

UNIVERSIDAD DE LOS ANDES
INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS Y SOCIALES
SECCIÓN DE ESTUDIOS DE POSTGRADO EN ECONOMÍA
MAESTRÍA EN ECONOMÍA MENCIÓN POLÍTICA FISCAL Y TRIBUTARIA

ANÁLISIS DE LA INCIDENCIA DE LA CRISIS FINANCIERA
ESTADOUNIDENSE DE 2008 SOBRE EL COMPORTAMIENTO DE
LA ECONOMÍA VENEZOLANA

*Trabajo de Grado para optar al título de Magíster Scientiae en Economía mención
Política Fiscal y Tributaria*

Autora: Esp. Marysergia Esther Peña Guerra

Tutora: MSc. Luisa Maribel Rivero de Elcure

Mérida, Abril de 2015



VEREDICTO

Quienes suscribimos, integrantes del Jurado nombrado por el Consejo Directivo del Postgrado en Economía, en reunión ordinaria de fecha 18 de febrero de 2015, para conocer y emitir veredicto sobre el Trabajo de Grado titulado "Análisis de la incidencia de la crisis financiera Estadounidense de 2008 sobre el comportamiento de la economía Venezolana", para optar al grado de **MAGISTER EN ECONOMÍA, MENCIÓN: POLÍTICA FISCAL Y TRIBUTARIA** hacemos constar: **PRIMERO:** Que en la fecha y hora señalada en la convocatoria, conjuntamente con la aspirante, nos reunimos en la Facultad de Ciencias Económicas y Sociales, Salón Edgardo Bianco, edificio H, tercer piso; donde se realizó el acto público de sustentación de dicho trabajo. **SEGUNDO:** Que la aspirante, **Economista Marysergia Esther Peña Guerra, titular de la cédula de identidad número V-16.413.396**, a requerimiento del Jurado expuso los puntos fundamentales de su Trabajo Especial de Grado. **TERCERO:** Que una vez concluida la sustentación correspondiente, el Jurado interrogó a la aspirante sobre diversos aspectos a que el trabajo se refiere. **CUARTO:** Que concluido el acto, y luego de la deliberación respectiva, el Jurado declaró que el trabajo reúne los requisitos para los fines de la obtención del título de Magister en Economía, Mención Política Fiscal por consiguiente quedo **APROBADO**.

Mérida, 24 de Abril de 2015

Prof. Luisa Maribel Rivero de Elcure.
Miembro Jurado-Tutor

Prof. Luis Antonio Toro Guerrero.
Miembro del Jurado

Prof. José Ramón Ayesterán Mujica.
Miembro del Jurado



UNIVERSIDAD DE LOS ANDES
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES
INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS Y SOCIALES
SECCIÓN DE ESTUDIOS DE POSTGRADO EN ECONOMÍA



AGRADECIMIENTOS

Al Consejo de Desarrollo Científico Humanístico, Tecnológico y de las Artes de la Universidad de los Andes (CDCHTA) por el financiamiento otorgado para este proyecto.

A la profesora Maribel Rivero por su apoyo incondicional ante las adversidades, sus enseñanzas y consejos de madre. Bendiciones.

Al profesor Hugo Contreras por su rol como evaluador constructivo, formador. Sus recomendaciones fueron insumo importante para enriquecer esta investigación. Infinitas gracias.

A Rafael Gustavo por su amor, dedicación y solidaridad. Gracias por impulsarme a alcanzar este logro.

A mis padres por su entusiasmo y motivación.

A mis amigas María Zuleyma y Anita por su compañía, solidaridad y alegría en todo momento.

A mis compañeros del Postgrado por acompañarme en este proceso de formación.

El gran arte para hacer que una nación sea feliz y lo que llamamos floreciente, consiste en dar a todos y cada uno la oportunidad de estar empleado; y para obtenerlo, hágase que la primera preocupación del gobierno sea promover una variedad tan grande de manufacturas, artes y oficios como la inteligencia humana pueda inventar; y la segunda, estimular la agricultura y la pesca en todas sus ramas, que se obligue a toda la tierra a esforzarse lo mismo que el hombre.

Mandeville

ÍNDICE GENERAL

	pp.
LISTA DE CUADROS	vii
LISTA DE GRÁFICOS	vii
RESUMEN	x
INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO I EL PROBLEMA	
Planteamiento del problema	4
Objetivos de la investigación	15
Importancia y justificación del estudio	16
Alcances y limitaciones	17
CAPÍTULO II MARCO TEÓRICO	
Antecedentes de la investigación	19
Bases teóricas	36
Glosario de términos.....	66
Sistema de variables	70
CAPÍTULO II MARCO METODOLÓGICO	
Enfoques de la investigación	72
Diseño de la investigación	75
Tipo de investigación	76
Población y muestra	77
Técnicas e instrumentos de recolección de datos	79
Técnicas para el análisis de resultados	79
CAPÍTULO IV ANÁLISIS Y PRESENTACIÓN DE RESULTADOS	
I-Relación entre los precios en el mercado petrolero internacional y el comportamiento de la economía estadounidense luego de la crisis financiera de 2008	83

II-Cambios ocurridos en el comportamiento de los ingresos y gastos fiscales venezolanos, tomando como referencia los precios del petróleo tras la crisis financiera de Estados Unidos	91
III-Comportamiento de las importaciones y exportaciones de Venezuela y del movimiento de capitales internacionales hacia Venezuela, luego de la crisis financiera estadounidense.	111
IV-Mecanismos de transmisión de los shocks externos norteamericanos sobre el producto interno bruto real venezolano.....	123

CAPÍTULO V CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Conclusiones	128
Recomendaciones	132

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANEXOS

Nº1. Tasa de crecimiento de los principales componentes de la demanda agregada y tasa de desempleo de Estados Unidos (2000-2013).....	144
Nº 2. Producto Interno Bruto de los Estados Unidos, expresado en millones de dólares. Período 2000-2013. Frecuencia trimestral.....	145
Nº 3. Precio de referencia del petróleo OPEP, expresado en dólares. Período 2003-2013. Frecuencia trimestral.....	146
Nº 4. Gobierno Central: gestión fiscal, expresado en millones de bolívares, Período 2000-2012. Frecuencia trimestral	147
Nº 5. Importaciones y exportaciones entre Venezuela y los Estados Unidos, expresado en dólares. Período 2001-2013. Frecuencia trimestral .	148
Nº 6. Inversión directa en Venezuela, expresado en millones de dólares. Período 2000-2013. Frecuencia trimestral.....	149
Nº 7. Producto Interno Bruto de Venezuela, desestacionalizado. Período 2000-2013. Frecuencia trimestral.....	150
Nº 8. Tasa de inflación en Venezuela. Período 2000-2013. Frecuencia trimestral.....	151

N° 9. Liquidez ampliada M3 expresada en miles de bolívares. . Período 2000-2013. Frecuencia trimestral.....	152
---	-----

N°10. Correlación Cruzada entre el PIB real Estadounidense y el PIB real Venezolano para el período 2000-2013.....	153
--	-----

LISTA DE CUADROS

CUADROS	pp.
1 Exportaciones de café y petróleo en Venezuela (1929-1936) expresado en millones de bolívares.	33
2 Sistema de variables	70
3 Componentes de la Demanda Agregada Estadounidense como porcentaje del PIB. (Promedio para el período 2000-2013)	85
4 Reformas a la Ley del Banco Central de Venezuela (2009)	101
5 Evolución de la Política Económica para el período 2000-2012	106
6 Procesos electorales en Venezuela período 2000-2013	122

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICOS	pp.
1 Tasa de crecimiento de los principales componentes de la demanda agregada y tasa de desempleo de la economía Estadounidense (2000-2013).....	9
2 Evolución de la demanda mundial de petróleo 2000-2012 (variación absoluta)	11
3 Demanda mundial de petróleo (2000-2012)	12
4 Evolución anual de los precios del petróleo 1965-2013	13
5 Tasa de interés activa de los Estados Unidos (2000-2013).....	50
6 M2 y M3 como porcentaje del PIN de los Estados Unidos (2000-2013)..	51
7 Comportamiento del mercado hipotecario e inmobiliario de Estados Unidos durante la gestación de la crisis financiera.....	52
8 Crecimiento en los préstamos hipotecarios de los hogares de los Estados Unidos.....	52
9 Evolución del precio real de las casas y de la tasa de ahorro personal en los Estados Unidos.	53
10 Porcentaje de subprimes en hipotecas nuevas.....	57

