	0.117
1978	0.898	0.102
1979	0.912	0.088

Cp = Consumo privado (BCV)  
 YPD = Ingreso Personal Disponible (Estimaciones de Metroeconómica).  
 Snp = Ahorro neto personal.  
 Snp/YPDC =  $(1 - Cp/YPD)$ . Estimaciones Metroeconómica.

El comportamiento del consumo privado durante esos años corresponde al esperado y resulta de una propensión marginal de corto plazo (0,5097) inferior a la de largo plazo (0,9316), tal como se deduce de la ecuación de consumo personal en relación con el ingreso personal disponible que se expone a continuación :

Período:1951-1985

CPTR =  $0.509697 YPDR + 0.452906 CPTR-1 + 377.940282$   
 (11.280886) (9.115628) (1.386748)  
 R = 0.9978 DW = 2.0113

Valores t en paréntesis

CPTR = Consumo privado a precios constantes.  
 YPDR = Ingreso personal disponible a precios constantes.  
 CPTR-1 = Consumo privado del periodo anterior.

Asimismo, se relacionó el consumo privado con una variable indicativa de distribución del ingreso y con la tasa de interés. Los resultados obtenidos no fueron satisfactorios pues incluso mostraron en ambos casos una causalidad inversa a la esperada. Por lo que se refiere a la tasa de interés los resultados probablemente se explican en virtud de que en Venezuela es muy reciente la experiencia con tasas de interés reales fuertemente negativas, la cual por ausencia de una base de datos completa y confiable no ha sido incluida en el período objeto de esta estimación. En cuanto a la variable de distribución de ingreso, los resultados con signo contrario que se produjeron probablemente se deban a los fuertes efectos regresivos que han caracterizado esa variable durante los últimos años.

Durante los años de fuertes aumentos petroleros el análisis de las cifras disponibles para el ahorro privado total, el ahorro personal y el ahorro corporativo, no resulta consistente con los resultados derivados del análisis del consumo. En efecto, las cifras de ahorro muestran que éste aumentó moderadamente en valor absoluto durante 1974 y disminuyó en 1975, a pesar de que el ingreso nacional disponible se incrementó durante ese lapso en 63% y el ingreso personal disponible lo hizo en 50%. Lo anterior implícitamente significa una violenta caída del coeficiente de ahorro privado, el cual, en ausencia de un fuerte crecimiento del consumo que en efecto no ocurrió, solo podría explicarse por una baja en el ahorro de las empresas. Esta afirmación parece

razonable dada la alta propensión de las empresas venezolanas a repartir dividendos, la cual pudo estimularse aún más en los primeros años del auge petrolero. Sin embargo, esta conclusión discrepa de las estimaciones del Banco Central para ese período y además, si bien las consideraciones anteriores explicarían la tendencia del coeficiente de ahorro privado, no lo harían con la magnitud de su caída.

Otra explicación del resultado anómalo referido, podría estar en una posible subestimación de las cifras de ahorro en los años 1974 y 1975 y una sobrestimación en los años anteriores, o en una combinación de ambas, ya que durante los años 1970-73 se observan variaciones muy bruscas y a partir del año 1970 se inició la aplicación de un nuevo sistema de Cuentas Nacionales.

A partir del año 1978, el consumo privado continuó adaptándose con cierto desfase a las variaciones del ingreso personal y a su vez el ahorro privado muestra igualmente este proceso de ajuste pero en sentido contrario .

Con la década de los ochenta se manifiesta un proceso de desaceleración y contracción de la actividad económica, de mayores presiones inflacionarias y de tasas de interés reales que en general fueron negativas. Igualmente, se observa una tendencia descendente en el ahorro privado.

TASA REAL DE INTERES, TASA DE INFLACION, CRECIMIENTO  
Y  
AHORRO PRIVADO

Años.	C privado/ PTB	Tasa % de Inflación	Tasa real Interés	Variac.% PTBR
1980	53.0	21.56	-7.48	-2.0
1981	56.0	16.16	-1.20	-0.3
1982	63.0	9.56	5.58	0.7
1983	66.0	6.32	7.40	-5.6
1984	60.0	12.17	0.47	-1.4
1985	62.0	11.40	-0.89	0.3
1986	67.0	11.60	-2.68	5.2
1987	68.0	28.10	-19.16	3.0
1988	76.0	29.50	-20.60	4.2

Fuente: Banco Central de Venezuela.  
(\* ) Estimaciones del autor.

Durante la década de los setenta la inversión privada fué muy elevada, registrándose en promedio un coeficiente en relación al producto interno cercano al 18%, el cual descendió a 7% en el decenio de los ochenta como consecuencia de una serie de factores entre los cuales se encuentran: a) la política de contención de demanda aplicada durante los años 1979-1980 particularmente a nivel de Gobierno Central; b) la caída natural de la inversión después de los sustanciales gastos en formación de capital de los años anteriores; c) las políticas financieras que desestimularon el uso del ahorro en la inversión productiva ; d) las expectativas cambiarias vigentes durante gran parte de este período y la sobrevaluación de la moneda, que hicieron poco competitiva la inversión en sectores sustitutivos de importaciones o en industrias de exportación; y, e) el clima de

inestabilidad económica que ha caracterizado a esta década.

En virtud del comportamiento del ahorro bruto y de la inversión privados, el excedente financiero del sector presenta resultados erráticos. En general fueron negativos durante los años 1975-1979, dados los elevados niveles de inversión privada que se produjeron durante esos años. Por el contrario, durante la década de los ochenta fueron positivos en virtud de la abrupta caída de la inversión privada que sólo comenzó a recuperarse a partir de 1984, luego de que en 1983 se produjera la más severa de las contracciones.

