

LA DISTRIBUCIÓN INTERNA DE LOS INGRESOS DE ORIGEN PETROLERO

LEONARDO VERA AZAF*

lvera@bancomercantil.com

CONTENIDO

1. Introducción
2. Venezuela: Crecientemente dependiente de las exportaciones petroleras
3. La bifurcación primaria de las divisas de origen petrolero
4. El flujo de egresos de divisas del BCV
5. El flujo acumulado de ingresos de divisas en PDVSA
6. Los aportes fiscales de origen petrolero
7. Los aportes al FONDEN
8. La gestión de tesorería del Gobierno Central

NORMATIVA LEGAL

INDICADORES ECONÓMICOS

1. INTRODUCCIÓN

Este breve reporte está concentrado en la identificación de los patrones que ha venido tomando la distribución de los flujos de origen petrolero al interior de la economía venezolana. Para tal propósito prestamos particular atención a los estados de ingresos y gastos de cuatro agentes institucionales fundamentales en la economía venezolana: PDVSA, el Banco Central de Venezuela, el Fondo de Desarrollo Nacional (Fonden) y el Gobierno Central. Entre varios aspectos asociados a la detenida observación de las series estadísticas el reporte destaca: (a) una creciente bonanza de ingresos externos de origen petrolero, especialmente concentrada en el lapso de los últimos tres años, (b) una participación más pronunciada de PDVSA en la distribución primaria de las divisas de origen petrolero (c) una distribución del presupuesto de divisas del BCV cada vez más orientada hacia los requerimientos del sector público, (d) una gestión

deficitaria en el presupuesto de divisas del BCV que ha sido compensada por revalorizaciones de activos de reserva, (e) una rápida recomposición de las reservas internacionales hacia el oro monetario, (f) una proporción más pequeña del aporte fiscal petrolero que proviene de PDVSA (como proporción de los ingresos petroleros de PDVSA y del gasto del gobierno central), y (g) una mayor inclinación del Gobierno Central ha gestionar el presupuesto de gastos con ingresos no petroleros y extraordinarios (fundamentalmente crédito público).

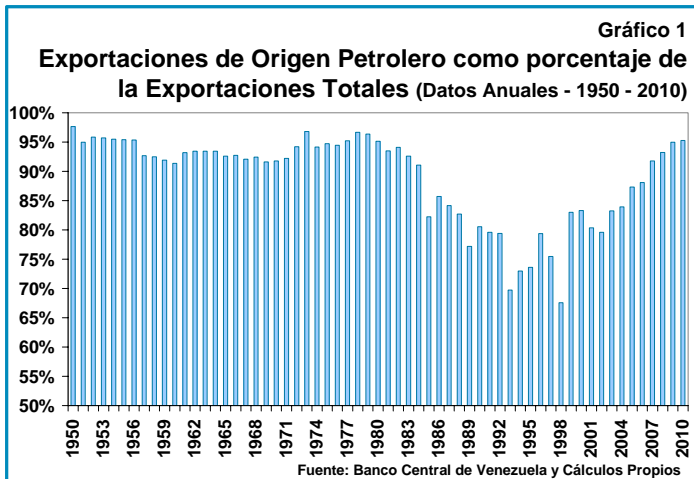
2. VENEZUELA: CRECIENTEMENTE DEPENDIENTE DE LAS EXPORTACIONES PETROLERAS

En febrero del año 1941, el celebrado intelectual, economista y abogado venezolano, José Antonio Mayobre, publicó un estudio sobre el impacto que podía tener el desarrollo de las hostilidades en Europa sobre el quehacer de la economía venezolana.¹ Señala Mayobre, en ese estudio, que para el año 1939 (cuando comenzó la guerra en Europa) el petróleo y sus derivados representaban el 94% del valor de las exportaciones venezolanas. Igualmente indica que la influencia del petróleo en la gestión presupuestaria y fiscal era también decisiva. Cerca del 34% del presupuesto de ingresos de la República provenían, en ese entonces, de la factura petrolera. Una creciente conciencia sobre las consecuencias de la penetración creciente de la renta petrolera sobre la vida económica del país se desarrolló a lo largo del siglo XX. El lugar común de toda esta reflexión se centró en la necesidad de utilizar la palanca petrolera para promover la economía no petrolera y revertir así la estructura dependiente.

* Economista Senior de la Gerencia de Investigación Económica de Mercantil Banco Universal.

¹ Este estudio fue publicado en el diario El Universal y reproducido años más tarde en la publicación del Banco Central de Venezuela titulada "Jose Antonio Mayobre: Obras Escogidas", 1982.

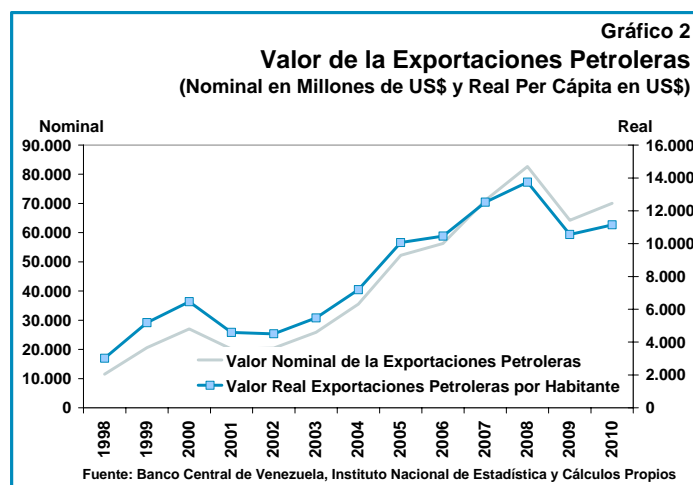
Esta condición de dependencia de las exportaciones petroleras comenzó gradualmente a revertirse a finales de los años 1970 como consecuencia inmediata de la caída de los precios del crudo petrolero, pero más estructuralmente, como resultado de un avance bastante significativo de las exportaciones no tradicionales, especialmente de aquellas asociadas a la renovada vitalidad que vino adquirir la integración con la Comunidad Andina. Así, si bien a finales de 1978 las exportaciones no petroleras comprendían sólo el 3% de las exportaciones totales, diez años más tarde, a finales de 1988, constituían ya el 17% del monto global, y veinte años más adelante, en 1998, llegaron a aglutinar el 32% de las exportaciones totales. La desafortunada reversión de esta tendencia ha sido, sin lugar a dudas, una de las mayores transformaciones estructurales que ha acusado la economía venezolana en los últimos años. Basta señalar que al cierre del año 2010, el valor de las exportaciones de origen petrolero correspondió al 95% de factura global por exportaciones, un porcentaje similar al nivel reportado por las estadísticas de Mayobre 70 años atrás (Ver Gráfico 1).



Este dato es de particular importancia, pues en perspectiva, el flujo de dólares reportados hacia la economía venezolana no sólo está más concentrado hoy día en un solo rubro de exportación, sino además en una actividad cuya singular naturaleza consiste en estar bajo la tutela legal del Estado, que funge tanto de administrador del recurso, como de propietario de la empresa que concentra la extracción y comercialización del mismo. Como tal, la distribución de este flujo de ingresos en dólares entre los distintos agentes institucionales de la economía corresponde legítimamente al Estado

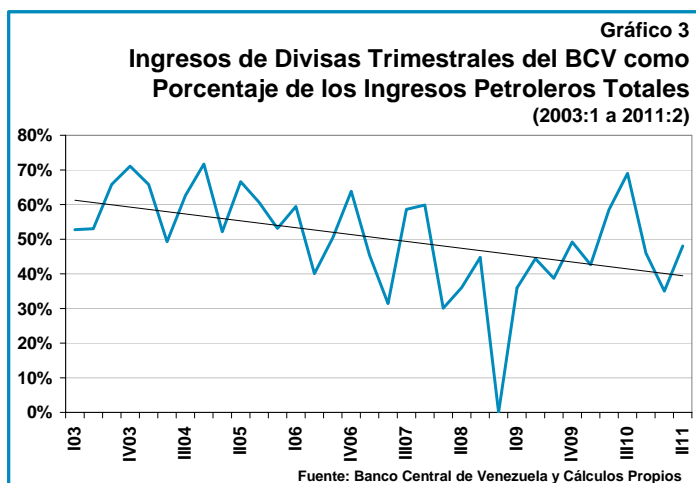
venezolano, y se moldea a partir de ciertas decisiones críticas de política pública.