11	Fases de otorgamiento de una hipoteca prime versus una hipoteca subprime.....	59
12	Morosidad de las hipotecas por tipo de préstamo.....	60
13	Fallas en el modelo de hipotecas subprime que desencadenan la crisis.....	63
14	Diseño de la investigación	77
15	Producto Interno Bruto de los Estados Unidos, expresado en millones. Período 2000-2013. Frecuencia trimestral.....	84
16	Tasa de crecimiento del gasto de consumo final de los hogares de Estados Unidos. Período 2000-2013.....	86
17	Tasa de crecimiento de la inversión extranjera directa de Estados Unidos. Período 2000-2013.....	87
18	Tasa de crecimiento de la inversión total de Estados Unidos. Período 2000-2013.....	88
19	Precio de referencia del petróleo OPEP, expresado en dólares. Período 2003-2013. Frecuencia trimestral.....	90
20	Ingreso y gasto real del gobierno central de Venezuela, millones de bolívares de diciembre de 2007. Período 2000-2012. Frecuencia trimestral.....	93
21	Porcentaje del ingreso fiscal de fuente petrolera sobre el ingreso corriente total del Gobierno Central. Período 2000-2012. Frecuencia anual.....	95
22	Liquidez ampliada M3 expresada en miles de bolívares. Período 2000-2013. Frecuencia trimestral.....	97
23	Tasa de inflación de Venezuela. Período 2000-2013. Frecuencia trimestral.....	98
24	Deuda pública interna y externa del gobierno central de Venezuela. Período 2000-2013. Frecuencia anual.....	100
25	Importaciones y exportaciones totales de Venezuela, expresado en dólares. Período 2001-2013. Frecuencia trimestral.....	112
26	Tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto de Venezuela, Período 2000-2013. Frecuencia trimestral.....	113
27	Importaciones y exportaciones entre Venezuela y los Estados Unidos, expresado en dólares. Período 2001-2013. Frecuencia trimestral.....	115
28	Porcentaje de participación de las exportaciones hacia los Estados Unidos sobre las exportaciones totales de Venezuela. Período 2001-2013. Frecuencia trimestral.....	116

29	Porcentaje de participación de las importaciones provenientes de Estados Unidos sobre las importaciones totales de Venezuela. Período 2001-2013. Frecuencia trimestral.....	117
30	Flujo de inversión extranjera directa en Venezuela, expresado en millones de dólares. Período 2000-2013. Frecuencia trimestral.....	118
31	Flujo de inversión extranjera directa en Venezuela como porcentaje del Producto Interno Bruto. Período 2000-2013. Frecuencia anual.....	120
32	Producto Interno Bruto Real de Estados Unidos, expresado en dólares a precios constantes de 2005. Período 2000-2012. Frecuencia anual.....	124
33	Producto Interno Bruto Real de Venezuela, expresado en dólares a precios constantes de 2005. Período 2000-2012. Frecuencia anual.....	125

UNIVERSIDAD DE LOS ANDES
INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS Y SOCIALES
SECCIÓN DE ESTUDIOS DE POSTGRADO EN ECONOMÍA
MAESTRÍA EN ECONOMÍA MENCIÓN POLÍTICA FISCAL Y TRIBUTARIA

**ANÁLISIS DE LA INCIDENCIA DE LA CRISIS FINANCIERA
ESTADOUNIDENSE DE 2008 SOBRE EL COMPORTAMIENTO DE LA
ECONOMÍA VENEZOLANA.**

Autora: Esp. Marysergia Esther Peña Guerra

Tutora: MSc. Luisa Maribel Rivero de Elcure

Fecha: Abril de 2015.

RESUMEN

La investigación tiene como objetivos relevantes analizar la incidencia de la crisis financiera estadounidense de 2008 en el comportamiento de la economía venezolana, lo que permitirá determinar el impacto de los *shocks* foráneos en la economía interna. La crisis de las hipotecas *subprime* provocó una contracción en la demanda agregada mundial que ha incidido negativamente en los mercados de materias primas, causando una fluctuaciones en los precios del crudo a nivel internacional; es principalmente, a través de esta vía que parecen trasmitirse los efectos de contagio a la economía venezolana, ya que además de los ingresos generados internamente, el país cuenta con una importante afluencia de ingresos por la venta en el exterior del petróleo. La volatilidad que poseen los precios de este recurso en el mercado internacional trae consigo un impacto en las finanzas públicas nacionales, la balanza de pagos, fluctuaciones de las tasas de interés, la contracción de la liquidez y los créditos, entre otros efectos. La investigación fue de naturaleza documental, circunscrita dentro del estadio analítico y descriptivo, donde se tomó como punto de partida la revisión de fuentes bibliográficas, electrónicas, así como la búsqueda de datos macroeconómicos emanados de organismos nacionales e internacionales, que fueron analizados a través de procedimientos estadísticos descriptivos.

Palabras Clave: crisis financiera, mercado hipotecario, *shocks* externos, agregados económicos, mercado petrolero, finanzas públicas venezolanas.

INTRODUCCIÓN

Venezuela es un país productor y exportador de petróleo por excelencia, cuya industria aporta una porción significativa de recursos a los ingresos fiscales totales. En promedio, para el período 2000-2012 el porcentaje de ingresos fiscales de fuente petrolera sobre el ingreso corriente total del Gobierno Central fue 51,70%, mientras que el Producto Interno Bruto de origen petrolero aportó en promedio el 14,57% al PIB total para el mismo período¹.

Siendo Estados Unidos un país con elevado grado de influencia sobre el mercado petrolero internacional motivado a su importante demanda energética, se pretende evaluar y describir cuál es la respuesta que han presentado las magnitudes macroeconómicas venezolanas luego de la crisis financiera que sufriera la economía estadounidense en 2008, la cual parece haber afectado la tendencia estable del comportamiento de los precios del petróleo y generado una volatilidad muy marcada.

En tal sentido, la investigación se propone identificar los rasgos característicos que mejor contrasten la relación de causa-efecto entre el comportamiento de la economía estadounidense y las principales variables macroeconómicas venezolanas, con lo que sería posible comprender si efectivamente la crisis financiera estadounidense de 2008 ha generado *shocks* en el mercado petrolero e incidió sobre el comportamiento de la economía venezolana.

¹ Datos del Banco Central de Venezuela y cálculos propios

El Capítulo I, contiene el planteamiento del problema, la formulación del objetivo general y los específicos, la importancia y justificación del estudio, así como las limitaciones.

En el Capítulo II, se muestran los antecedentes de la investigación, los cuales se presentan en tres secciones: la primera titulada; *génesis y esencia del conocimiento* donde se esbozan los aportes de los principales economistas del siglo XX al tema de las fluctuaciones económicas, la segunda sección titulada; *referentes históricos*, que contiene los factores desencadenantes de la crisis financiera de 1929 y la tercera sección titulada; *referentes empíricos* que expone las contribuciones de investigaciones previas vinculadas al objeto de estudio. Posteriormente, se desarrollan los aspectos teóricos haciendo especial énfasis en la teoría de inestabilidad financiera propuesta por Hyman Minsky y al contexto en el cual se desarrolla la crisis económica estadounidense de 2008, conocida también como crisis de las hipotecas *subprime*.

En el Capítulo III, se describen los aspectos metodológicos, tales como el tipo de estudio, la población y muestra, así como las técnicas e instrumentos de recolección de datos. La investigación es de naturaleza documental, circunscrita dentro del estadio analítico y descriptivo, donde se tomó como punto de partida la revisión de fuentes bibliográficas, electrónicas, así como la búsqueda de datos macroeconómicos emanados de organismos nacionales e internacionales, que son analizados a través de procedimientos estadísticos. El instrumento empleado para la captación y el registro de la información secundaria, fue el registro de observación documental.

En el Capítulo IV, titulado análisis y presentación de resultados, se hizo uso de la estadística descriptiva a fin de tabular y/o graficar en términos

corrientes, reales y porcentuales indicadores económicos de Venezuela y Estados Unidos. Para el análisis se hizo uso del método hermenéutico a fin de dar respuesta a los objetivos planteados en la investigación.

En el Capítulo V se presentan las conclusiones y se formulan las recomendaciones derivadas del desarrollo de la investigación.

CAPÍTULO I

EL PROBLEMA

Planteamiento del problema

Posterior a que ocurrieran los ataques terroristas de septiembre de 2001, el sistema de la Reserva Federal adoptó una política monetaria expansiva que se tradujo en la reducción de las tasas de interés, a fin evitar una recesión de la economía norteamericana, lo cual permitió que la oferta de créditos se hiciera cada vez más elástica.