#### **B-Análisis Intersectorial.**

El siguiente cuadro muestra la posición neta del sector privado no financiero con el resto de los sectores.

POSICION NETA DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO CON OTROS SECTORES  
(millones de bolívares)

	1971	1972	1973	Acumulado 1971-73		
FUENTES - USOS	107	-925	-1.710	-2.528		
Sec. Priv. no Financiero	----	----	----	----		
BCV, FIV, PDVSA	-290	-471	- 343	-1.104		
Instit.Financieras	-743	293	642	192		
Públicas	112	363	313	788		
Privadas	-855	- 70	329	- 596		
Sec.Pub. no Financiero	25	-626	1.691	1.090		
Otros	-289	475	- 757	-1.521		
Exterior	1.404	354	-2.943	-1.185		
	1974	1975	1976	1977	1978	Acumulado 1974-78
FUENTES - USOS	-323	2.275	277	11.980	18.278	32.484
Sec. Priv. no Financiero	----	----	----	----	----	----
BCV, FIV, PDVSA	-1.765	-1.715	-277	-1.840	-1.286	-6.884
Instit.Financieras	1.534	1.530	1.370	5.404	10.343	20.181
Públicas	662	1.134	-654	1.624	4.503	7.269
Privadas	872	396	2.024	3.780	5.840	12.912
Sec.Pub. no Financiero	1.692	-4.125	-8.328	219	- 972	-11.514
Otros	2.562	153	11.311	3.188	5.095	22.310
Exterior	-4.346	6.432	-3.799	5.009	5.095	8.391
	1979	1980	1981	1982	1983	Acumulado 1979-83
FUENTES - USOS	5.879	-4.992	-8.080	-3.032	-19.937	-30.162
Sec. Priv. no Financiero	----	----	----	----	----	----
BCV, FIV, PDVSA	-1.132	-2.364	-1.005	853	62	- 3.586
Instit.Financieras	3.621	2.902	12.011	31.191	-16.298	-18.595
Públicas	6.131	3.741	-9.621	-3.417	2.270	- 4.436
Privadas	-2.510	- 839	-3.390	6.608	-14.028	-14.159
Sec.Pub. no Financiero	- 90	- 46	18.527	23.083	- 2.794	38.680
Otros	- 365	449	562	-16.210	4.108	-11.456
Exterior	3.849	-5.933	-14.153	-13.949	- 5.015	-35.205

Puede observarse que durante el período 1975-1978 el sector privado no financiero (empresas y personas) mantuvo una posición deudora neta respecto a los demás sectores, resultado de que los elevados gastos en inversión de esos años superaron con creces el ahorro bruto del sector. Entre 1974 y 1978 el ahorro del sector privado no financiero alcanzó la cifra de Bs. 107.841 millones, los cuales, conjuntamente con un aumento de Bs.32.484 millones en su situación deudora neta, permitieron financiar un nivel de gastos de inversión de Bs. 140.325 millones.

El quinquenio 1979-1983 muestra un comportamiento totalmente distinto pues, con excepción del año 1979, el sector registra una situación acreedora de importancia. Durante este período el sector privado no financiero generó un monto acumulado de ahorros de Bs. 134.330 millones, cifra que supera los Bs.104.168 millones correspondientes a gastos de inversión. En esos cinco años el ahorro bruto del sector privado no financiero aumentó en cerca de 25% respecto al monto acumulado del quinquenio anterior y, por el contrario, la inversión se contrajo en un porcentaje algo mayor, con lo cual se produjo como resultado un excedente financiero de Bs. 30.162 millones.

En el lapso 1974-1978, el sector privado no financiero contribuyó con algo menos del 28% de sus fuentes de fondos y colocó directamente cerca del 34% de sus excedentes financieros, obtuvo cerca del 50% de sus fondos de instituciones financieras, especialmente privadas, y canalizó a través de las mismas el 47%

de sus recursos. Por otra parte, el sector externo contribuyó con el 10% de sus fondos y absorbió el 7% de los excedentes financieros del sector, mientras que el sector público no financiero absorbió el 8% de los ahorros financieros. De acuerdo a lo expuesto, durante este período el sector privado no financiero presentó una situación deudora neta con el sector financiero, especialmente con el privado y con el exterior, manteniendo una posición acreedora con el Banco Central y con el sector público no financiero.

Durante los cinco años siguientes (1979-1983) disminuye la importancia de las instituciones financieras, tanto en la captación de los excedentes del sector privado como en la canalización de sus ahorros. En este proceso seguramente influyó la debilidad que mostraron ciertas instituciones financieras y que culminó con la intervención de dos de los bancos más grandes del país: Banco Nacional de Descuento (1978) y Banco de los Trabajadores (1982); lo anterior debilitó la confianza de los ahorristas en el sistema financiero venezolano.

En este período las instituciones contribuyeron con el 43% de las fuentes de fondos del sector privado no financiero y canalizaron el 45% de su excedente. El debilitamiento que se observa en la intermediación financiera interna, estuvo acompañado de una mayor canalización de recursos al exterior. Durante estos años el sector privado no financiero colocó en el extranjero cerca del 17% de su ahorro financiero, acumulando un

monto de Bs. 44.197 millones, cifra que, sin embargo, parece baja si se considera que las cuentas de balanza de pagos estiman para este período salidas brutas de capital privado de corto plazo, incluidas magnitudes por concepto de errores y omisiones, por \$ 30.000 millones equivalentes a Bs. 129.000 millones.