Al concentrar la atención en un período más corto de tiempo, entre los años 1998 y 2010 (como la que ofrece el Gráfico 2) puede apreciarse que las exportaciones petroleras han dado un vuelco realmente significativo. El Gráfico 2 muestra el valor de las exportaciones petroleras anuales en términos nominales, así como también medido en términos reales por habitante (ambas magnitudes en US\$). Ahí se observa que al cierre de 2010 el valor nominal de las exportaciones petroleras fue 7 veces mayor al nivel registrado en 1998. Por su parte el cálculo del flujo anual de ingresos petroleros reales por habitante muestra como (aún acusando los efectos transitorios de la caída de los precios del petróleo acaecida a mediados de 2008 como consecuencia de la crisis global) la tendencia ha sido ininterrumpidamente creciente y representa, al cierre del año 2010, casi 4 veces el flujo real por habitante registrado a finales de 1998. En total, y de acuerdo con las cifras reportadas por el Banco Central de Venezuela en la balanza de pagos, durante los últimos 12 años (y hasta el cierre del año 2010) Venezuela acumuló ingresos por exportaciones petroleras por un monto de US\$ 546 mil millones. Aproximadamente un 40% de esos recursos se han acumulado en los últimos 3 años, lo cual da una idea bastante clara de los importancia creciente que viene adquiriendo la renta petrolera (así como su distribución) en la actualidad.



3. LA BIFURCACIÓN PRIMARIA DE LAS DIVISAS DE ORIGEN PETROLERO

Los ingresos por concepto de exportaciones de hidrocarburos, en teoría, tienen dos posibles destinos primarios en Venezuela: O quedan atesorados transitoriamente en cuentas de PDVSA, o son transferidos (por operación cambiaria de compra-venta) al Banco Central de Venezuela para formar parte del acervo de reservas internacionales. El BCV reporta trimestralmente al público su estado de ingresos y egresos de divisas, una información que permite conocer con exactitud aquellos ingresos de divisas que provienen de PDVSA, lo que en contraste con el valor de las exportaciones petroleras nos ofrece una idea de cómo se distribuye primariamente la renta entre ambas instituciones. El Gráfico 3 brinda una panorámica del valor de los ingresos de divisas que tienen como destino al BCV, medido como porcentaje del valor de los ingresos petroleros reportados en la balanza de pagos. Parece bastante claro que durante los tres primeros años de la serie (2003-2005) PDVSA estuvo reportando al BCV ingresos de divisas por encima del 50% del total de la factura por ingresos trimestrales petroleros. De hecho el promedio de los 12 primeros trimestres de la serie es 60,4%. Sin embargo, a partir del segundo trimestre del año 2006 y hasta el segundo trimestre de corriente año 2011, el promedio del flujo de venta de divisas (como porcentaje del total de ingresos petroleros) bajó a 46,4%.



Quizás el punto clave para explicar este quiebre está en la reforma parcial que experimentó la Ley del Banco Central de Venezuela, aprobada por la Asamblea Nacional en el segundo semestre del año 2005. La reforma dispuso

expresamente que las divisas provenientes de PDVSA por la exportación de hidrocarburos sólo son vendidas al Banco Central (al tipo de cambio vigente) cuando se requiere atender: (a) “los gastos operativos y de funcionamiento en el país de dicha empresa”; y (b) “las contribuciones fiscales a las que está obligada (PDVSA) de conformidad con las leyes, por el monto estimado en la Ley de Presupuesto de la República”². La reforma sentó además las bases para la creación del Fonden.

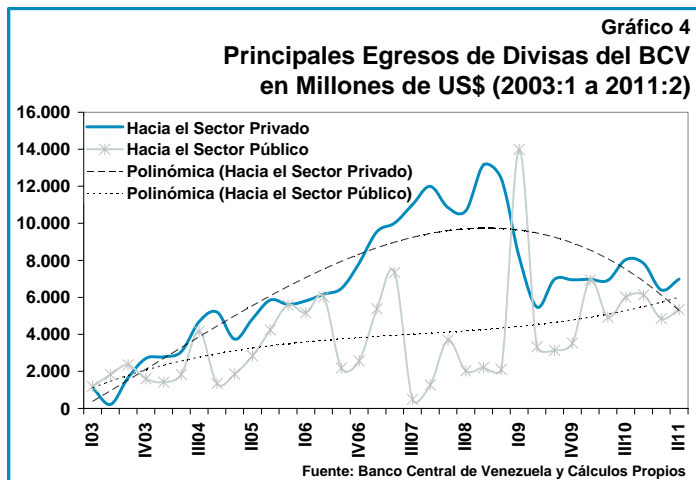
4. EL FLUJO DE EGRESOS DE DIVISAS DEL BCV

Desde el estado de ingresos y egresos de divisas publicado trimestralmente por el BCV, es posible también diferenciar la evolución de la corriente de egresos de divisas del BCV, cuyo destino tiene al sector público, de la corriente de egresos que se dirige al sector privado. Esta última está fundamentalmente determinada por el presupuesto de divisas que formula el BCV y por las autorizaciones de CADIVI, que funge como el organismo institucional responsable del régimen de control administrado de divisas en Venezuela. Vale agregar, que en lo que toca a las divisas otorgadas al sector público, no priva régimen alguno conocido, y por lo tanto, las asignaciones tienen un carácter discrecional.

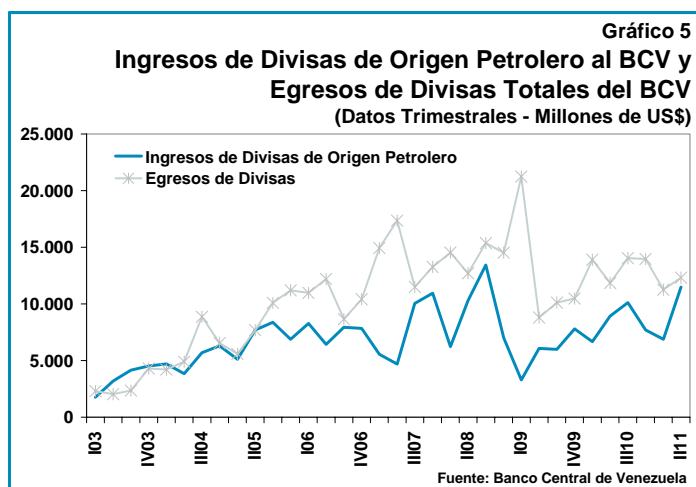
El Gráfico 4, muestra estos flujos en el lapso que va desde el primer trimestre de 2003 hasta el segundo trimestre de este año. Ahí conviene destacar dos hechos fundamentales: Por una parte, el flujo de divisas desde el BCV hacia el sector privado mostró una tendencia creciente (en términos nominales) hasta el tercer trimestre del año 2008. Desde entonces la tendencia se ha revertido significativamente. Aquí vale abrir un paréntesis para indicar, que este menor flujo de divisas hacia el sector privado afecta (por el lado de la oferta) a la producción doméstica, particularmente en el caso venezolano, donde la mayor parte de la demanda de divisas está orientada a suplir de materias primas, insumos intermedios y bienes de capital al sector productivo doméstico³. Por otra parte, y en contraste, el flujo de divisas hacia el sector público ha crecido sostenidamente y representó al cierre del segundo

² De esta manera quedó plasmada esta decisión en el artículo 113 de la reformada Ley de Banco Central de Venezuela.

³ También es posible señalar que una menor demanda agregada interna disminuye la demanda de divisas del sector privado.



trimestre de este año el 43% de los egresos totales de divisas que reporta el BCV. No deja de ser significativo que el sector público, cuyo Producto Interno Bruto corresponde hoy día al 30% del monto total de la economía, consume más de 40% de las divisas que provee la autoridad monetaria⁴. Con la creación del Fonden desde mediados del año 2005 y hasta el cierre del segundo trimestre de este año, el 35% de los egresos de divisas al sector público se han destinado a este fondo.⁵ Durante ese lapso de tiempo, el monto de las transferencias de recursos desde el BCV al Fonden acumula un monto de US\$ 39.882 millones. En orden jerárquico y por montos globales (al interior de los egresos de divisas al sector público) siguen en importancia los egresos que tienen como destino la Oficina Nacional del



Tesoro, las empresas públicas no financieras, y los bancos de Estado.