El abaratamiento del financiamiento favoreció las transacciones de compra venta de inmuebles, debido a que el instrumento hipotecario fue más accesible para los estratos sociales de ingresos bajos. El auge en el mercado de las hipotecas produjo un crecimiento acelerado de los precios de las viviendas, inclusive por encima de la tasa de inflación. Ante el incremento de la demanda de hipotecas, “la banca concedió créditos a personas sin *records* de créditos (*credit ratings*) y que no tenían la capacidad de generar flujos de efectivos futuros que le permitiesen amortizar el endeudamiento adquirido”.

2

Según González (2008), después de la recesión del año 2001, el mercado de hipotecas de alto riesgo creció de manera acelerada, y “a finales de 2007 alcanzó los 7 millones de hipotecas, lo que suponía un 13% del total del mercado”. (p. 11). Estas condiciones dieron lugar a la formación de una “*burbuja hipotecaria*”, ya que los agentes económicos sintieron incentivos de

²Idea tomada de Kugman, P. (2012: 76). Cita contextual.

adquirir inmuebles porque tenían la certeza de que en un año duplicarían el monto invertido. Por su parte, los bancos que habían financiado las compras de viviendas tomaron los créditos y posteriormente los negociaron con otros bancos, con el fin de obtener liquidez para continuar otorgando hipotecas *subprime*.

Según Chapoy y Girón (2008):

La quiebra de importantes entidades financieras se debe a causa del abuso de las “finanzas estructuradas”, ya que mediante la titulización los bancos vendieron sus préstamos a bancos y fondos de inversión del país y del extranjero, con lo cual los prestamistas ya no los mantuvieron en sus registros contables. De este modo quienes compraron éstos valores a su vez los usaron como colaterales para pedir préstamos. Así los prestamistas quedaron separados del riesgo de incumplimiento de pago, lo que redujo el incentivo para verificar la confiabilidad de los prestatarios. Cuando los activos subyacentes cayeron en incumplimiento se precipitó la crisis. La magnitud de este problema se puede dimensionar si consideramos que en el año 2003 el monto de Credit Default Swaps (CDSs) era de 4 billones de dólares y en 2008 ascienden a 63 billones de dólares. (p.20)

Cuando las tasas de interés se incrementaron³, una porción de los deudores hipotecarios se vieron obligados a reducir su consumo para hacerle frente a los pagos, mientras que otros, menos afortunados, se encontraron imposibilitados para cumplir con sus obligaciones, generándose un cuadro de insolvencia que se tradujo en un crecimiento de los embargos, transfiriéndose la titularidad de las viviendas a los bancos, causando un exceso de oferta de

³ La política monetaria restrictiva adoptada por la Reserva Federal a partir del año 2004, responde a las presiones inflacionarias que experimentó la economía estadounidense, debido al aumento en la demanda agregada. Este punto es abordado en la sección III de los Aspectos Teóricos de este trabajo (Capítulo II)

viviendas y, consecuentemente, una caída de los precios en el mercado inmobiliario.

Esta situación generó un efecto dominó en el sistema financiero que se inició con la quiebra de Lehman Brothers, uno de los cinco bancos de inversión norteamericanos más grandes, seguido de Merrill Lynch⁴, y el rescate de la principal empresa de seguros American Insurance Group (AIG) cuando la misma se vio limitada de liquidez para hacer frente a los reclamos por indemnización de los daños causados por huracanes ocurridos entre 2007 y 2008.

Estos hechos provocaron un aumento en la desconfianza del sistema financiero, debido al cuestionamiento de los valores de las inversiones de esta aseguradora. Posteriormente se desencadenó la quiebra de numerosas instituciones bancarias europeas, lo que marcó el inicio de una etapa de congelamiento del crédito, la paralización de las operaciones interbancarias y la emisión de papeles comerciales. La crisis en Europa que se inició en 2011, se encuentra de cierta manera vinculada a la crisis estadounidense de 2008, debido al proceso de globalización y las interacciones de los sistemas financieros internacionales.

El uso del dólar estadounidense para transacciones internacionales ha generado un *boom* de crédito a nivel mundial y burbujas especulativas, transmitiendo los efectos de la política monetaria de los Estados Unidos a otras economías, como es el caso de los países de la zona euro.⁵

⁴ Pedro Palma (2009) considera que la quiebra de estos bancos de inversión, precipitaron el desarrollo de la crisis.

⁵ Autores como Luis Zambrano (2012) y Armando León (2011) coinciden con esta tesis.

La crisis en Europa se encuentra asociada a problemas macroeconómicos y debilidad de las finanzas públicas (variables endógenas) las cuales se han agudizado por la implementación de políticas fiscales contractivas –reducción del gasto y aumento de impuestos-, sin embargo, un factor agravante de tipo exógeno es el desapalancamiento financiero del sector privado europeo⁶, lo cual se ha traducido en una menor propensión al consumo, reducción de la demanda agregada, y elevados niveles de desempleo.

Según Minsky, citado por Ocampo (2008):

A medida que avanzan los auges financieros tiende a aumentar la confianza y los agentes financieros toman, por ello, posiciones cada vez más riesgosas, en el sentido en que las obligaciones financieras crecen en relación con sus ingresos corrientes o, el endeudamiento aumenta en relación con el capital (mayor apalancamiento). La lógica de este modo de operar es contundente durante el auge, porque permite hacer ganancias con poco capital, gracias a la inflación de los precios de los activos que se auto-genera. El auge termina, por tanto, con niveles de endeudamiento excesivo de todos los agentes y escasa capitalización de las entidades financieras, que siembran la semilla de las quiebras de los deudores y de los intermediarios financieros. (p. 4)

Al disminuir paulatinamente el valor de mercado de los inmuebles⁷ se agravaba la situación, ya que los títulos valores que avalaban los créditos estaban depreciados, situación que originó la quiebra de otras importantes instituciones bancarias. En ese momento se materializó la intervención del

⁶ Como consecuencia de la crisis estadounidense de 2008, los inversionistas privados ya no se encuentran dispuestos a prestar o a invertir en determinados países, restringiéndose las operaciones activas en las instituciones bancarias.

⁷ Debido al aumento evidenciado en las tasas de interés, disminuye la demanda de préstamos, presionando el alza de la oferta de inmuebles. Este punto es abordado en la sección III de los Aspectos Teóricos de este trabajo (Capítulo II)

Estado en la economía norteamericana a través del otorgamiento de auxilios financieros por parte del gobierno, con el propósito de inyectar liquidez a la banca y de esta manera amortiguar los efectos de la crisis.

Los agentes económicos, ante el temor y las expectativas de una fuerte desaceleración económica, comenzaron a deshacerse de sus acciones en la bolsa de valores creando un panorama de abundantes operaciones de ventas y escasas operaciones de compras, que generó una abrupta caída en el precio de los instrumentos financieros en el mercado bursátil.

La conjunción de todos estos aspectos condujo a una recesión ⁸, generando un efecto “bola de nieve” que se inició con la contracción del crecimiento económico, evidenciada en la caída del PIB EEUU, que mostró un descenso de -0,26% en 2008 y -2,80% en 2009, explicado por la contracción del consumo final de los hogares (-0,30 para 2008 y -1,60% para 2009), la reducción de los bienes y servicios de la balanza comercial y la abrupta caída en los niveles de inversión, cuyos efectos se reflejaron en un incremento de los niveles de desocupación que para el año 2008 y 2009 se situaron en promedio en 5,90 y 9,40% respectivamente ⁹, lo que condujo a una caída de la actividad económica estadounidense. Dada la elevada interdependencia de los mercados a nivel mundial, las economías asiáticas y europeas más

⁸ El comportamiento de los principales agregados que conllevan al ciclo recesivo de la economía de Estados Unidos (Caída del PIB) se evidencia en el Gráfico N°1. La tendencia que muestra el gasto público del gobierno central de EEUU muestra la aplicación de una política fiscal expansiva (de corte Keynesiano) desde mediados de 2007 hasta el 2009 ante un decrecimiento de la actividad económica. Este aspecto será abordado con más rigor en el capítulo IV.

⁹ Todas las cifras presentadas en éste párrafo fueron tomadas de la sección de estadísticas del Banco Mundial.

importantes también se vieron afectadas, principalmente a través del canal financiero y el canal comercial.