En este quinquenio el sector público no financiero constituyó una importante fuente de fondos para el sector privado (26% de las fuentes de recursos del sector). Durante este período el sector privado no financiero mantuvo una posición neta deudora con el sector público que ascendió a un monto acumulado de Bs. 34.244 millones, lo cual, aunado al excedente financiero que por Bs. 30.162 millones había acumulado el propio sector privado, permitió financiar un aumento neto de sus acreencias con las instituciones financieras privadas (Bs. 14.159 millones), con el Banco Central (Bs. 3.586 millones), con el exterior (Bs. 35.205 millones) y con sectores no clasificados (Bs. 11.456 millones).

En definitiva, podría decirse que la debilidad que mostró la inversión privada durante los años 1979-1983, no obedeció a la carencia de recursos financieros para la inversión, ya que el sector produjo un excedente financiero de importancia que fué colocado en el exterior en virtud de su preferencia hacia la acumulación de activos extranjeros, dado el menor atractivo que relativamente mostraban los títulos venezolanos frente a una tasa de arbitraje que claramente favorecía las inversiones foráneas.

Si a lo anterior se añade que el sector privado registró una posición deudora neta apreciable con el sector público, se concluye que este último financió las salidas de capital privado. Simultáneamente, el sector público utilizaba el crédito internacional, dándose así la circunstancia de que los recursos colocados por el sector privado se constituían en la base del financiamiento externo del sector público. Ello es indicativo de la incapacidad del sistema financiero nacional para cumplir su función de intermediación, puesto que la misma no se realizó internamente sino a través del sistema financiero internacional.

A partir del año 1984 el ahorro financiero es negativo por la caída del ahorro bruto y la reactivación que mostró la inversión luego de la enorme contracción del año precedente. A diferencia de los años anteriores, en 1984 y 1985 el sector privado registró un saldo neto acreedor con el sector público y la mayor parte de su financiamiento provino de fuentes no institucionales.

#### **C-Ahorro Privado en Activos Financieros.**

La relativamente baja capacidad del sistema local para captar el ahorro privado financiero, ha sido una de las causas fundamentales del bajo nivel de ahorro y de la desintermediación que se ha venido produciendo progresivamente a partir de mediados

de los años setenta. El fluir de fondos del último decenio revela las cuantiosas salidas de capital que ha experimentado la economía venezolana durante estos años y la existencia de un circuito financiero no institucional relativamente grande . Estas circunstancias están relacionadas con las pocas alternativas disponibles en cuanto a instrumentos de ahorro y de inversión accesibles para el potencial ahorrista, así como las severas limitaciones que se impusieron tradicionalmente en materia de tasas de interés.

Para la última fecha en la cual existen cifras disponibles, diciembre 1985, el mercado de valores mostraba un monto de Bs. 74.000 millones de títulos en circulación, que conjuntamente con Bs. 196.000 millones de ahorros institucionales, conforman una cifra global de Bs. 270.000 millones de colocaciones en instrumentos financieros .

INSTRUMENTOS FINANCIEROS  
(miles de millones de bolívares)  
1985

	Saldo Acumulado
1. Mercado de Valores	73,9
A. Valores de Renta Fija	63,7
Obligaciones Privadas	
Cédulas Hipotecarias	9,7
Bonos financieros	1,1
Bonos de otras empresas	1,8
Obligaciones Públicas	51,0
Bonos de Instituciones Públicas Internacionales	0.1
B. Valores de Renta Variable	10,2
2. Ahorros Institucionales	195,9
Depósito de Ahorros y aportaciones	42,9
Participaciones de ahorro	13,1
Depósito a plazo	58,3
Certificado de ahorro	47,2
Bonos quirografarios	14,7
Reservas técnicas	3,2
Prestaciones sociales	16,5
Total	269,8

Fuente: Banco Central de Venezuela.

El mercado de instrumentos financieros venezolano está caracterizado por la demanda de un alto grado de liquidez desde el punto de vista de los prestamistas y por la emisión de títulos de renta fija desde el ángulo de los prestatarios. La preferencia de los inversionistas por instrumentos líquidos se ha acentuado en los últimos años y tiene su origen tanto en la baja que se ha registrado en los ingresos, lo cual conduce a

mantener los recursos financieros en la forma más líquida posible, como en las expectativas que han estado vigentes en materia de precios, tasas de interés y mercado cambiario. Este conjunto de factores establece patrones y prioridades de inversión en títulos financieros que tiende a favorecer a los de renta variable en relación a los de renta fija; no obstante, en Venezuela la venta de acciones por posibles prestatarios ha sido muy limitada por el deseo de quienes detentan el control accionario de las industrias de mantenerlo sin interferencias externas y por el alto costo que podría significar esta forma de inversión ante la eventual subida de las tasas de interés .

Del cuadro anterior se infiere igualmente la marcada preferencia de los inversionistas por los títulos emitidos por las instituciones financieras, ya que, no obstante el volumen de valores públicos en circulación, la gran mayoría se encuentra en manos del mismo sector público , de instituciones financieras y de compañías de seguros; ello demuestra que en general el sector privado no financiero ha mantenido sus disponibilidades en forma de títulos de instituciones financieras, las cuales a su vez han canalizado parte de estos ahorros al sector público mediante la adquisición de valores emitidos por este último.

Tres de los obstáculos que se presentaron en un pasado para el desarrollo de un mercado de títulos en Venezuela fueron: la práctica de recompra inmediata a la par de la cédula hipotecaria, a pesar de que en sus inicios fué un factor de estímulo; la falta

de una oferta regular de valores públicos a tasas atractivas para el ahorrista; y, una política extremadamente rígida en materia de tasas de interés. Estas dificultades tienden a desaparecer hoy día; la primera por la casi total absorción de las cédulas en circulación por parte de los organismos estabilizadores, fundamentalmente el Banco Central, y la segunda y tercera ante la nueva política que se ha implementado en materia de tasas de interés, la cual tiende hacia una liberalización de las mismas. En este orden de ideas es de prever que este mercado de títulos tenderá a dinamizarse en el futuro inmediato.