Una vista más agregada de la evolución conjunta de los ingresos de divisas provenientes de PDVSA y de los egresos de divisas totales del BCV (como la que permite el Gráfico 5) deja ver claramente como, a partir del tercer trimestre del año 2005, los egresos se sitúan sistemáticamente por encima de los ingresos de origen petrolero. Desde esa fecha y hasta el segundo trimestre de 2011, el BCV reporta un déficit acumulado (egresos mayores a ingresos de divisas) de US\$ 12.102 millones. Este déficit debería haberse reflejado en una baja sensible y equivalente en el valor del stock de reservas internacionales de la república. De ese modo, las reservas internacionales, que al cierre del segundo trimestre de 2005 cerraron en US\$ 28.071 millones, habrían pasado a

Cuadro 1
Movimiento Acumulado de Ingresos
y Egresos de Divisas del BCV
(III Trimestre 2005 al II Trimestre de 2011)

Millones de US\$

II. Ingresos	293.553
II.1 Sector Público	238.711
II.1.1. Gobierno General	3.631
II.1.2. Empresas Públicas no Financieras	198.475
PDVSA Neto	194.006
Otras	4.469
II.1.3. Empresas Públicas Financieras	23.360
BANDES	5.401
Banco del Tesoro	17.668
Otras	291
II.1.4. BCV	13.245
II.2. Sector Privado	54.842
II.2.1. Operadores Cambiarios	54.802
II.2.2. Exportaciones ALADI	40
III. Egresos	305.655
III.1. Sector Público	108.456
III.1.1. Gobierno General	73.698
Deuda Pública Externa	4.425
Oficina Nacional del Tesoro (ONT)	26.055
Fondo de Desarrollo Nacional (FONDEN)	39.882
Otros	3.336
III.1.3. Empresas Públicas no Financieras	15.158
PDVSA	7.707
Otras	7.451
III.1.3. Empresas Públicas Financieras	9.335
III.1.4. BCV	10.265
III.2. Sector Privado	198.156
III.2.1. Operadores Cambiarios	155.857
III.2.2. Importaciones ALADI	42.299
IV. Movimiento Neto (II - III)	-12.102
V. Ajustes por valoración	13.525
VI. Reservas Internacionales de cierre	28.537

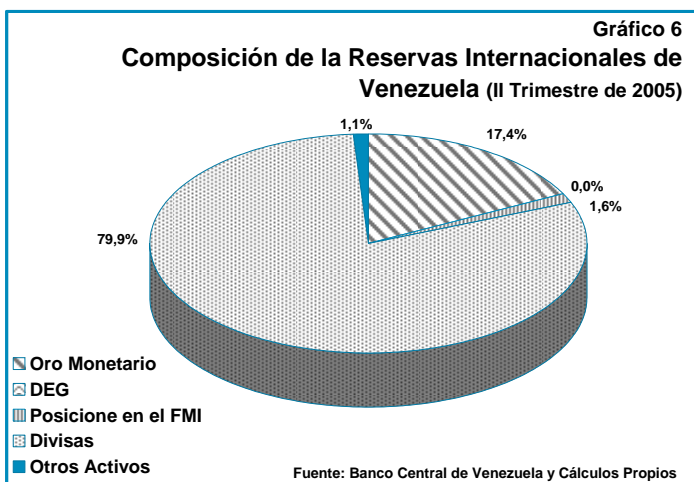
Fuente: Banco Central de Venezuela

⁴ Esta comparación es aun más significativa si se toma en cuenta que el PIB del sector público se compone exclusivamente de bienes y servicios no comercializables internacionalmente.

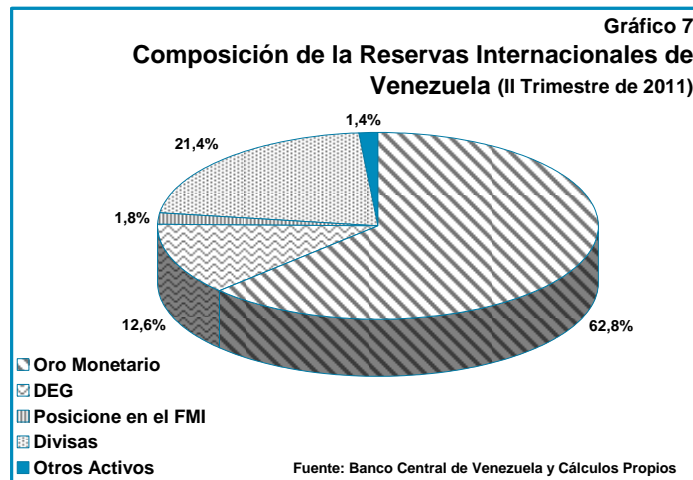
⁵ La reforma parcial de la Ley del BCV estableció efectivamente la transferencia del "excedente" de reservas internacionales al Fonden.

US\$ 15.969 millones en el segundo trimestre del año 2011. Pero esto no ocurrió, pues como puede observarse en el cuadro 1, el nivel de reservas internacionales cerró al cierre del segundo trimestre de este año en US\$ 28.537 millones. La razón que explica la estabilidad de las reservas está ligada –en este caso- a la evolución de la cuenta de “ajuste por valoración” (que se observa igualmente en el Cuadro 1). Entre el tercer trimestre de 2005 y el segundo trimestre de 2011, el BCV imputó US\$ 13.525 millones por revalorización de sus activos de reserva compensando así el déficit acumulado de divisas.

En la medida que la gestión de divisas se ha hecho deficitaria para el BCV, y que éste desbalance ha sido cubierto con revalorización de los activos en dólares, la composición de las reservas internacionales en poder del instituto emisor ha ido cambiando. Los Gráficos 6 y 7 permiten hacer una comparación de la composición de las reservas internacionales al cierre del segundo trimestre de 2005, con la composición al cierre del segundo trimestre de 2011. Estos datos provienen de la publicación que hace el BCV de su posición de activos y pasivos de reservas. Considerando que el monto global de las reservas no sufrió mayores cambios entre estos períodos, lo más significativo y digno de destacar sin duda alguna corresponde: (a) al crecimiento de las posiciones en oro monetario, cuyo valor pasó de de US\$ 5.207 millones a US\$ 17.914 millones, y (b) a la caída en la posición en divisas, que pasó de US\$ 23.920 millones a US\$ 6.112 millones. De este modo el oro monetario que apenas representaba el 17% de la posición global de reservas



internacionales, corresponde hoy día al 63% del monto global de reservas.



En síntesis y considerando los aspectos fundamentales que derivan de la observación de los datos, la corriente creciente de egresos de divisas del BCV que tiene como destino al sector público, no ha sido compensada en los últimos años con mayores ventas de divisas desde PDVSA hacia el Banco Central. Curiosamente, el déficit acumulado de divisas que esto genera no ha mermando el stock de reservas internacionales de Venezuela, en obediencia al ajuste positivo acumulado por revalorización de los activos de reservas que el instituto emisor ha venido realizando; una posibilidad que ha estado al alcance de las autoridades monetarias como resultado del comportamiento reciente de los mercados financieros internacionales.

5. EL FLUJO ACUMULADO DE INGRESOS DE DIVISAS EN PDVSA

El mismo contraste realizado anteriormente entre los ingresos de divisas reportados en la balanza de pagos por concepto de exportaciones petroleras, con el estado de ingresos y egresos de divisas del BCV, permite hacerse una idea de la evolución de la corriente de ingresos petroleros que quedan atesorados o acumulados en PDVSA. Anteriormente señalamos que, en los últimos 5 años, una mayor parte del flujo de divisas de origen petrolero se ha venido concentrando en PDVSA. Para ser exactos y de acuerdo a las estadísticas del BCV, en promedio el 53,6% de los flujos de ingresos por exportaciones de hidrocarburos se quedan inicialmente en PDVSA. A efectos comparados, entre el tercer trimestre de

2005 y el segundo trimestre de este año, PDVSA acumuló US\$ 214.730 millones en ingresos por exportaciones de petróleo, reportando al BCV la diferencia (del total de ingresos por exportaciones acumulados) que fue de US\$ 193.447 millones.

6. LOS APORTES FISCALES DE ORIGEN PETROLERO

Una cuantía importante de los flujos de ingresos por ventas de hidrocarburos de PDVSA se destinan al fisco bajo tres figuras legales fundamentales: El Impuesto Sobre la Renta (ISLR), la Regalía (y Otros Impuestos de Extracción) y los Dividendos. Estos aportes se hacen en bolívares, por lo que PDVSA debe vender el equivalente en divisas al BCV (a la tasa de cambio oficial) y éste último reporta la compra como ingresos de divisas en sus estados de ingresos y egresos de divisas.

A partir de los Estados Consolidados de Resultados Integrales que anualmente publica PDVSA es posible hacerse una idea de la proporción de recursos que PDVSA reporta al fisco como porcentaje de sus ingresos por ventas de crudo y derivados.⁶ La ventaja que ofrece el uso de las estadísticas publicadas por PDVSA es que las cifras ya están reportadas en dólares e incluyen todos los ingresos de la corporación (internos y externos).

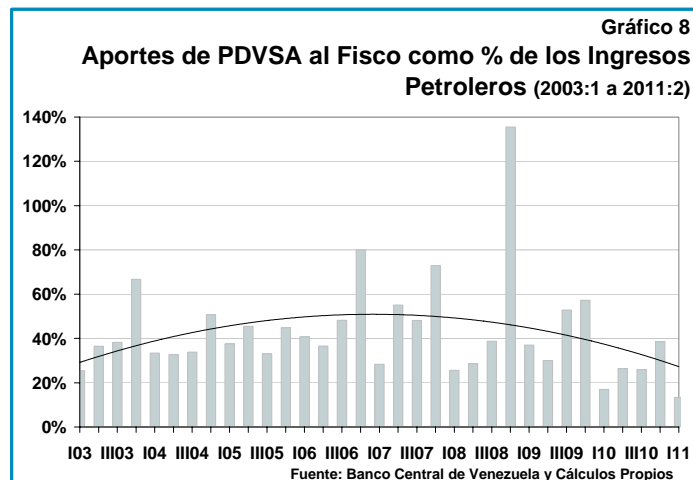
El Cuadro 2 muestra la evolución de los aportes en lo que corresponde al ISLR y la Regalía para el período 2004-2010. Dejando a un lado las oscilaciones derivadas del ciclo, llama la atención que al año 2010, con ingresos por ventas de hidrocarburos 14% por encima a los reportados en 2005, PDVSA reportó al fisco un monto 21% por debajo a los efectivamente transferidos en 2005. De hecho, como porcentaje de los ingresos por ventas de hidrocarburos, los aportes al fisco por concepto de ISLR y Regalía en 2010 fueron sólo 16,2%, muy por debajo del promedio reportado en los 6 años anteriores (que fue de 24,2%).