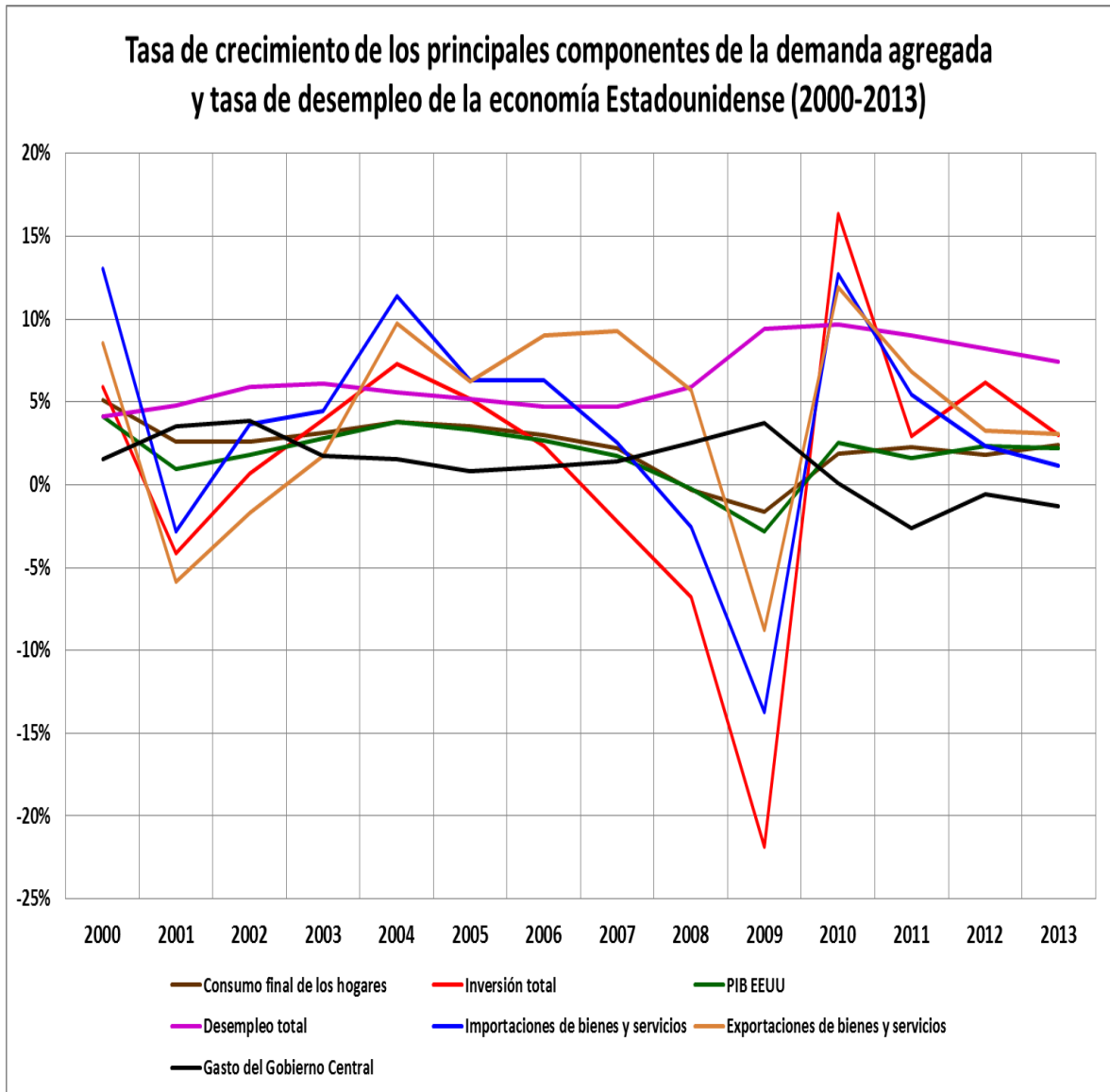


Gráfico 1. Tasa de crecimiento de los principales componentes de la demanda agregada y tasa de desempleo de la economía Estadounidense (2000-2013)¹⁰

Fuente: Banco Mundial, (2015)

¹⁰ Para visualizar los datos de cada uno de los agregados mostrados en el gráfico ver el anexo N° 1.

Este escenario desalentador originó una disminución de la demanda de petróleo a nivel mundial como se aprecia en los gráficos 2 y 3.

Información contenida en el Informe Económico del BCV del año 2008 revela lo siguiente:

En promedio para el año 2008, la demanda de petróleo se contrajo en 0,4 MBD con respecto a 2007, hecho que no ocurría desde 1983. El mencionado declive es atribuido en su totalidad a los países de la OCDE, los cuales redujeron su consumo en 1,7 MBD. De este grupo de países, la mayor caída provino de los Estados Unidos (1,2 MBD) y de Japón (0,27 MBD). (p. 42)

Las secuelas de la crisis económica global continuaron evidenciándose en el año 2009, cuando la demanda de petróleo se contrajo en 1,2 MBD con respecto a 2008, como se observa en el gráfico 2.

La reducción de la demanda de crudo a nivel mundial parece haber presionado la abrupta caída de los precios que desde 2001 habían venido experimentando un crecimiento sostenido¹¹, generando shocks consecutivos entre 2008-2011 como se muestra en el gráfico 3. Este fenómeno evidentemente no favorece a países cuyos ingresos externos depende de la exportación de fuentes energéticas y, desde este punto de vista, Venezuela pudo ser afectada por los efectos de esta crisis.

¹¹ La mayor caída de los precios del crudo para el período 2000-2012, fue de 45% en el año 2009 respecto a su valor en el año previo. (El Precio del barril de petróleo en 2008 fue de 94,78 \$, mientras que el precio por barril para el 2009 fue 42,60\$.)

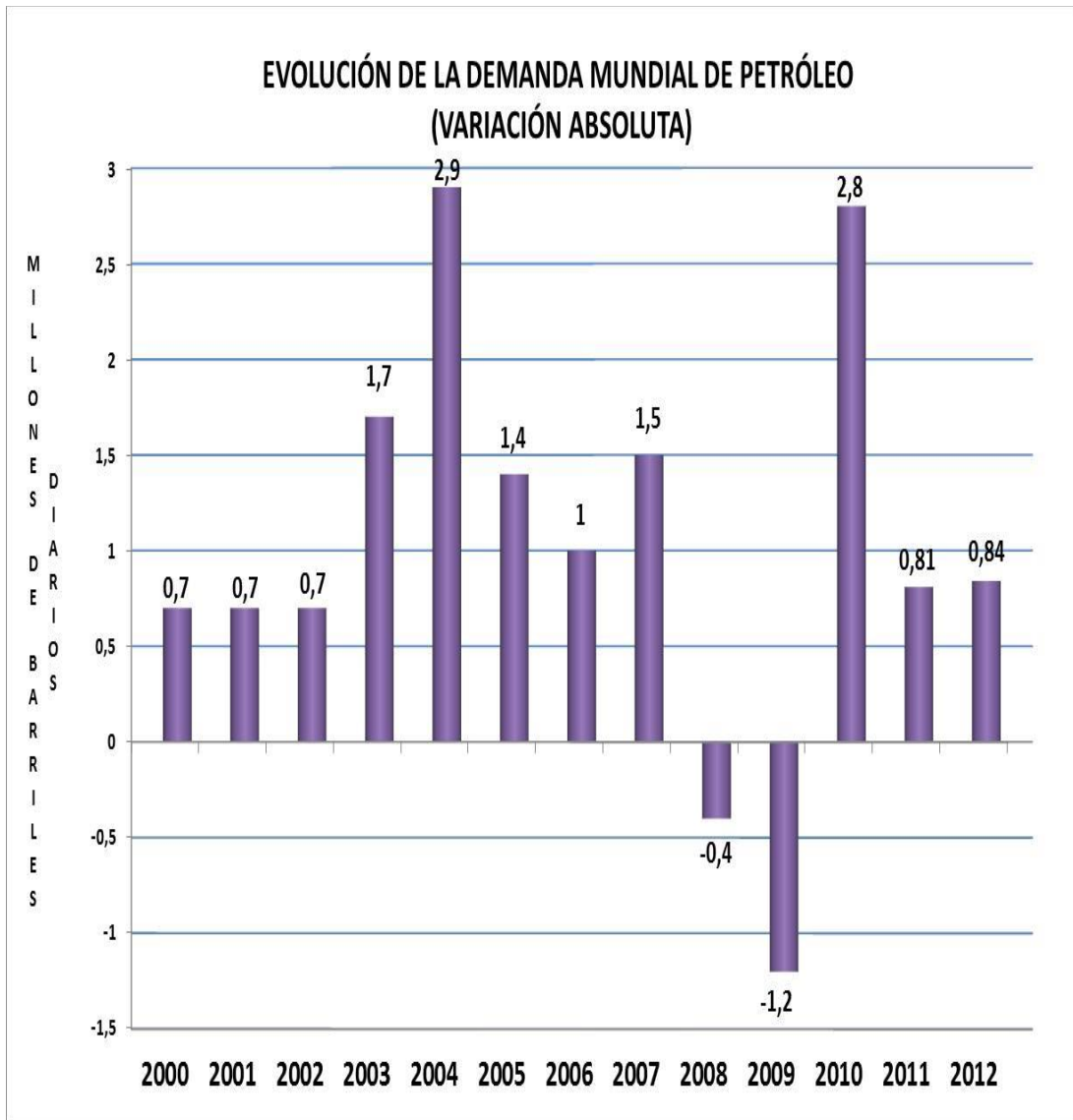


Gráfico 2. Evolución de la demanda mundial de petróleo (variación absoluta)