Además del análisis macroeconómico realizado en párrafos precedentes, se ha considerado ilustrativo incluir las conclusiones generales de una encuesta sobre los principales determinantes del ahorro personal y empresarial en Venezuela, realizada por el Instituto Interamericano de Mercados de Capital y que pueden resumirse de la siguiente manera:

i) La población ahorra con el objetivo de atender gastos fortuitos y de la vejez (79,6%), educación de los hijos (9%) y adquisición de vivienda o su mejoramiento (2,4%).

ii) Los niveles de ahorro son proporcionales al ingreso, el nivel socioeconómico, la instrucción y la edad.

iii) Como las vías más adecuadas para aumentar la motivación al ahorro fueron mencionadas la educación y las altas tasas de interés.

iv) La institución preferida por los ahorristas resultó ser la banca comercial privada y en segundo lugar el sistema de ahorro y préstamo. Por lo que se refiere a los instrumentos financieros, se mostró una clara preferencia por los depósitos de ahorro en la forma de libreta.

v) El 90% de los encuestados del nivel más alto considera conveniente el ahorro en dólares a pesar de que ello no sea conveniente para el país.

vi) El 81% desconoce las garantías ofrecidas por el Estado a los ahorros depositados en los distintos tipos de institución.

vii) La mayoría de los encuestados, tanto personas naturales como jurídicas, no tienen información o ella es muy escasa en relación a la bolsa de valores, razón por la cual no la utilizan para la canalización de sus ahorros.

## V-AHORRO EXTERNO Y DEUDA

### 1-DEUDA EXTERNA VENEZOLANA.

Después de los problemas que confrontó el país a principios de este siglo en relación a su deuda externa, los cuales provocaron el bloqueo impuesto en 1902 por Inglaterra, Alemania e Italia, la nación pagó puntualmente su deuda y no volvió a recurrir por muchos años al endeudamiento externo o interno. La política de endeudamiento interno realmente se reinicia a partir de 1952, mientras que la de endeudamiento externo lo hace a partir de 1957 y en forma más definida después de 1960, cuando se produjo una baja en los ingresos procedentes del sector petrolero que incidió adversamente en las recaudaciones fiscales y en las reservas internacionales, las cuales, además se vieron afectadas por las salidas de capital que ocurrieron como consecuencia de las expectativas relacionadas con la tasa de cambio y con la situación política del país.

La primera parte de la década de los sesenta presentó niveles de endeudamiento público relativamente moderados, acusando incluso disminuciones durante los años 1962, 1963 y 1964. Durante la segunda parte de ese decenio, en especial a partir de 1967, se observa un incremento sustancial en los niveles de endeudamiento, fundamentalmente externo, y un aumento en los compromisos de los entes descentralizados. Para fines de

1969 la deuda indirecta representaba el 61% del endeudamiento público total. Sin embargo, es en la década de los setenta cuando la contratación de la deuda pública, particularmente en los mercados internacionales, se acelera intensamente.

A partir de 1973, los ingresos y gastos fiscales se incrementaron violentamente. La abundancia de recursos financieros impulsó al sector público a desarrollar grandes proyectos de inversión de prolongados períodos de gestación y de un elevado componente importado. Sin embargo, con posterioridad a 1974 los ingresos petroleros no mostraron dicho comportamiento, con excepción de los años 1980 y 1981 cuando se produjeron incrementos en los precios de los hidrocarburos como resultado de los conflictos bélicos en el Medio Oriente.

Es por ello que en el año 1976 se inicia una nueva etapa de endeudamiento. En efecto, en la medida que los gastos de las empresas públicas excedieron sus ingresos, la diferencia se cubrió con empréstitos que en su mayoría fueron externos en virtud del reducido mercado de capitales doméstico, de las restricciones en cuanto a tasa de interés, de la política gubernamental de conservar gran parte del ahorro interno para otros fines y de la decisión de mantener altos niveles de reservas internacionales con el objeto de facilitar el endeudamiento externo y optimizar las condiciones de su contratación.

Inicialmente, durante el período 1976-78, el mayor endeudamiento externo del país permitió compensar parcialmente el deterioro y posterior saldo adverso de la cuenta corriente de la balanza de pagos y de las cuentas públicas. Posteriormente, el endeudamiento externo venezolano se realizó en periodos en los que la cuenta corriente de la balanza de pagos y los saldos financieros del sector público mostraron resultados superavitarios de importancia, tal como fué el caso de los años 1979-1981. De esta forma, mientras que en su primera etapa el endeudamiento externo complementó el ahorro interno en el financiamiento de los gastos de inversión, en la segunda fase, paradójicamente, el mayor endeudamiento externo venezolano se produjo cuando la cuenta corriente de la balanza de pagos presentó saldos superavitarios de importancia; se aumentaron los activos internacionales de Petróleos de Venezuela, el Fondo de Inversiones y el Banco Central de Venezuela; y, el sector público mostró excedentes financieros de cierta significación. Probablemente, el referido endeudamiento pudo haber sido estimulado por la concurrencia de la falta de una visión global en materia de reservas internacionales y de la incapacidad del Gobierno Central para gerenciar el proceso global de endeudamiento público e impedir la contratación de deuda externa por parte de los entes descentralizados.