⁶ A diferencia los ingresos por exportaciones de hidrocarburos reportados por el BCV en la balanza de pagos, los ingresos por ventas de hidrocarburos reportados por PDVSA en sus Estados Consolidados incluyen las ventas de todo el Holding.

Cuadro 2							
Ingresos por Ventas y Aportes Fiscales de PDVSA							
Millones de US\$							
	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Ingresos por Ventas de Petróleo Crudo y Productos	92.744	70.636	122.488	93.820	96.764	81.105	60.972
Regalías	11.218	12.884	23.462	21.981	18.435	13.318	9.247
ISLR	3.849	3.310	4.280	5.017	4.031	5.793	5.420
Total Aportes Fiscales (sin dividendos)	15.067	16.194	27.742	26.998	22.466	19.111	14.667
Aportes Fiscales/Ingresos por Ventas (%)	16,25	22,93	22,65	28,78	23,22	23,56	24,06

Fuente: Estados Consolidados de Resultados de PDVSA

Con las estadísticas del BCV es posible hacer un contraste similar, usando series de mayor frecuencia (trimestrales), pero esta vez incluyendo, en los aportes fiscales, los dividendos transferidos al fisco por PDVSA y utilizando como ingresos por exportaciones petroleras aquellos provenientes de la balanza de pagos. El Gráfico 8 permite ver, en perspectiva, la evolución trimestral del aporte fiscal de PDVSA como porcentaje de los ingresos por exportaciones petroleras, desde el primer trimestre del año 2003 y hasta el primer trimestre de 2011.⁷ Las series confirman que el aporte fiscal de PDVSA al Gobierno Central viene cayendo. Para el primer trimestre de 2011 con precios del crudo en US\$/bl 90,9, (el precio más elevado para cualquier primer trimestre de la serie) el aporte fiscal fue sólo de 13%, una cifra sustancialmente por debajo del aporte promedio que registra la serie, que fue de 43,8%.



En perspectiva y tomando en consideración los aspectos anteriormente resaltados en relación con la distribución primaria de los ingresos petroleros de origen externo, parece bastante claro que, así como PDVSA viene

⁷ Para el segundo trimestre de este año no existen aún estadísticas de los aportes fiscales trimestrales publicadas.

aglutinando un porcentaje (tanto como una cuantía) creciente de recursos provenientes de las ventas externas de hidrocarburos, las obligaciones fiscales reportadas al Gobierno Central vienen disminuyendo. Como apuntaremos en un instante, una porción no desestimable de los ingresos petroleros que recibe PDVSA van al Fonden y eso pudiera estar afectando el aporte fiscal petrolero.

7. LOS APORTES AL FONDEN

Desde el año 2005 una proporción relativamente importante del flujo de egresos de PDVSA tiene como destino al Fonden, un fondo gubernamental constituido en agosto de ese año bajo la figura de sociedad anónima, y expresamente creado para emplazar proyectos de inversión en el área social, en actividades empresariales tuteladas por el Estado, en el desarrollo de proyectos de infraestructura y para el manejo de la deuda externa.

El Fonden se alimenta de dos flujos: (a) de aportes en dólares provenientes del “excedente” de reservas que determina periódicamente el BCV y (b) de los aportes extraordinarios que provienen de PDVSA.⁸ De acuerdo a la información proveniente del estado de ingresos y egresos de divisas del BCV y de la publicada por PDVSA (<http://www.pdvsa.com/>), el fondo ha recibido en sus primeros seis años (hasta el cierre de 2010) ingresos por un monto de US\$ 67.341 millones.⁹ Estos flujos anuales se presentan en el Cuadro 3 en forma resumida. Un aspecto a resaltar es que el 56% de los aportes (o US\$ 37.382 millones) provienen de las reservas internacionales estimadas como excedentarias por el BCV. Quizás más importante es hacer notar el significativo peso que tienen estos aportes no sólo sobre los egresos de divisas del Banco Central, sino además, sobre la estructura de costos

⁸ Con fecha 15 de abril de 2008, fue publicada en la Gaceta Oficial N° 38.910, la Ley de Contribución Especial sobre Precios Extraordinarios del Mercado Internacional de Hidrocarburos. Posteriormente, fueron publicadas en las Gacetas Oficiales N° 38.939, del 27 de mayo de 2008, y N° 38.970, del 10 de julio de 2008, las resoluciones N° 151 y N° 195 del MENPET. Esta Ley y las resoluciones establecen una contribución especial al Fonden a ser pagada mensualmente por quienes exporten o transporten al exterior hidrocarburos líquidos y productos derivados. Dicha contribución se hace en función de unos rangos de precio de exportación del crudo y por cada barril de petróleo exportado o transportado al exterior, y es liquidada mensualmente por el MENPET y pagada al fondo. Esta Ley es derogada y sustituida por el Decreto Ejecutivo N° 8.163 del 18 de abril de 2011.

Cuadro 3

Aportes al Fonden provenientes del BCV y PDVSA Millones de US\$

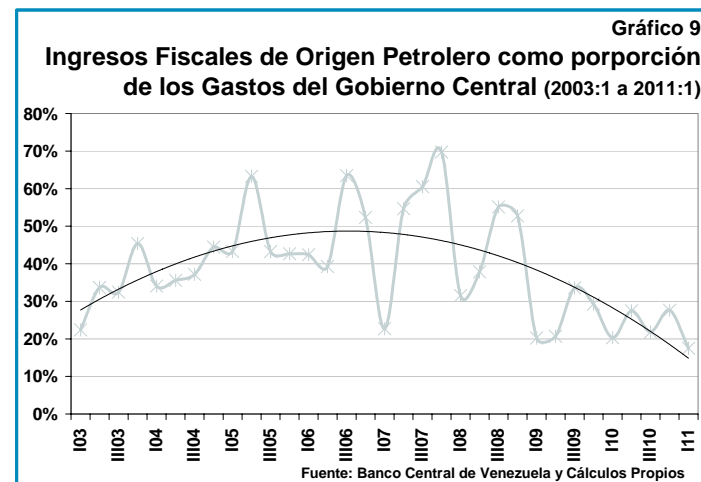
Años	Aportes del BCV como Porcentaje de sus Egresos de Divisas		Aportes de PDVSA	Aportes de PDVSA como Porcentaje de sus Gastos		Total Aportes
	Aportes del BCV					
2005	6.000	17,36	1.525	10,47	7.525	
2006	4.275	10,12	6.855	12,24	11.130	
2007	6.770	11,87	6.761	15,77	13.531	
2008	1.538	2,69	12.384	12,53	13.922	
2009	12.299	24,29	600	19,89	12.899	
2010	7.000	13,02	1.334	9,54	8.334	
Promedio Anual	6.314	13,23	4.910	13,41	11.224	
Acumulado	37.882		29.459		67.341	

Fuente: Banco Central de Venezuela y PDVSA

y gastos de PDVSA. En ambos casos, los aportes al Fonden corresponden a un 13% de los egresos a los que hemos hecho referencia.¹⁰

8. LA GESTIÓN DE TESORERÍA DEL GOBIERNO CENTRAL

El Gráfico 9 brinda una nueva perspectiva sobre la presencia de los ingresos petroleros en la gestión fiscal (ingresos fiscales petroleros como proporción del gasto del Gobierno Central). Los datos ponen en evidencia el peso cada vez menos importante que tiene el ingreso fiscal de origen petrolero (por concepto de ISLR, regalía y dividendos) como palanca o mecanismo de financiamiento del gasto del Gobierno Central.¹¹

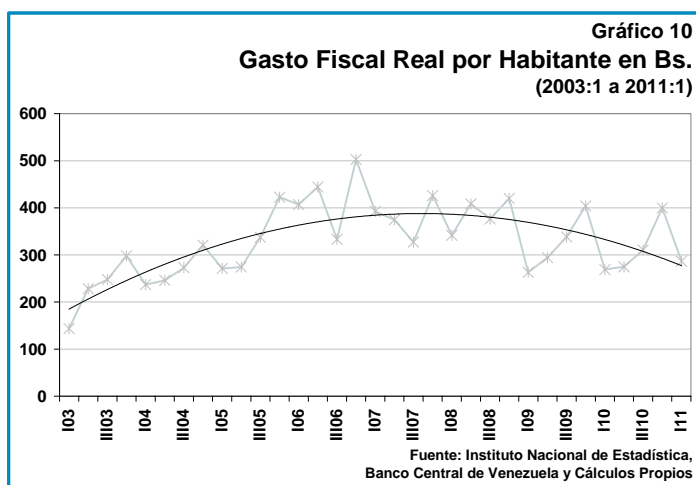


⁹ Al tercer trimestre de este año el BCV reporta transferencias adicionales al Fonden por US\$ 3.500 millones.