Fuente: Informe Económico del BCV, (2000-2012)

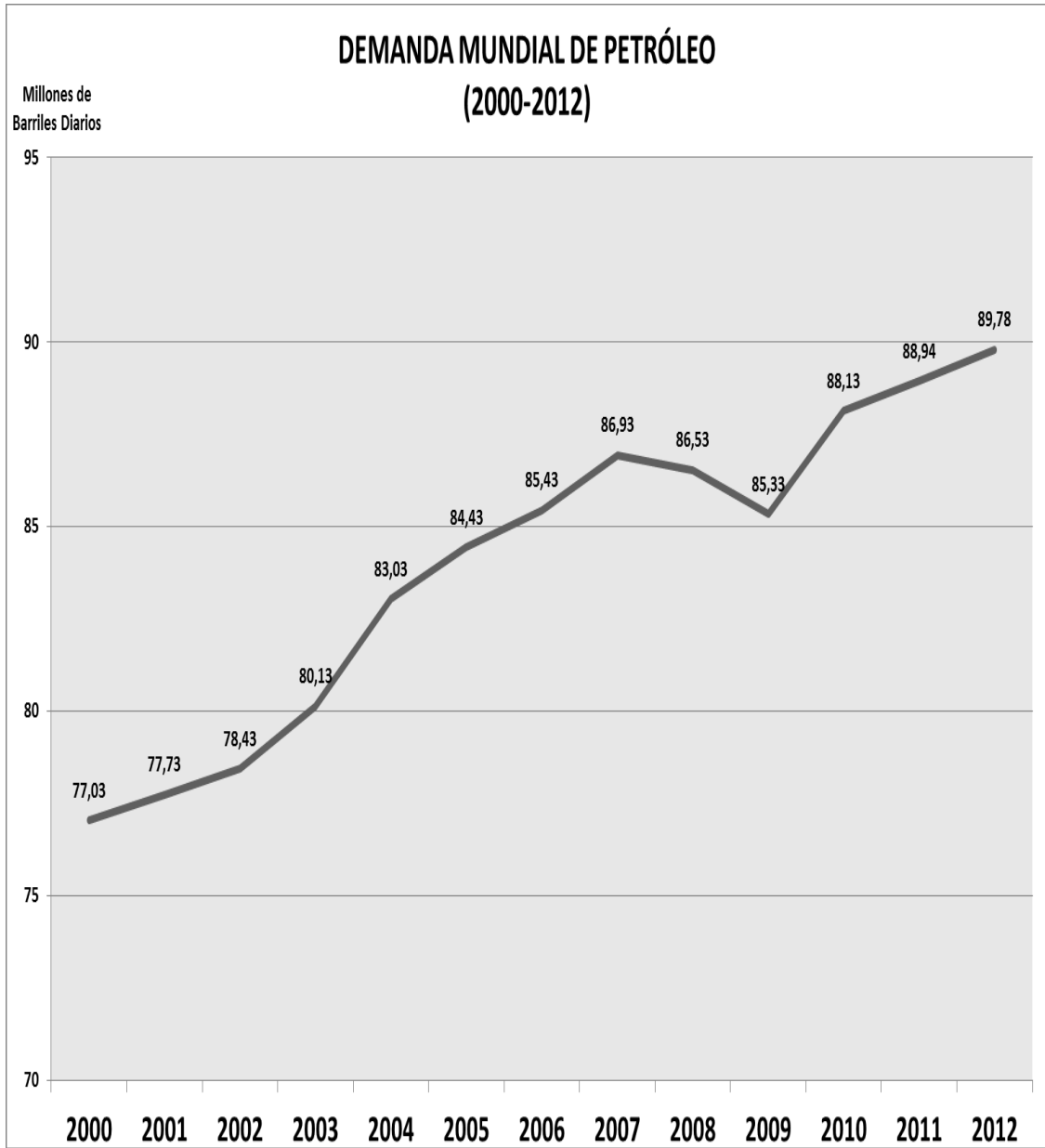


Gráfico 3. Demanda mundial de petróleo (2000-2012)

Fuente: Informe Económico del BCV, (2000-2012)

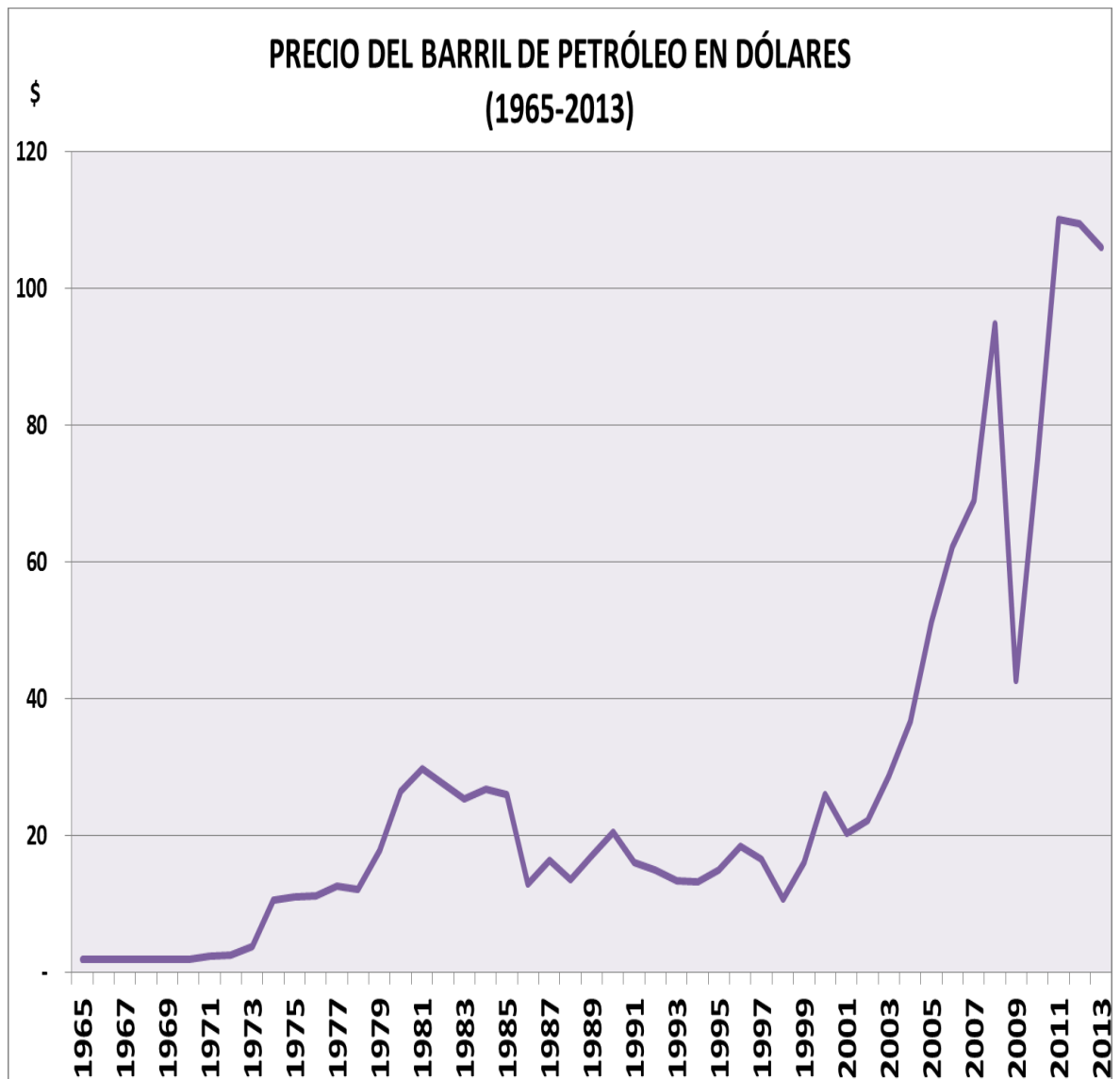


Gráfico 4. Evolución anual de los precios del petróleo 1965-2013

Fuente: OPEP, (2014)

Según Baptista (2010), el Estado venezolano, a diferencia del resto de los países de América Latina, es capitalista y rentista, ya que además de recibir ingresos por concepto de actividades desarrolladas en la economía doméstica, obtiene una importante renta internacional por un recurso no producido: el petróleo, que simplemente se encuentra en el subsuelo por circunstancias naturales. Esta situación le ha permitido a Venezuela obtener ingresos

foráneos —cuya magnitud ha superado a los ingresos de origen interno— los cuales no están sustentados en el sacrificio productivo de la sociedad (trabajo y capital). La teoría desarrollada por Baptista contribuye a explicar por qué el dinamismo de la demanda agregada se le debe, en buena medida, al gasto público financiado con recursos petroleros, más que a un estímulo directo de la inversión privada. Zambrano (2009:6) planteó al respecto:

Con la nacionalización, el Estado se transforma no sólo en un empresario petrolero, éste pasa a poner bajo su control directo industrias básicas del país y se convierte en protagonista fundamental en, prácticamente, todas las áreas de la economía interna.