ACTIVOS INTERNACIONALES DEL PAIS, SALDO EN CUENTA CORRIENTE  
 AHORRO FINANCIERO DEL SECTOR PUBLICO Y  
 DEUDA PUBLICA EXTERNA

AÑOS	ACTIVOS INTERN.	DEUDA PUBLICA EXTERNA	AHORRO FINANC.	BALANZA DE PAGOS SALDO CTA.CTE.
_____	*	*	**	*
1975	9.146	1.528	8.068	2.171
1976	11.517	4.941	3.855	254
1977	12.252	7.254	-2.020	-3.179
1978	11.225	10.996	-6.847	-5.735
1979	15.620	15.030	7.561	350
1980	18.513	16.652	13.270	4.728
1981	18.831	18.916	8.130	4.000
1982	14.095	26.690	-22.469	-4.246
1983	14.090	27.500	-10.234	4.427

Fuente:

Banco Central de Venezuela.

William R. Cline." Venezuela's External Debt". Institute for International Economics and Johns Hopkins University. Dec.1981  
 Republic of Venezuela."Venezuela Recent Economic Development and Medium-Term Prospects" .March 30, 1983

\* Millones de \$.

\*\* Millones de bolívares.

La legislación existente en materia de crédito público para el referido período de gran endeudamiento , facilitaba las contrataciones de corto plazo de los entes descentralizados, para lo cual se recurría fundamentalmente a los mercados foráneos ante la actitud alentadora de la banca internacional que confiaba plenamente en la capacidad de pago del país y facilitaba este tipo de endeudamiento sin aval y a veces sin el conocimiento del Gobierno Central. Esta situación explica el explosivo crecimiento de la deuda externa de corto plazo durante la segunda parte de la década de los setenta y principios de los ochenta. El mismo hecho

de que estos endeudamientos de corto plazo no estuvieran registrados como deuda pública, dificultaba la supervisión y control del endeudamiento de los entes estatales, oscureciendo la interpretación de las cifras y mostrando subestimaciones de importancia.

Frente a esta situación, en el año 1981 se reformó la Ley Orgánica de Crédito Público con el propósito de limitar el endeudamiento a corto plazo de los entes descentralizados y se promulgó la Ley de Refinanciamiento para la Reversión y Consolidación de la Deuda de Corto Plazo. Para ese año la deuda externa de corto plazo alcanzaba una cifra similar a la deuda externa contratada según la Ley Orgánica de Crédito Público.

Según los estudios iniciales realizados con motivo de la negociación de la deuda pública externa ("Venezuela Recent Economic Development and Medium-Term Prospects". Republic of Venezuela. March 30, 1983), se estimaba que las obligaciones externas del sector público alcanzaban para fines de 1982 la cifra de \$26.690 millones, de ellos el 40% (\$10.825 millones) eran de corto plazo y el 49% (\$13.005 millones) vencían durante 1983. En referencia a los entes acreedores, cerca del 94% de esta deuda externa se concentraba en la banca comercial, mientras que los organismos multilaterales de financiamiento participaban con un porcentaje minoritario, resultado, por una parte, del hecho de que las agencias financieras multilaterales como el Banco Mundial habían suspendido los créditos a los países exportadores de

petróleo y, por la otra, a la agresiva política de colocaciones desarrollada por la banca internacional en los países petroleros. En relación a los entes públicos deudores, se estimaba que la deuda externa directa o con garantía del Gobierno Central representaba el 43%, mientras que la deuda sin garantía, contratada por los entes públicos no financieros, representaba el 34% y que los institutos financieros públicos (Banco Industrial de Venezuela, Banco Nacional de Ahorro y Préstamo y Banco de Desarrollo Agropecuario) mantenían el 23% restante .

Las cifras anteriores difieren de otras estimaciones así como de las que aparecen en las estadísticas oficiales de deuda registrada, la diferencia se origina en la deuda de corto plazo de los organismos del Estado y en los pasivos externos de los institutos financieros del sector público, los cuales no eran conocidos con precisión.

Posteriormente, nuevas estimaciones determinaron que para el 31-12-83 el saldo total de la deuda pública externa alcanzaba la cifra de los \$27.500 millones. De esta cifra se estimaban \$5.500 millones como no refinanciables, pues correspondían a deudas con organismos multilaterales, bilaterales y bonos. A su vez, los \$22.000 millones restantes que se consideraban refinanciables presentaban gran parte de los vencimientos concentrados en 1983 y 1984.

Para 1987, la deuda externa total venezolana alcanzó la cifra de \$ 36.519 millones, o sea cerca del 285% de sus exportaciones de bienes y servicios y del 95% de su PIB. Por su parte, el servicio representó el 53% de las exportaciones petroleras del país .

Otro aspecto que debe ser considerado es el referente a los cambios que se produjeron en la estructura de la deuda y en sus condiciones en cuanto a tasas de interés y plazo. En efecto, se produjo un aumento en la participación de la deuda de corto plazo, de forma tal que para 1981 este tipo de endeudamiento representaba el 53% de la deuda total .A partir del año 1983 este porcentaje tiende a descender como reflejo del esfuerzo realizado por el país en materia de refinanciamiento y para 1987 se sitúa en 10% . Desde 1983 se observa un proceso de conversión del endeudamiento público de corto plazo y de las obligaciones de los entes descentralizados en deuda pública de largo plazo, lo cual fué posible precisamente por que el Gobierno Central aceptó asumir parte de la deuda contraída por estos últimos sin el aval de la República. Asimismo, aumentó la participación de las fuentes crediticias privadas, pues en 1970 esta fuente de financiamiento representaba el 50% de la deuda externa de largo plazo contratada y/o avalada por el sector público, en comparación con el porcentaje alcanzado para 1987 cuando esta relación llegó al 96% . Por último, se produjo una reducción de importancia en la deuda concesional y un aumento de la

contratación a tasas de interés variable, como lo demuestra el hecho de que para 1970 cerca del 37% de los nuevos compromisos de largo plazo del sector público estaban contraídos en forma concesional y de que para 1987 este porcentaje se había reducido al 0,1%. Igualmente, mientras que para el primero de esos años menos del 3% de los nuevos compromisos contraídos por el sector público se realizó a tasa de interés variable, para 1987 este porcentaje alcanzó el 89%.