¹⁰ Una importante discusión se plantea al momento de evaluar el costo de oportunidad de estos aportes y compararlo con las ganancias de bienestar asociadas con el uso de los recursos aportados. No obstante, las fallas de información con respecto a la gestión de gastos del Fonden hace difícil este ejercicio.

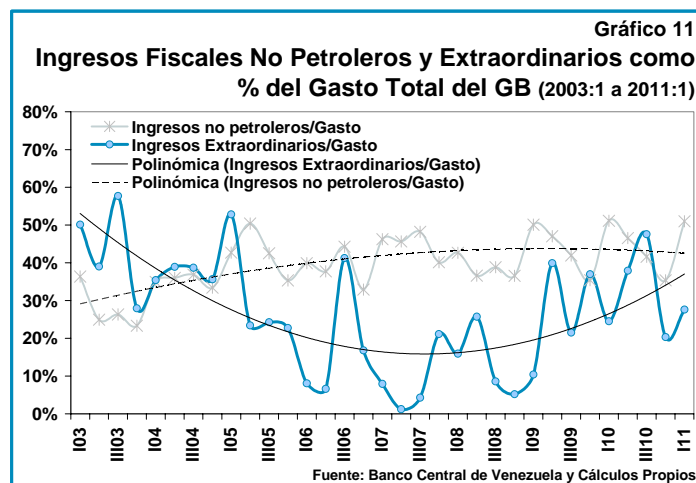
¹¹ El gasto equivale conceptualmente al “gasto causado” y como tal recoge el gasto legalmente aprobado por la Ley de Presupuesto corregido por los créditos adicionales, las reducciones e insubsistencias y que se ejecuta durante el año.

En la gráfica la tendencia de la serie, cuya forma es una parábola invertida, no deja dudas al respecto. El aporte fiscal de origen petrolero financió al primer trimestre del año 2011 sólo el 17,5% de la corriente de gasto, una proporción muy lejana del pico alcanzado en el cuarto trimestre del año 2007 cuando alcanzó 70%.¹² Un aspecto adicional que merece ser evaluado es que el financiamiento del gasto a partir de los ingresos de origen petrolero viene cayendo en un contexto donde el componente tendencial del gasto del Gobierno Central en términos reales por habitante también viene disminuyendo (ver Gráfico 10).



Desde el punto de vista práctico, en la medida que la tendencia del aporte fiscal de origen petrolero disminuye, la gestión del tesoro del Gobierno Central debe adaptarse a las cambiantes circunstancias. Las fórmulas para compensar la merma de los ingresos fiscales de origen petrolero, ha consistido en recostarse en los ingresos fiscales no petroleros y en los ingresos extraordinarios provenientes del endeudamiento externo e interno. El Gráfico 11 muestra como los ingresos no petroleros así como los

ingresos extraordinarios medidos como proporción del gasto total, han venido aumentando en los últimos trimestres.¹³



Lo anterior desde luego abre una consideración especial sobre la posición de endeudamiento de la República al presente. Aunque el endeudamiento de origen interno y externo creció de forma rápida en el año 2009 y lo ha hecho de igual manera en lo que va de 2011, conviene apuntar que el Gobierno Central exhibe aún *ratios* Deuda-PIB relativamente bajos. El cuadro 4 brinda información al respecto.¹⁴ Para el cierre del año 2010 la razón deuda-PIB del Gobierno Central fue 24%, apenas la mitad del máximo registrado en el año 2003 (48%), y es muy probable que para este año no sufra cambios significativos a pesar del crecimiento importante de las emisiones.¹⁵ Un cuadro de

Cuadro 4
Indicadores de Deuda Pública Interna y Externa del Gobierno Central

	Saldo Deuda Externa (MM de US\$)	Var.% Saldo Deuda Externa	Saldo Deuda Interna (MM de US\$)	Var.% Saldo Deuda Interna	Saldo Deuda Total (MM de US\$)	Var.% Saldo Deuda Total	Razon Deuda-PIB
2002	22.513		12.452		34.965		45%
2003	24.780	10,1%	15.861	27,4%	40.641	16,2%	48%
2004	27.470	10,9%	16.238	2,4%	43.708	7,5%	39%
2005	31.199	13,6%	15.683	-3,4%	46.881	7,3%	33%
2006	27.252	-12,6%	16.849	7,4%	44.102	-5,9%	24%
2007	27.316	0,2%	16.742	-0,6%	44.059	-0,1%	19%
2008	29.864	9,3%	14.199	-15,2%	44.063	0,0%	14%
2009	35.145	17,7%	24.736	74,2%	59.881	35,9%	18%
2010	37.034	5,4%	24.810	0,3%	61.845	3,3%	24%
2011 (p)	39.888	7,7%	34.698	39,9%	74.585	20,6%	23%

Nota: (p) Cifras provisionales a septiembre de 2011.

Fuente: Ministerio de Finanzas y Banco Central de Venezuela

¹² No deja de llamar la atención el que el precio promedio de la cesta de crudos venezolana estuvo en el primer trimestre de este año 10 dólares por encima del precio registrado en el cuarto trimestre de 2007.

¹³ Los ingresos extraordinarios contemplan esencialmente aquellos asociados a las operaciones de crédito público y a otras fuentes no recurrentes de carácter legal.

¹⁴ Los datos de deuda pública no incluyen la deuda de PDVSA ni registra la deuda que ha venido contrayendo la república con el gobierno de China a partir de convenios bi-nacionales.

¹⁵ Las estadísticas de deuda externa no incluyen la reciente emisión del Bono Soberano Internacional 2026 por 3 mil millones de dólares con cupón de 11,75%.

mayores interrogantes se genera, sin embargo, cuando se observa que el endeudamiento aumenta vigorosamente con precios del petróleo e ingresos petroleros que remontan con creces los promedios de la pasada década.¹⁶

**NORMATIVA LEGAL APROBADA EN EL AMBITO ECONOMICO Y SECTORIAL
MES DE SEPTIEMBRE 2011**

GACETA OFICIAL N°	FECHA	SUMARIO
01/09/2011	39.748	Resolución Conjunta N° DM/3044, DM/078, DM/077, DM/033-11 y DM/089, mediante la cual se fija en todo el territorio nacional el Precio Máximo de Venta al Público (PMVP) del Arroz Blanco de mesa tipo I, tipo II y tipo III. (Precios por Kilogramo: Tipo I: 5,62; Tipo II: 5,23; Tipo III: 4,96).
01/09/2011	39.748	Resolución Conjunta N° DM/ 3045, DM/076, DM/076, DM/034-11 y DM/088, mediante la cual se fija en todo el territorio nacional el Precio Máximo de Venta al Público (PMVP) de la Harina de Maíz Precocida. (Kilogramo: 4,06 Bs.).
06/09/2011	39.751	Aviso Oficial mediante el cual se fija lo contenido de la Tasa de Interés Social Máxima y de las Tasas de Interés Sociales Especiales aplicables a Créditos Hipotecarios para la adquisición, construcción, autoconstrucción; así como para mejora y ampliación de vivienda principal. (Máxima 11, 42%; Especiales: 4,66%; 6,91% y 9,16%, entre otros).
16/09/2011	39.759	Decreto N° 8.413, mediante el cual se dicta el Decreto con Rango, Valor y Fuerza de Ley Orgánica que reserva al Estado las Actividades de Exploración y Explotación del Oro, así como las conexas y auxiliares a éstas.
21/09/2011	39.762	Convenio entre el Ministerio del Poder Popular para las Industrias Básicas y Minería y el Banco Central de Venezuela.
22/09/2011	39.763	Resolución mediante la cual se dictan las Normas para el otorgamiento de créditos para la adquisición de vivienda principal de conformidad con las condiciones de financiamiento establecidas en la Resolución N° 103, de fecha 19 de julio de 2011.
23/09/2011	39.764	Providencia mediante la cual se establecen los Requisitos y el Trámite para la Autorización de Adquisición de Divisas Destinadas a las Importaciones.

Fuente: Gacetas Oficiales de la República Bolivariana de Venezuela

Este boletín ha sido elaborado en la Gerencia de Investigación Económica del Mercantil C.A., (Banco Universal), coordinada por: Francisco Vivancos Cabello.
Equipo de Investigadores: Andrés Duque, Inés Fasanaro, Gema Murillo, Carmen J. Noguera, Leonardo Vera.
Las opiniones aquí expresadas son responsabilidad de los autores y no reflejan necesariamente los puntos de vista de la institución.