Desde este punto de vista, la condición estructural de dependencia fiscal a recursos de fuente petrolera hace a la economía venezolana vulnerable a los *shocks* externos, generándose un *trade off* entre las finanzas públicas del país y el ritmo de actividad económica, que se agrava por el efecto histéresis del gasto público, el cual una vez que ha alcanzado cierta magnitud en períodos de bonanza no regresa a sus niveles iniciales (*ratchet effect*), lo que tiende a conducir a resultados fiscales deficitarios, y a un consiguiente aumento del endeudamiento tanto interno como externo.

Estados Unidos es uno de los principales países consumidores de crudo a nivel internacional, por lo que la crisis económica que sufrió su economía desde finales del año 2007 y durante el 2008, parece haber incidido en los *shocks* del mercado petrolero mundial y la volatilidad de los precios que se evidenció entre el 2008 y 2011. Es significativo evaluar sí, efectivamente, este comportamiento en el mercado de hidrocarburos afectó la evolución y comportamiento de indicadores macroeconómicos de la economía venezolana. Para ello se persigue describir:

¿Cuál es relación entre la volatilidad de los precios en el mercado petrolero internacional y el comportamiento de la economía estadounidense luego de su crisis financiera?

¿Cómo se han visto afectados los ingresos y gastos fiscales venezolanos tomando como referencia los precios del petróleo tras la crisis económica de Estados Unidos?

¿Cuál es el comportamiento de las importaciones y exportaciones entre Venezuela y Estados Unidos?

¿Cómo ha incidido la crisis financiera norteamericana sobre la inversión extranjera directa en Venezuela?

¿De qué manera incidió la crisis financiera estadounidense de 2008 sobre la actividad económica en Venezuela?

Objetivos de la investigación

Objetivo general

Analizar la incidencia de la crisis financiera estadounidense de 2008 sobre el comportamiento de la economía venezolana.

Objetivos específicos

- 1- Caracterizar la relación entre los precios en el mercado petrolero internacional y el comportamiento de la economía estadounidense luego de la crisis financiera de 2008.

- 2- Describir los principales cambios que han ocurrido en el comportamiento de los ingresos y gastos fiscales venezolanos tomando como referencia los precios del petróleo tras la crisis financiera de Estados Unidos.
- 3- Evaluar el comportamiento de las importaciones y exportaciones de Venezuela y del movimiento de capitales internacionales hacia Venezuela, luego de la crisis financiera estadounidense.
- 4- Detectar los mecanismos de transmisión de la crisis financiera norteamericana sobre el producto interno bruto real venezolano.

Importancia y justificación del estudio

Existe una discrepancia de opinión entre analistas y hacedores de política económica en torno a la aparente influencia que ejerce la economía estadounidense sobre el resto de las economías continentales, principalmente sobre aquellas que dependen de la producción y exportación —de modo casi exclusivo— de recursos naturales que se emplean como materia prima o fuente energética.

Estados Unidos representa un importante emporio económico diversificado y distribuido en la geografía mundial, capaz no sólo de desajustar los movimientos de capitales y bienes a nivel internacional sino de alterar significativamente el modo y tendencia en que las economías se desenvuelven. Ese emporio económico le ha servido de base a muchos países latinoamericanos como Brasil, Chile y México —por mencionar sólo tres de las economías más grandes de la región— para transformar sus economías a

través de la apertura y generación de convenios de comercio, y generar un crecimiento real de su producción interna.

En contraste, los hacedores de la política económica venezolana de los últimos catorce años parecen pasar por alto esos beneficios. Aseguran que la relación comercial de petróleo que Venezuela mantiene con Estados Unidos no tiene una influencia directa sobre la economía del país, al punto de aseverar que una caída hasta nivel cero en los precios de petróleo, o el cese de las operaciones comerciales, no tendría una incidencia significativa.¹²

El escenario expuesto anteriormente, representa la “piedra angular para el investigador” y en ello se centra la importancia y justificación de su desarrollo, ya que se persigue analizar y describir si existe o no alguna relación de interdependencia entre el comportamiento de la economía estadounidense y las variables macroeconómicas venezolanas. De esta manera sería posible comprender cómo la crisis financiera estadounidense de 2008 ha generado shocks en el mercado petrolero internacional y si incidió sobre el ritmo de crecimiento de la economía venezolana.

Alcances y limitaciones

La presente investigación pretende convertirse en una referencia para futuros investigadores cuyo interés se centre en el estudio de los mecanismos de transmisión de los shocks externos a la economía venezolana.

¹² Hugo Chávez Frías durante una alocución presidencial en el año 2009 en la Asamblea Nacional, afirmó que ni la caída a cero en el precio del barril de crudo detendría su proceso político. Enlace: <http://notihoy.com/en-video-chavez-hablando-sobre-el-precio-del-petroleo-ponga-el-barril-cero-y-pasa-nada/>

Adicionalmente las conclusiones y recomendaciones derivadas de este trabajo, pueden servir de reflexión para los estudiosos de teoría económica y para los hacedores de política, respecto a las potenciales medidas a adoptar para atenuar los efectos de las economías foráneas en la economía venezolana y en la calidad de vida de sus habitantes.

Una potencial limitación que se presentó durante el desarrollo de la investigación, fue la dificultad de recabar información estadística homogénea ya que las cifras emanadas por organismos públicos en relación a una variable frecuentemente presentaron diferencias. Esta poca uniformidad en el tratamiento de la información y cifras en general, introdujo un margen de error o sesgos para el análisis de las estadísticas y presentación de la data.

La información estadística que se presenta en la sección de resultados se encuentra con frecuencia trimestral¹³, tomando como período de estudio los años 2000-2013, sin embargo indicadores como: las importaciones y exportaciones entre Venezuela y los Estados Unidos se dispone información a partir del 2001. Para la variable precios internacionales del petróleo la serie se dispone a partir de 2003. Variables como: ingreso y gasto del gobierno central de Venezuela y la demanda mundial de petróleo, se encuentran presentados hasta el año 2012, generado por el retraso y/o desfase en la presentación de data de algunos organismos públicos venezolanos.

¹³ PIB corriente de EEUU, liquidez ampliada (M3) de Venezuela, tasa de inflación de Venezuela, tasa de crecimiento del PIB de Venezuela, Inversión Extranjera Directa en Venezuela.

CAPÍTULO II

MARCO TEÓRICO

Antecedentes de la investigación

Los antecedentes¹⁴ de la investigación reflejan los avances y el estado actual del conocimiento en un área determinada y sirven de modelo para futuras investigaciones. Su importancia radica en el sustento y consistencia que le conceden a la investigación, constituyendo el punto de partida para llevar adelante su desarrollo.

Los antecedentes son desarrollados en tres secciones: la primera titulada *génesis y esencia del conocimiento* en la cual se esbozan las principales contribuciones de los principales economistas del siglo XX al tema de las fluctuaciones económicas y el ciclo económico real, entre los cuales destacan: John Maynard Keynes, Milton Friedman, Robert Lucas y Robert Barro. La segunda sección titulada; *referentes históricos*, contiene los aspectos más resaltantes de la crisis financiera de 1929, mejor conocida como “la gran depresión” como antecedente más relevante de una situación económica crítica vivida por la nación norteamericana, la tercera sección se titula *referentes empíricos* y en ella se abordan contribuciones derivadas del desarrollo de investigaciones previas vinculadas al objeto de estudio.