DEUDA EXTERNA  
(miles de millones de \$)

	1970	1975	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
TOTAL	..	..	29,5	32,1	32,0	37,4	36,5	34,7	34,7	36,5
Largo Plazo	0,9	1,5	14,0	15,1	17,3	22,9	27,1	25,7	33,1	32,7
Pública	0,7	1,3	10,8	11,5	12,3	14,0	18,4	17,1	25,2	25,2
Privada	0,2	0,2	3,2	3,6	5,0	8,9	8,7	8,6	7,9	7,5
Corto Plazo	..	..	15,5	17,0	14,7	14,5	9,4	9,0	1,6	3,8

-----  
Fuente: Fondo Monetario Internacional. World Debt Tables.1988-89

Como resultado de los factores analizados, los pagos por concepto del servicio de la deuda externa venezolana aumentaron considerablemente, pasando de \$ 121 millones en 1970 a \$ 4.107 millones en 1987. Durante el período 1982-87 la transferencia neta de recursos del exterior hacia Venezuela fué negativa en el orden de los \$ 3.000 millones anuales. Esta transferencia

negativa fué particularmente marcada desde 1984, en virtud de que el gobierno decidió aplicar una política de cancelación de las obligaciones externas contraídas por el país con anterioridad, sin que en contrapartida se produjera una apertura de las fuentes de financiamiento internacional.

Las cifras contenidas en el cuadro que se incluye a continuación, muestran una situación en la cual a partir de 1982 las transacciones vinculadas con la deuda restaron recursos al ahorro interno en vez de complementarlo. El país utilizó proporciones significativas de sus ingresos por exportaciones para dar cumplimiento a los compromisos derivados de sus obligaciones externas, no obstante lo cual su nivel de endeudamiento global no se redujo.

TRANSFERENCIAS FINANCIERAS  
(miles de millones de \$)

	1970	1975	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Préstamos	0,3	0,2	4,7	3,9	2,7	2,5	1,1	0,4	0,3	0,3
Amortización	0,1	0,5	3,0	2,6	2,4	1,7	1,9	1,0	2,1	1,6
Flujos Netos	0,2	-0,3	1,7	1,3	0,3	0,8	-0,8	-0,6	-1,8	-1,3
Intereses	0,0	0,1	1,4	1,5	2,0	2,1	1,9	1,8	2,2	2,5
Transferencias Netas	0,2	-0,4	0,3	0,2	-1,7	-1,3	-2,7	-2,4	-4,0	-3,8

-----  
Fuente:Fondo Monetario Internacional. World Debt Tables. 1988-89

El marco de referencia anterior resulta pertinente al

analizar el proceso de crisis económica sufrida por Venezuela a partir de finales de la década pasada y que tal como se mencionara en el primer capítulo se caracterizó por una actividad productiva prácticamente estancada, pues el crecimiento del producto aumentó tan solo a una tasa anual de 0,5% que en términos per-cápita significa tasas negativas del 2%. Adicionalmente, las presiones inflacionarias se acentuaron fuertemente pues la tasa promedio anual de inflación fué superior al 16% y, por su parte, la balanza de pagos mostró en ocasiones déficits excepcionalmente elevados, como los ocurridos durante los últimos años, 1986, 1987 y 1988, lo cual obligó a utilizar masivamente las reservas internacionales de la nación.

Frente a este comportamiento de la economía venezolana puede afirmarse que dichas circunstancias están directamente relacionadas con los efectos derivados de la cuantía de los pagos al exterior por concepto del servicio de la deuda externa, en un contexto de severas limitaciones de las fuentes internacionales de capital lo cual significó cuantiosas transferencias de recursos netos al exterior con los efectos negativos que eran de esperar en el ahorro disponible para la inversión productiva .

En efecto, de acuerdo a las cifras de Fondo Monetario Internacional (IMF. World Debt Tables. 1988-89.) la deuda externa de largo plazo contraída por el sector público que ascendía para el año 1970 a \$ 728 millones. alcanzó un monto de \$ 25.245

millones para 1987. Este crecimiento acumulado significó, según esta misma fuente, un cambio en la relación de esta deuda al PIB de 7% a 65% y proporciones de 26% y 197% en comparación con las exportaciones de bienes y servicios. Asimismo, las relaciones del servicio de esta deuda con respecto al PIB pasaron de 0,7% a 7,4% y en comparación con las exportaciones de bienes y servicios la relación aumentó de 3% a 22%.

Todo lo anterior evidencia que para Venezuela el problema de la deuda externa constituye hoy día un aspecto crítico por resolver, pues su servicio representa una proporción excesivamente alta de los ingresos por exportaciones del país y de su capacidad de ahorro, limitando severamente sus posibilidades de crecimiento, independientemente de cuan exitosas pudieran ser las políticas internas que el país decida implementar.

A título ilustrativo de las afirmaciones anteriores baste referir que, de acuerdo a las relaciones históricas del período 1970-88, para absorber un aumento anual de 3,0% de la fuerza laboral, el PTB real debería crecer en 4,62%, lo cual significa, bajo la premisa de una relación incremental capital- producto de 6,39 (según cifras del lapso 1970-79), que el coeficiente de inversión debería ubicarse en 29,5%, es decir, más de nueve puntos por encima del actual. Ello en ausencia de una transferencia positiva de ahorro externo requeriría más que

duplicar el coeficiente actual de ahorro interno.