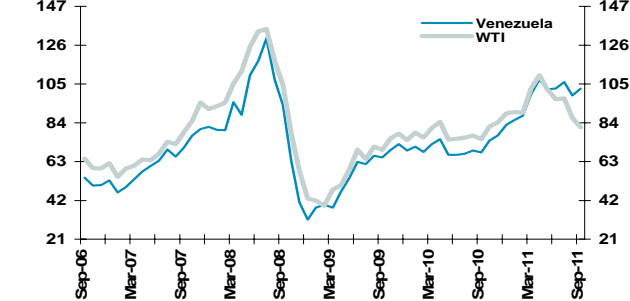
Edificio Mercantil, Av. Andrés Bello, N° 1-Apartado Postal N°789 - Caracas 1010A. Venezuela.
Deposito Legal: 79-0092. Vol 33. N° 09.

¹⁶ Con respecto al cierre del año 2008 el stock de deuda pública externa e interna (en US\$) del Gobierno Central ha crecido 69%.

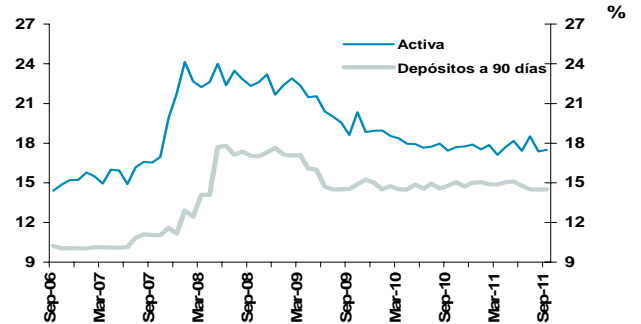
INDICADORES ECONOMICOS	2008	2009	2010	May-11	Jun-11	Jul-11	Ago-11	Sep-11	Var %	Var %
SECTOR EXTERNO										
Volumen Promedio de Producción de Crudos (miles de barriles)	2.353	2.181	2.187	2.240	2.300	2.300	2.270	2.280	4,1%	4,1%
Precio West Texas Intermediate (WTI) (US\$/b)	99,9	55,3	58,8	101,9	96,6	97,2	86,7	81,6	(8,4)%	8,5%
Precio Cesta Venezolana (US\$/b)	86,5	57,0	72,7	102,0	102,6	105,9	98,7	102,4	23,5%	50,7%
Precio OPEP (US\$/b)	94,4	55,0	58,2	110,4	109,2	111,4	106,3	103,6	17,3%	39,3%
Exportaciones No Tradicionales (MM de US\$)	5.426	2.380	2.486	432	222	241			15,9%	20,5%
Importaciones ¹ (MM de US\$)	45.128	36.908	30.745	2.949	3.114	2.727			16,2%	(7,3)%
Reservas Internacionales Brutas (MM de US\$)	42.299	35.000	29.500	28.882	28.386	29.017	29.063	31.392	6,4%	9,7%
Tipo de Cambio Preferencial de Cierre (Bs./US\$)	2,15	2,15	2,60	2,60	2,60	2,60	2,60	2,60	-	-
Tipo de Cambio Petrolero de Cierre (Bs./US\$)	2,15	2,15	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	-	-
SECTOR REAL										
Indice de Volumen de Ventas	216,6	192,7	178,7	201,8	197,0				(18,7)%	22,8%
Al por Mayor	143,3	122,1	130,8	152,5	154,1				9,2%	27,3%
Al por Menor	265,7	239,8	210,8	234,8	225,8				(27,3)%	20,8%
SECTOR REAL - Índice 1997 = 100										
Venta de Vehículos Automotores	189,8	127,4	85,2	93,3	97,9				16,9%	23,9%
Partes, Piezas y Accesorios de Vehículos Automotores	171,7	149,5	149,0	211,5	174,9				22,3%	31,9%
Combustibles para Vehículos Automotores	128,9	180,7	169,8	177,2	173,9				6,6%	9,2%
Almacenes no Especializados con Surtido Compuesto, principalmente de Alimentos, Bebidas y Tabaco	337,0	324,2	267,9	237,4	223,8				(32,1)%	(6,0)%
Otros Productos en Almacenes no Especializados	159,1	247,7	184,7	202,4	235,2				(5,9)%	34,6%
Alimentos, Bebidas y Tabaco en Almacenes Especializados	248,7	217,4	185,5	213,2	216,8				(15,7)%	18,2%
Productos Farmacéuticos y Medicinales, Cosméticos y Artículos de Tocado	401,7	409,3	316,0	350,5	350,4				(19,4)%	25,4%
Productos Textiles, Prendas de Vestir, Calzado y Artículos de Cuero	490,8	394,4	367,7	553,2	574,5				(34,2)%	85,6%
Aparatos, Artículos y Equipos de uso Doméstico	608,1	490,7	441,6	334,6	276,3				(59,6)%	(27,2)%
Artículos de Ferretería, Pinturas y Productos de Vidrio	107,2	99,8	83,2	101,9	104,1				13,4%	34,7%
Otros Productos en Almacenes Especializados	85,8	90,0	113,8	161,1	150,6				(23,3)%	51,6%
Indice de Volumen de la Industria Manufacturera Privada	125,6	110,7	108,1	115,9	115,8				25,0%	3,7%
AGREGADOS MONETARIOS										
Millones de Bolívares										
Liquidez Monetaria (M2)	194.275	235.401	292.016	320.901	340.819	355.596	358.342	369.453	24,6%	37,8%
Circulante (M1)	124.036	155.269	217.350	295.149	314.307	329.528	330.476	343.649	26,3%	46,4%
Base Monetaria	83.787	98.903	126.218	127.226	115.913	128.619	121.147	124.630	(1,3)%	15,2%
Reservas Internacionales Netas	89.048	74.544	75.571	124.583	121.541	123.691	130.067	129.788	71,7%	75,1%
Agencia de Tesorería Nacional Neta	(9.474)	(3.488)	(3.488)	(25.562)	(41.077)	(43.073)	(67.539)	(64.717)	259,9%	172,9%
PDVSA	(351)	(6.091)		25.812	43.623	42.529	55.270	53.076	172,4%	432,1%
Otros Sector Público	2.624	919		(13.899)	(17.518)	(15.581)			(20,3)%	75,7%
Sector Financiero	161	3		(4.266)	(4.570)	(3.986)	(4.524)		(11,2)%	(12,1)%
Instrumentos de Crédito Emitidos por el BCV	(23.041)	(7.563)		(8.954)	(9.336)	(8.214)	(6.562)	(7.055)	(21,0)%	(18,4)%
Capital y Activos Netos No Clasificados	17.477	38.354		17.737	17.223	19.579	14.273		(78,1)%	(74,6)%
Operaciones de Mercado Abierto										
Millones de Bolívares										
Colocaciones de Repos	795	12.637	35.274	3.028	3.690	3.172	2.881	3.577	11,6%	44,2%
Colocaciones de CD	179.520	170.804	79.600	7.909	6.656	6.846	6.856	7.235	6,0%	8,5%
Colocaciones Repos+CD (Prom. Semanal)	3.468	3.481	2.364	2.486	2.720	2.636	2.213	2.457	7,0%	18,2%
Compra de DPN con Pacto Reventa (Prom. Semanal)	586	461	681	269	194	-	-	-	(49,0)%	-
Saldos en Circulación Repos	-	2.653	2.770	3.346	3.312	3.040	3.482	3.190	15,2%	12,8%
Saldos en Circulación CD	22.715	7.584	8.450	9.264	9.646	8.508	9.150	8.727	3,3%	(1,7)%
Rendimiento Efect. Prom. Repos (%)	6,50	6,27	6,08	6,1	6,1	6,3	6,1	6,1	4,6	8,4
Rendimiento Efect. Prom. CD (%)	12,34	8,97	6,43	6,4	6,3	6,3	6,2	6,4	0,5	18,2
Bancos Comerciales y Universales										
Millones de Bolívares										
Cartera de Crédito	128.243	139.067	177.624	191.005	199.894	211.874	221.708	222.445	25,2%	42,4%
Inversiones	59.049	59.445	84.015	117.252	123.117	143.991	134.576	135.462	61,2%	58,4%
Depósitos Totales	175.984	184.977	253.275	285.497	297.373	322.663	328.069	327.478	29,3%	47,1%
Depósitos a la Vista	106.763	115.498	180.900	206.934	216.193	237.805	240.475	240.484	32,9%	55,4%
Depósitos de Ahorro	45.777	47.996	62.553	67.549	69.507	73.072	74.345	73.975	16,3%	36,8%
Depósitos a Plazo	23.444	21.483	9.823	11.014	11.672	11.785	13.249	13.019	32,5%	(5,3)%
Tasas de Interés										
Porcentaje Anual										
Overnight (Min - Max)	0,01-56,0	0,01-38,0	0,1-20,0	0,2-13,0	0,07-13,0	0,1-3,0	0,05-1,5	0,05-2,5	-	-
Overnight (Promedio)	10,15	9,30	5,36	8,13	4,08	0,35	0,46	0,24	(1,18)%	(986)
Activa Promedio (6 principales Bancos)	22,77	20,61	17,99	18,17	17,41	18,51	17,37	17,50	(39)	7
Plazo 90 Días Promedio (6 principales Bancos)	16,55	15,57	14,73	15,10	14,77	14,52	14,50	14,50	(50)	(27)
Libor Promedio 90 Días	2,79	0,65	0,34	0,25	0,25	0,26	0,33	0,37	7	8
Porcentaje Mensual										
Overnight (Min - Max)	0,01-56,0	0,01-38,0	0,1-20,0	0,2-13,0	0,07-13,0	0,1-3,0	0,05-1,5	0,05-2,5	-	-
Overnight (Promedio)	10,15	9,30	5,36	8,13	4,08	0,35	0,46	0,24	(1,18)%	(986)
Activa Promedio (6 principales Bancos)	22,77	20,61	17,99	18,17	17,41	18,51	17,37	17,50	(39)	7
Plazo 90 Días Promedio (6 principales Bancos)	16,55	15,57	14,73	15,10	14,77	14,52	14,50	14,50	(50)	(27)
Libor Promedio 90 Días	2,79	0,65	0,34	0,25	0,25	0,26	0,33	0,37	7	8
Gobierno Central ^{2/}										
Millones de Bolívares										
Ingresos Totales	163.878	192.529	241.760	27.819					(52,2)%	34,3%
Ingresos Ordinarios Petroleros	81.397	52.989	59.669	10.744					(53,0)%	89,7%
Ingresos Ordinarios No Petroleros	71.496	83.678	104.044	10.904					(44,6)%	54,8%
Ingresos Extraordinarios	24.298	55.862	79.198	6.171					(61,6)%	(22,9)%
Endeudamiento Interno	21	22.764	25.495	3.898					(29,6)%	17,1%
Endeudamiento Externo	6.503	8.759	6.526						(99,6)%	-
Otros	10.134	15.695	30.061	144					(91,5)%	(94,3)%
Egresos Totales	181.795	197.511	245.317	23.271					(56,0)%	29,4%
Egresos Ordinarios	174.440	187.220	228.994	21.253					(55,9)%	26,6%
Amortización Total Deuda Pública	6.775	10.291	9.135	-					-	-
Amortización Deuda Pública Interna	6.506	9.307	15.952	-					-	-
Amortización Deuda Pública Externa	269	985	371	-					-	-
Colocación Efectiva Bonos DPN+Letras	4.053	28.301	52.542	7.719	16.483	4.785	6.756	6.229	62,4%	38,3%
Endeudamiento Neto Bonos DPN	(5.790)	14.557	31.134	4.680	14.352	2.094	4.365	2.522	75,3%	9,2%
Endeudamiento Neto Letras del Tesoro	(90)	2.314	1.356	553	(407)	79	(215)	60	51,8%	(106,6)%
Rendimiento Efectivo Promedio Ponderado Bonos DPN										
60-360 Días		9,84								
361-1080 Días	15,52	12,59	14,10							
1081-1800 Días	16,58	12,62	15,72							
1801-2520 Días		11,87	16,92	17,25	17,54	17,87	17,87	17,79	(194)	(66)
2521-3240 Días		8,48	14,79						(70)	(61)
3241-5760 Días			16,05							
Rendimiento Promedio Ponderado Letras del Tesoro										
60-80 Días										
81-110 Días	11,52	10,39	8,38	7,16	6,46	6,56	6,07	6,53	(156)	(235)
111-150 Días										
151-180 Días		9,69								
181-269 Días		11,12	8,76	6,27	5,71	5,18	4,70	4,15	415	(446)
Indice de Precios (Caracas)										
Variación % Dic-Dic										
Consumidor	31,9	26,9	27,4	2,9	2,2	2,5	1,7	1,5	21,2%	26,7%
Alimentos y Bebidas no Alcohólicas	46,7	20,4	34,4	3,2	3,4	5,1	2,9	0,6	23,7%	30,2%
Bebidas Alcohólicas y Tabaco	28,3	47,7	48,5	2,3	3,2	0,7	0,9	0,6	18,1%	28,9%
Vestido y Calzado	18,8	22,1	18,6	2,0	1,7	1,4	0,7	0,6	12,7%	18,6%
Alquiler de Vivienda	7,0	16,1	11,6	0,1	0,1	0,6	0,5	0,1	5,7%	8,5%
Servicios de la Vivienda excepto Teléfono	5,5	3,9	4,4	(0,1)	0,1	0,8	0,2	0,8	6,8%	6,3%
Equipamiento del Hogar	34,7	39,2	28,7	3,8	1,7	1,3	1,0	1,3	22,8%	26,5%
Salud	26,9	34,3	25,0	1,6	1,8	0,9	1,1	1,6	24,7%	29,5%
Transporte	29,9	30,5	26,5	6,1	3,1	1,3	1,1	2,2	27,0%	31,2%
Comunicaciones	7,3	9,4	6,8	0,9	0,3	0,1	0,3	3,3	6,1%	7,0%
Esparcimiento y Cultura	25,1	26,9	28,7	1,1	0,8	1,5	1,5	0,9	14,9%	19,4%
Servicio de Educación	28,5	29,4	24,7	4,5	1,4	1,2	0,0	9,7	21,8%	23,5%
Restaurantes y Hoteles	49,6	33,6	31,7	2,8	1,9	3,4	2,5	1,0	24,4%	32,3%
Bienes y Servicios Diversos	37,8	50,7	30,8	2,6	2,2	1,4	1,5	2,0	27,8%	36,2%
Núcleo Inflationario ^{3/}	33,8	34,6	29,3	2,3	1,7	1,8	1,7	1,5	22,8%	29,9%
Producción Manufacturera Privada	25,2	26,5	22,0	1,6	1,6	0,8	1,6	1,9	17,9%	21