¹⁴ Los Antecedentes según la Real Academia Española se refieren a. “conocer las circunstancias previas a un asunto.” Por constituir hechos históricos “previos”, que representan el marco de referencia a la crisis de las hipotecas suprimes (punto central de este trabajo).

Las tres secciones que se abordan a continuación constituyen el punto de referencia para comprender la crisis financiera estadounidense de 2008, ya que de los acontecimientos históricos se deriva todo el engranaje teórico y los principales aportes de economistas y pensadores destacados, para la comprensión de las fluctuaciones en los ciclos económicos, así como la propuesta de medidas correctivas a través de la implementación de políticas fiscales y monetarias.

I. Génesis y esencia del conocimiento

La disciplina de la macroeconomía se reconoce de manera independiente en la década de 1920, cuando se identifica al ciclo económico como un fenómeno recurrente en las economías a nivel mundial. Otros tópicos como: el crecimiento económico, la inflación, el desempleo y la aplicación de medidas correctivas a través de políticas monetaria y fiscal son abordadas por diversos autores a partir de esta década. Para Mankiw (2006), “el campo de la macroeconomía como un área distinta y activa de preguntas, se erigió a la sombra de la gran depresión (p. 2)”

La gran depresión fue la crisis más prolongada en el tiempo y que afectó a más países, tuvo su epicentro en los Estados Unidos, se inició en Octubre de 1929 con la caída de la bolsa de valores y rápidamente se extendió a diversas economías a nivel mundial. Entre los efectos que generó destacan la caída sin precedentes del producto interno bruto y aumento de la tasa de desempleo en USA.

La gran depresión tuvo un profundo impacto en aquellos que tuvieron que vivirla. En 1933, la tasa de desempleo americana alcanzó el 25% y el PIB real estuvo 31% por debajo de su nivel de 1929. Todas las subsiguientes fluctuaciones de la economía

americana han sido ondas en un mar tranquilo comparadas con este tsunami. (Mankiw: 2006, 2)

Esa debacle, tuvo además de efectos nocivos de índole económica y social, también consecuencias políticas, ya que gobiernos democráticos fueron derrocados en el curso de la crisis económica para ser sucedidos por regímenes fascistas en Alemania, Italia y Japón, hecho que desencadenó la Segunda Guerra Mundial.¹⁵

Los acontecimientos acaecidos en 1929 y sus secuelas pusieron en tela de juicio las ideas de los economistas clásicos que predominaron durante mediados del siglo XVIII y el siglo XIX, quienes defendían la tesis de que el libre juego de oferta y la demanda y el equilibrio de los mercados individuales garantizarían el buen funcionamiento de las economías a escala global. Según este esquema resultaba impensable que se evidenciara caídas del producto y episodios de desempleo e inflación.

El énfasis de la Escuela Clásica y sus antecesores se centró en el análisis microeconómico. Esa corriente planteaba que si todos los mercados están equilibrados y cada individuo persigue su propio interés maximizando su bienestar individual, el resultado esperado a nivel macroeconómico sería homólogo, garantizándose un adecuado ritmo de crecimiento del producto y elevada afluencia de recursos de las economías a nivel agregado. Lo expuesto anteriormente muestra que luego de la década de 1930 se profundiza y adquiere un nuevo sentido el análisis de la ciencia Económica, disgregándose en dos disciplinas de estudio: la microeconomía y la macroeconomía.

¹⁵ Sara Levy (2009), defiende esta tesis.

Para darle apoyo a lo expuesto, vale la pena citar lo planteado por Adam Smith¹⁶ en su Obra *Investigación sobre la naturaleza y causa de la riqueza de las naciones* (1986), cuya primera edición se publicó en 1776:

El hombre busca su propio beneficio, pero en este caso como en otros una mano invisible lo conduce a promover un objetivo que no entraba en sus propósitos....Al perseguir su propio interés fomentará el de la sociedad mucho más eficazmente que si de hecho intentase fomentarlo. (p.321)

En 1936 el economista Británico John Maynard Keynes con la publicación de su obra *Teoría General del empleo, el interés y el dinero* (1965), cuestiona los postulados de la teoría clásica y plantea una serie de argumentos teóricos para explicar los ciclos económicos, así como las medidas correctivas o instrumentos de política económica que los gobiernos deben implementar para contrarrestar las crisis o procesos de recesión. El andamiaje teórico derivado de esta obra estuvo contextualizado en la realidad que el autor vivió en la época, uno de los acontecimientos económicos de mayor envergadura a nivel histórico: “la gran depresión”. Adicionalmente Keynes ha generado grandes contribuciones al campo de la ciencia económica.

¹⁶ Para Ekelund R. y Hébert R. (2005): “Hoy se considera Adam Smith como el padre de la economía porque fue ante todo el constructor de un sistema... Las tres características fundamentales de su análisis central son la división del trabajo, el análisis del precio y de la asignación, y la naturaleza del crecimiento económico.

Los logros de Smith en el campo de la economía no sólo tendieron a transformarla en una disciplina formal y autónoma de la investigación científica, sino que también marcaron el inicio del comienzo de lo que se llama período clásico del pensamiento económico” (p. 106)
Lo expuesto por Smith en la primera edición de su obra hace 239 años sirve de marco para analizar el comportamiento de los mercados y la explicación de ¿Por qué las naciones crecen?, por lo que sus aportes derivan en teorías y representa “piedra angular” del pensamiento económico clásico. Por constituir teoría económica sus aportes no pierden vigencia, pudiendo ser empleados para explicar el comportamiento de los mercados y de los ciclos económicos en un acontecimiento contemporáneo o actual.

Según Keynes (1965), “el ciclo económico se debe a un cambio cíclico en la eficiencia marginal del capital, aunque complicado y frecuentemente agravado por cambios en otras variables importantes de período breve del sistema económico” (p. 279)

Más adelante, Keynes señala en su obra:

...Pero creo que la explicación más típica y con frecuencia la predominante de la crisis, no es principalmente un alza en la tasa de interés, sino un colapso repentino de la eficiencia marginal del capital.

...El pesimismo y la incertidumbre del futuro que acompaña al derrumbamiento de la eficiencia marginal del capital, naturalmente precipita un aumento decisivo en la preferencia por la liquidez- y de aquí un alza en las tasas de interés-. (P. 281)

En los siguientes párrafos extraídos de la obra Teoría General, el autor sintetiza los elementos desencadenantes de la crisis, haciendo especial énfasis en lo que ocurre en la fase expansiva del ciclo económico:

Volvamos a lo que ocurre en la crisis. Mientras el auge continúa, la mayor parte de las nuevas inversiones muestran un rendimiento habitual que no deja de ser satisfactorio. La desilusión viene porque de repente surgen dudas en relación con la confianza que puede tenerse en el rendimiento probable, quizá porque la actual muestra señales de baja a medida que las existencias de bienes durables de reciente producción aumentan en forma sostenida. (p. 282)

Así ¡el remedio del auge no es una tasa más alta de interés sino una más baja!; porque esta puede hacer que perdure el llamado auge. El remedio correcto del ciclo económico no puede encontrarse en evitar los auges y conservarnos así en semi-depresiones permanentes, sino en evitar las depresiones y conservarnos de este modo en un cuasi-auge continuo.

El auge que está destinado a terminar en depresión se produce, en consecuencia por la combinación de dos cosas: una tasa de interés

que, con previsiones correctas, sería demasiado alta para la ocupación plena, y una situación desacertada de expectativas que, mientras dura, impide que esa tasa sea un obstáculo real. (p.286)

La premisa central de Keynes es que las economías de mercado, por sí solas no son capaces de autorregularse, por lo cual no es posible lograr elevados niveles de producto y bajas tasas de desempleo de manera recurrente. La explicación a esto se encuentra en los ciclos económicos, cuyas fluctuaciones (auges y recesiones) se deben a las expectativas optimistas o pesimistas de los agentes económicos, lo cual afecta los volúmenes de inversión de las empresas. Así, en las crisis se generan percepciones negativas que generan caídas aceleradas en los niveles de inversión del sector empresarial, lo que a su vez se traduce en disminuciones del producto y aumentos del desempleo.