En este mismo sentido, se estima que para este año y el próximo, la cuenta corriente de la balanza de pagos registrará saldos adversos de \$2.000 millones por año, aún en el supuesto optimista de una repatriación de los intereses generados por los capitales privados colocados en el exterior. Este saldo adverso se encuentra determinado fundamentalmente por el resultado negativo de la cuenta de servicios, en la cual el pago por concepto de los intereses de la deuda externa para 1989 y 1990, representaría el 38% y 35% de las exportaciones de bienes o lo que es lo mismo, una cifra anual en torno a los \$ 4.000 millones.

Adicionalmente al problema descrito para la cuenta corriente de la balanza de pagos, el país tendría compromisos en cuanto a la amortización de su deuda externa por montos cercanos a los \$3.000 millones anuales, ello determina una brecha externa global en torno a los \$ 5.000 millones para cada uno de los años considerados, lo cual significa montos netos en torno a los \$2.000 millones (déficits de la cuenta corriente para los años 1989 y 1990). Las estimaciones anteriores ponen de manifiesto la imposibilidad de alcanzar las metas propuestas de crecimiento económico con los esquemas actuales de servicio de la deuda en ausencia de un flujo neto positivo de capitales, pues se verían reducidas considerablemente las posibilidades de formación de ahorro y aumento de la inversión, así como de la expansión de

las exportaciones y de la capacidad de pagar los compromisos externos.

A futuro, tanto la inversión directa como las otras fuentes de recursos diferentes al endeudamiento con la banca privada internacional, deberán constituirse en factores significativos en la complementación del ahorro interno y del financiamiento de la balanza de pagos, en magnitudes inversamente proporcionales al tratamiento que Venezuela pueda finalmente obtener en materia de su deuda externa.

## 2-INFLUENCIA DEL AHORRO EXTERNO EN EL AHORRO INTERNO

Con el objeto de analizar en el caso venezolano la relación entre el ahorro interno y el externo, se utilizó una ecuación en la cual se considera el ahorro interno como variable dependiente y el ahorro externo como variable independiente. Los resultados obtenidos para los períodos 1962-1987 y 1973-1987, no dieron una relación que fuera estadísticamente significativa. Por el contrario, cuando se estimó la correlación entre la inversión bruta fija total considerada como variable dependiente y el ahorro externo tomado como variable independiente, se obtuvo un resultado estadísticamente significativo, cuyo poder explicativo incluso aumenta en la medida en que se acota el período de estimación a los años ochenta.

Variable Dependiente: IBFR Inversión Bruta Fija Real.

<u>VARIABLES INDEPENDIENTES</u>	<u>COEFICIENTES</u>	<u>ESTADÍSTICO T</u>
SER	58,46658	1,82798
Constante	16410,95357	11,39040

R : 0,126854  
DW: 0,112686  
Período: 1962-86

<u>VARIABLES INDEPENDIENTES</u>	<u>COEFICIENTES</u>	<u>ESTADÍSTICO T</u>
SER	79,263888	2,368254
Constante	21281,086172	11,869750

R : 0,41214  
DW: 0,36153  
Período: 1977-86

Las consideraciones anteriores son claramente pertinentes al estudio del problema de la deuda externa y sus efectos sobre el proceso de desarrollo de los países altamente endeudados, ya que la respuesta dependerá de la medida en que fué utilizada para el financiamiento de mayores gastos de inversión o si, por el contrario, tales recursos se destinaron a un mayor consumo y fuga de capitales.

Desde este punto de vista, en el caso venezolano se observan dos etapas claramente diferenciadas. Una primera fase que abarca los años 1976-78, en la cual el mayor endeudamiento externo financió la brecha entre inversión y recursos internos. Durante estos años el alto nivel de la inversión fué la causa fundamental de los saldos adversos de la cuenta corriente de la balanza de

pagos y podría afirmarse que en esta etapa el país cambió recursos financieros (reservas internacionales y deuda) a cambio de activos representados en un capital físico. Por otra parte, durante este lapso el monto de los activos internacionales de la nación respaldaban ampliamente las obligaciones públicas externas. Durante la segunda fase, que se inicia en 1980 y continúa hasta el presente, el ahorro externo no complementó al interno en el financiamiento de los gastos de inversión y los activos públicos internacionales netos fueron negativos (activos públicos internacionales - deuda pública externa), no obstante este comportamiento general, en el período debe distinguirse entre dos etapas claramente diferenciadas:

(a) El lapso comprendido entre 1980 y 1985 cuando, con excepción de 1982, el ahorro interno superó los gastos de inversión y el país generó importantes saldos superavitarios en su cuenta corriente; la intermediación financiera interna fué sustituida por la internacional; el mayor endeudamiento público del país estuvo acompañado de fugas de capital privado de gran intensidad; y, el sector público disminuyó su tenencia de activos internacionales y, en contraposición, el sector privado aumentó sus activos en el extranjero.

(b) El período que cubre los años 1986-88, cuando la cuenta corriente de la balanza de pagos fué negativa; el monto de recursos que el país obtuvo bajo la forma de nuevos préstamos fué limitado; y, las transferencias de recursos vinculadas con el

endeudamiento externo fueron fuertemente negativas.

ACTIVOS INTERNACIONALES DEL PAIS  
FUGAS DE CAPITAL PRIVADO  
Y  
DEUDA PUBLICA EXTERNA  
(millones de \$)

AÑOS	ACTIVOS INTERNACIONALES				DEUDA PUBLICA EXTERNA	FUGAS DE CAPITAL	
	BCV	FIV	PDVSA	Total		KN	KB
1975	8.856	290	-	9.146	1.528	164	- 105
1976	8.570	641	2.306	11.517	4.941	1.378	901
1977	8.145	916	3.191	12.252	7.254	2.109	1.387
1978	6.438	873	3.914	11.225	10.996	1.184	200
1979	7.740	729	7.151	15.620	15.030	258	- 2.318
1980	7.025	1.483	10.005	18.513	16.652	-2.580	- 5.416
1981	8.719	2.452	7.660	18.831	18.916	-4.790	- 7.382
1982	10.034	1.521	2.540	14.095	26.690	-6.506	-10.411
1983	11.149	689	2.252	14.090	27.500	-3.183	- 4.659
1984	12.469	1.252	2.176	15.897	25.859	-1.775	nd
1985	13.750	1.750	1.526	17.024	26.538	-1.087	nd
1986	9.858	1.827	1.016	12.801	25.292	- 559	nd
1987	9.376	1.628	934	11.938	24.395	1.599	nd

Fuente:

Banco Central de Venezuela.