Indicadores Económicos

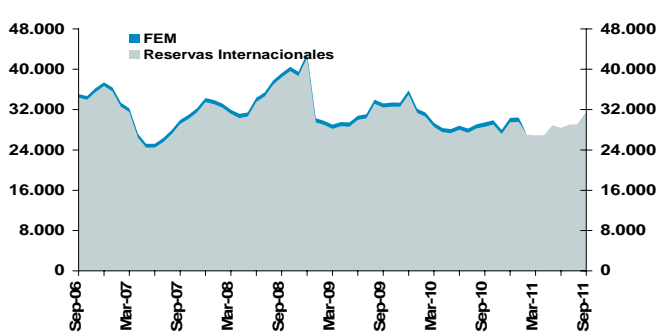
Precio Petrolero (US\$/bl)



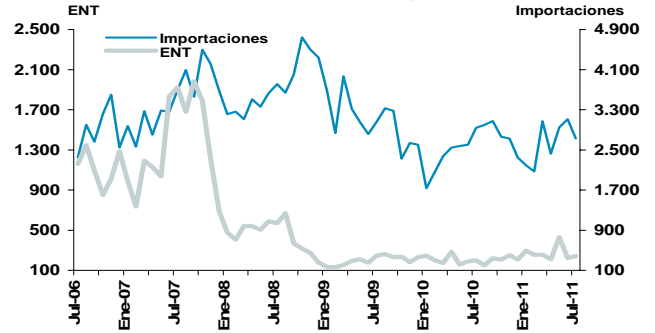
Tasas de Interés. Seis Principales Bancos



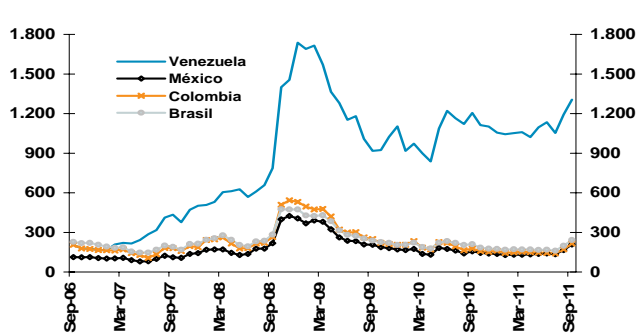
Reservas Internacionales y FEM
Millones de US\$



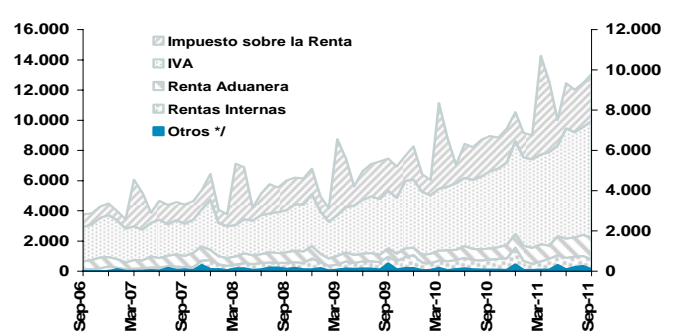
Exportaciones No Tradicionales (ENT) e Importaciones (MMUS\$)



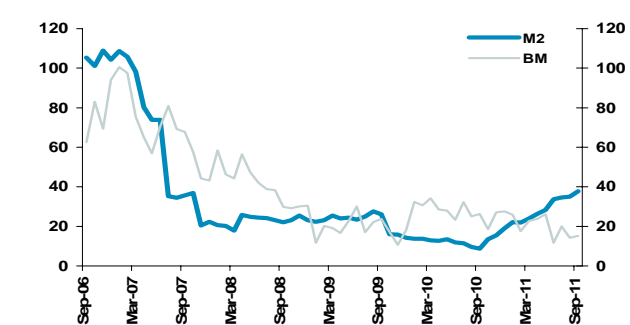
Spread Soberanos. Diferenciales EMBI+
Puntos Básicos



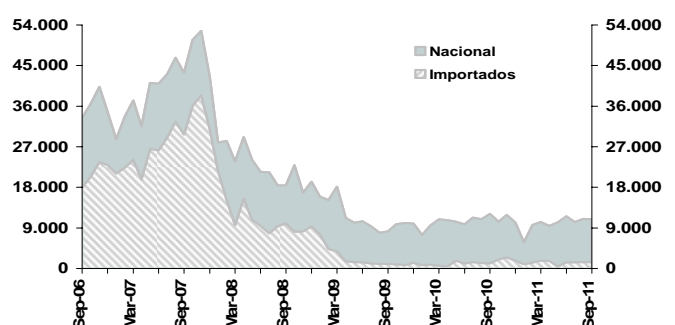
Recaudación Rentas Internas
Millones de Bs.



Agregados Monetarios
Var. % t/t-12



Venta de Vehículos
Unidades



Notas: t/t-12: Variación del mes con respecto al mismo mes del año anterior. EMBI+: Emerging Market Bond Index, registra el retorno total de ganancias en precio y flujos por intereses, producto de la negociación de instrumentos de deuda externa de mercados emergentes. */ Comprende recaudación por derechos pendientes, multas, intereses, reintegros al fisco, reparos de la contraloría en aduanas y los tributos internos. Asimismo, incluye recaudación por concepto de fósforos, el cual se derogó según Ley de Supresión de Pago del Derecho de Fabricación según G.O 38.480 de fecha 17-06-2006.

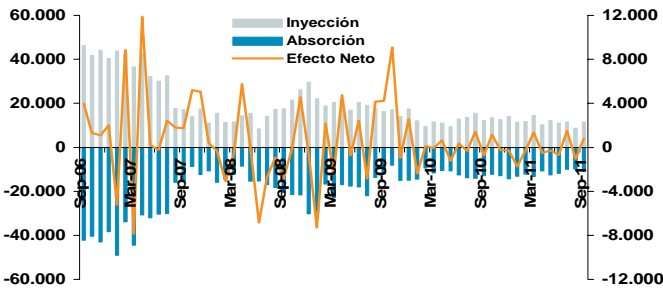
Fuente:

BCV, Reuters, Bloomberg, INE, MEM, Cavenez, FMI, OPSIS y Cálculos Propios

Indicadores Económicos

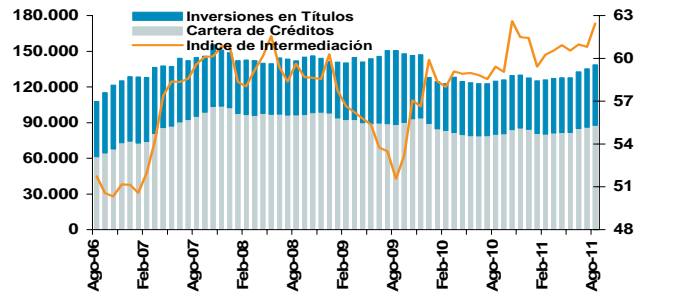
Operaciones de Mercado Abierto.

Repos+CD+Compra con Pacto de Reventa. Millones de Bs.



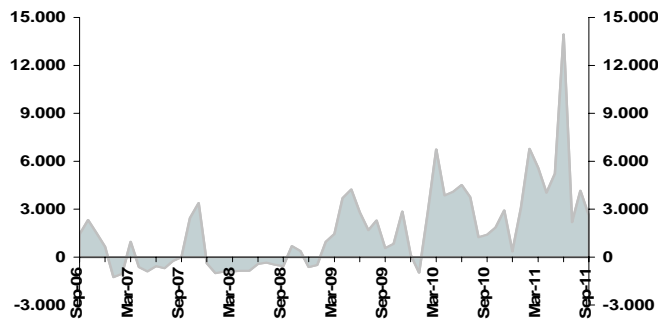
Banca Comercial y Universal

Créditos, Inversiones
Bs. Constantes a Precios de Dic-2007



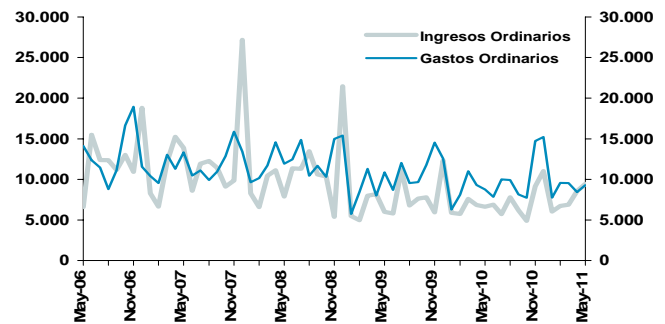
Endeudamiento Interno Neto^{*/}

Millones de Bs.



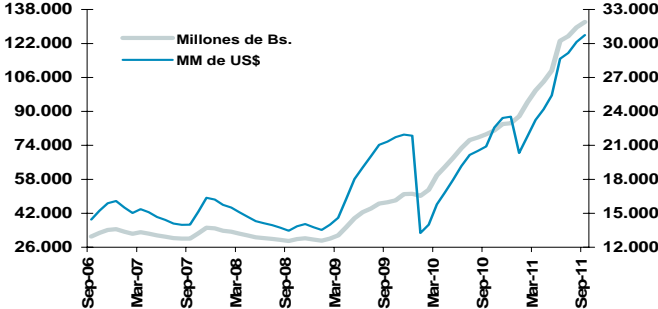
Gobierno Central

Bs. Constantes a Precios de Dic-2007



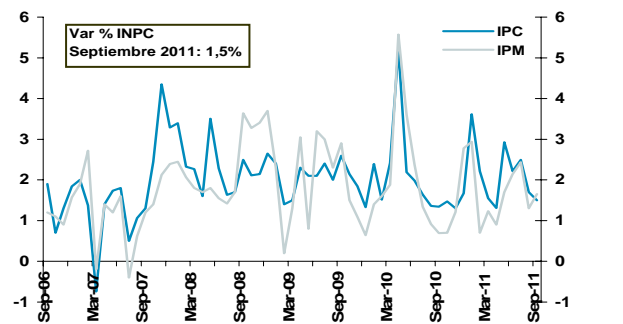
Stock Deuda Pública Interna

Bonos DPN y Letras del Tesoro



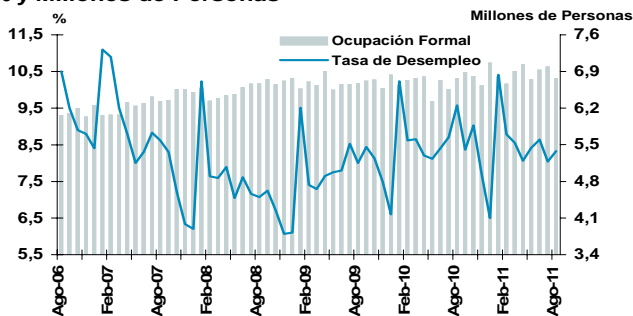
Inflación (Caracas)

% (t/t-1)



Mercado de Trabajo

% y Millones de Personas



Sector Real y Externo

Var. %	2009	2010	IT2011	IIT2011
PIB Total	-3,2%	-1,5%	4,8%	2,5%
PIB Petrolero	-7,4%	0,1%	-0,5%	0,8%
PIB No Petrolero	-1,7%	-1,6%	5,3%	2,8%
Consumo Privado	-2,9%	-1,9%	3,6%	2,6%
Inversión	-8,3%	-6,3%	2,7%	-3,6%
(Millones de US\$)				
Balanza Comercial	19.153	27.173	11.914	12.581
Cuenta Corriente	8.561	14.378	8.223	8.303
Cuenta Capital	-14.040	-18.799	-11.138	-6.350
Balanza de Pagos	-10.262	-8.060	-3.743	1.340

Notas: t/t-1: Variación del mes con respecto al mes anterior, */ El endeudamiento interno neto se calcula como la diferencia entre las colocaciones efectivas y los vencimientos de Bonos DPN y Letras del Tesoro.

Fuente: BCV, Balances de Publicación de Instituciones Financieras, INE y Cálculos Propios