William R. Cline." Venezuela's External Debt". Institute for International Economics and Johns Hopkins University. Dec.1981

Republic of Venezuela."Venezuela Recent Economic Development and Medium-Term Prospects" . March 30, 1983

Metroeconómica.

KN : Salidas netas de capital privado, incluye corto plazo + errores y omisiones de la balanza de pagos.

KB : Salidas brutas de capital privado, incluye corto plazo + errores y omisiones de la balanza de pagos.

El cuadro anterior permite mostrar el comportamiento mencionado en el párrafo precedente. En efecto, en el periodo 1980-1985, correspondiente a la primera etapa referida, las

salidas netas de capital privado alcanzaron una cifra próxima a los \$20.000 millones, lo cual representa un traslado del ahorro interno hacia el exterior que hubiera podido financiar actividades productivas internas, no obstante lo cual, las fuertes salidas de capital privado de esos años no redujeron la inversión de ese sector ya que durante dicho lapso ésta no estuvo limitada por falta de recursos, como lo demuestra el hecho de que, a excepción de 1982, el ahorro financiero del país fué positivo. Mas aún, al estar acompañadas las salidas de capital privado de un acelerado proceso de endeudamiento público externo, se produjo un proceso perverso de sustitución del excedente financiero interno por ahorro externo.

Las salidas de capital privado inherentes al proceso de sustitución referido se iniciaron en 1978, cuando se produjeron fuertes expectativas cambiarias ante la situación que presentaba el mercado petrolero y la evidente sobrevaluación del bolívar. En el segundo semestre de 1979 y durante los dos años siguientes, el incentivo a la fuga de capitales se debió a los diferenciales negativos entre nuestras tasas de interés y las externas, derivados del fuerte ascenso de estas últimas y de la política interna de tasas administradas, las cuales se ajustaban a las externas pero tardíamente y en cuantía insuficiente.

Adicionalmente, en 1981 a pesar de las altas tasas de interés que prevalecían en el mercado financiero internacional, el Banco Central decidió bajar las tasas de interés internas.

Ello dió como resultado una fuerte salida de capitales y la transferencia del ahorro doméstico al exterior, con lo cual se produjo una situación de severa restricción financiera que motivó a que en el segundo semestre de ese año se decidiera liberar las tasas de interés. Al adoptarse esta política, las tasas domésticas se colocaron a un nivel similar al prevaleciente en los mercados internacionales. Posteriormente, a partir del mes de septiembre, las tasas foráneas mostraron una tendencia a la baja, e igualmente descendieron las internas aunque en magnitudes menores, manteniéndose un diferencial favorable que estimuló la entrada de capitales y permitió una recuperación de importancia en los agregados monetarios durante los últimos tres meses del año. A pesar de lo anterior, el costo de la referida política no fué totalmente compensado por el regreso de capitales privados que se produjo con posterioridad a la liberación de las tasas de interés, ya que para fines de ese año el mercado petrolero daba indicios de debilidad y con ello se inició un proceso de expectativas cambiarias que continuó y se acentuó durante los años siguientes.

Posteriormente, el bolívar fué devaluado en 1983 y nuevamente en 1984 y 1986, con lo cual, a lo largo de todos estos años, se mantuvo un clima de inestabilidad cambiaria que propició la fuga de capitales privados al exterior. En 1984 se retomó el sistema de tasas administradas por el Banco Central y las tasas internas se hicieron negativas particularmente durante los años

1987 y 1988, lo cual estimuló la adquisición de activos extranjeros e intensificó el desequilibrio de las cuentas externas.

Con el objeto de determinar los factores que han determinado los movimiento de capital privado durante el periodo 1973-1986, se estimó una ecuación en la cual se relaciona dicho movimiento de capital (KN) con las siguientes variables independientes: el diferencial entre las tasas de interés interna y externa (DIF), el índice de las variaciones de la tasa efectiva de cambio (TEC) y la liquidez monetaria (LIQ), obteniéndose los siguientes resultados:

Variable Dependiente: KN  
Período : 1973-1986

Variables Independientes	Coeficientes	Valor T
Constante	-19108.302558	-6.333775
TEC	203.745443	6.727111
DIF	516.281368	2.979519
LIQ	-0.020809	-3.997570

R :0.86175  
DW:1.81136

Fuente:KN -Movimiento neto de capitales privados de corto plazo más errores y omisiones de la balanza de pagos, en \$.  
TEC-Banco Mundial.Country Economic Report on Venezuela, Marzo 1988, en %.  
LIQ-M2 ,Banco Central de Venezuela, en Bs.  
DIF-Cuadro A-18 del Anexo Estadístico del presente Informe.

Como puede observarse en los resultados obtenidos con la ecuación anterior , todas las variables mencionadas resultan estadísticamente significativas , con los signos correctos y con un alto grado de capacidad explicativa de los movimientos de capital privado, evidenciándose de esta forma que si bien la tasa de interés, como ya se mencionara, no es significativa para determinar el monto de la formación de ahorro, sí lo es en cuanto a influenciar la preferencia de los ahorristas entre activos internos e internacionales.

1

2

3

4