Finalmente Keynes establece las directrices a seguir por el gobierno para paliar la crisis, formulando así recomendaciones de políticas económicas:

...el camino más prudente sería el de avanzar en ambos frentes a la vez. Al mismo tiempo que procuraría conseguir una tasa de inversión controlada socialmente con vistas a la baja progresiva de la eficiencia marginal del capital, abogaría por toda clase de medidas para aumentar la propensión a consumir; porque es improbable que pueda sostenerse la ocupación plena, con la propensión a consumir existente, sea lo que fuera que hiciéramos respecto a la inversión. Cabe por tanto que ambas políticas funcionen juntas, promover la inversión y al mismo tiempo el consumo... (p. 289)

...El Estado tendrá que ejercer una influencia orientadora sobre la propensión a consumir, a través de un sistema de impuestos, fijando la tasa de interés y quizá por otros medios.... No se aboga por un sistema de socialismo de Estado que abarque la

mayor parte de la vida económica de la comunidad. No es la propiedad de los medios de producción la que le conviene al Estado asumir. Si este es capaz de determinar el monto global de los recursos destinados a aumentar esos medios y la tasa básica de remuneración de quienes lo posean, habrá realizado todo lo que le corresponde. (p.332)

En los extractos de la obra Teoría General, se evidencia como a través de ajustes en la política fiscal –gasto público e impuestos- y a través de la política monetaria –regulación de las tasas de interés- los gobiernos pueden prevenir los episodios de crisis, estabilizar la economía y recuperar la senda de crecimiento.

Durante las dos décadas siguientes a la culminación de la Segunda Guerra Mundial, predominaron en las economías a escala global las recomendaciones en materia de política presupuestaria y monetaria planteadas en la Teoría General. No obstante, a pesar de las contribuciones a la ciencia económica, las ideas de Keynes han generado mucha controversia, siendo puestas en duda de 1970, cuando gran parte de las economías a nivel mundial sufrieron de estanflación, es decir, decrecimiento económico combinado con elevadas tasas de desocupación e inflación.

Como respuesta al escenario expuesto surge una contrarrevolución a los planeamientos Keynesianos, corriente denominada “nueva economía clásica” cuyos representantes consideran que la aparición de la estanflación se encuentra explicada por la política de participación activa del gobierno en los asuntos económicos.

Mankiw (2006), considera a estas nuevas visiones que emergen como primera, segunda y tercera ola de los nuevos clásicos. En concordancia a lo planteado por este autor; *la primera ola de la nueva economía clásica fue el*

monetarismo y su principal defensor fue Milton Friedman. “El trabajo inicial de Friedman en 1957 trató de la hipótesis del ingreso permanente.... que tenía certeras implicaciones para la teoría del ciclo económico real” (p. 5). La corriente monetarista plantea que las fluctuaciones se generan como respuesta a las variaciones de la oferta monetaria.

Los representantes y defensores de la primera ola consideran que una oferta monetaria estable garantiza la autorregulación de las economías de mercado y situaciones de pleno empleo. Friedman reconoce que la principal fuente de inestabilidad proviene de los actores gubernamentales a través de la implementación de políticas monetarias, tal y como se corrobora en el siguiente extracto de su obra “*la economía monetarista*” (1992):

Los intentos de las autoridades monetarias de hacer algo mejor han hecho más mal que bien. Las acciones de las autoridades monetarias han sido una importante fuente de inestabilidad. Tal y como yo he indicado, las acciones de las autoridades monetarias estadounidenses fueron las responsables de la catástrofe de 1929-33. También fueron responsables de la reciente aceleración de la inflación en los EE.UU. Por eso he estado y sigo estando decididamente en contra de una política monetaria discrecional... (p. 32)

La segunda ola en la economía de los nuevos clásicos fue la de las expectativas racionales, liderizado por los economistas Robert Lucas y Robert Barro cuyas ideas prevalecieron durante la década de los años 70's y 80's, y al igual que Friedman defendieron la autorregulación de los mercados, considerando como ineficaces las políticas intervencionistas ejecutadas por los gobierno. La principal contribución y elemento diferenciador de esta corriente es el concepto de expectativas racionales, según el cual las perspectivas de los agentes económicos sobre los hechos futuros generan más efectos en los ciclos

económicos que las políticas activistas de gobierno que defienden los Keynesianos.

Lucas (1973), planteó una teoría del ciclo económico basada en el supuesto de asimetría de información y estableciendo el concepto de expectativas racionales, según el cual sí los agentes económicos establecen expectativas sobre acontecimientos económicos futuros de manera “racional”, los resultados en las políticas gubernamentales generan un impacto menor de lo establecido por los modelos keynesianos. De esta manera Lucas cuestiona la efectividad de los planteamientos de Keynes ya que no consideraban a las expectativas de los individuos y empresas en los hechos económicos.

La tercera ola de la nueva economía clásica fueron las teorías del ciclo económico real, cuyos principales representantes fueron Kydland Prescott y Long Plosser, argumentaron que los shocks tecnológicos y no los shocks de demanda generados por la implementación de políticas económicas, son la principal fuente de las fluctuaciones económicas.

Lo expuesto, corrobora que luego de la muerte de Keynes en 1946 y los aportes generados por su obra “Teoría General”, se ha generado una serie de controversias que, no solo han contribuido a que se erijan las principales escuelas de pensamiento económico, sino que también explican las diversas causales de las fluctuaciones económicas, al tiempo que proponen numerosos resultados o medidas correctivas posibles de aplicar, cuya elección por parte de los ejecutores de política dependerá de la especificidad de cada economía y de las instituciones existentes en cada país.

Las tres olas planteadas por Mankiw, rescata los aportes de representativos pensadores y economistas del siglo XVIII, XIX y XX a la teoría económica y, específicamente a la teoría del ciclo económico real.

Considerando el conocimiento científico como integral y a la teoría económica como acumulativa, lo expuesto sirve de marco explicativo en la comprensión de hechos contemporáneos como la crisis financiera estadounidense de 2008, que en su gestación mostró signos similares a la gran depresión de 1930, sobre la cual reflexionó y planteó medidas correctivas John Maynard Keynes. Autores como Friedman, Lucas, Barro, Prescott y Plosser también partieron del análisis de esta debacle mundial para realizar sus planteamientos y contribuciones teóricas para la explicación de los ciclos económicos.

La crisis de las hipotecas *subprime* que se analizan en este trabajo generó como consecuencias fluctuaciones en el ciclo económico de Estados Unidos, efectos que fueron transmitidos a otras economías, como la venezolana por el canal comercial y financiero, de allí la pertinencia en considerar las tres olas de la economía clásica planteada por Mankiw, ya que sirve de marco de referencia para el análisis y comprensión de un hecho económico contemporáneo.

II. Referentes históricos: la gran depresión de 1930

En este apartado se analizan los factores desencadenantes de una de las mayores crisis financieras con epicentro en Estados Unidos cuyos efectos nocivos se expandieron a diversas economías a nivel mundial por canales financieros y comerciales, de allí se deriva su pertinencia en la investigación, ya que representa un marco de referencia para la comprensión y análisis de la crisis de las hipotecas subprimes evidenciada en el país norteamericano en el 2008, que será abordada en la sección de tercera de los aspectos teóricos.

Vale la pena iniciar este apartado con la siguiente reflexión realizada por Keynes hace ochenta y cinco años:

El mundo ha tardado en darse cuenta de que, este año, vivimos eclipsados por una de las mayores catástrofes económicas de la historia moderna... hoy estamos metidos en un lío de proporciones colosales, porque hemos controlado mal una maquinaria delicada, cuyo funcionamiento desconocemos. En consecuencia, nuestras posibilidades de riqueza podrían echarse a perder por un tiempo, quizá muy largo. (Keynes, citado por Krugman, 2012: 31)

Este mensaje fue escrito por Keynes hace casi un siglo, cuando las economías más importantes a nivel mundial experimentaron la debacle más catastrófica de la era moderna, denominada la Gran Depresión de la década de 1930.

En los años previos a 1929 tuvo lugar un aumento significativo de las operaciones de la bolsa de valores de Nueva York. Según Levi (2009), “El índice de cotizaciones paso de 100 a finales de 1926 a 216 en septiembre de 1929” (p. 69). Esta alza en la bolsa era producto de procesos especulativos de los agentes económicos, por tanto no estaba vinculado con el incremento del ingreso.

No existe un consenso sobre los factores desencadenante de la crisis, pero la literatura ofrece varias explicaciones que se sustentan en elementos y factores distintos. Para Keynes (1965) fue la desconfianza de los inversionistas, para Friedman (1992)¹⁷ fue la inefectiva política monetaria puesta en marcha antes de la década de 1930 que no pudo contrarrestar la quiebra de numerosas instituciones bancarias en Estados Unidos, otros economistas¹⁸ señalan que la Gran Depresión, -entre otras causas-, fue el

¹⁷ Pasajes de la obra de los autores Keynes (1965) y Friedman (1992) que corroboran lo aquí planteado, fueron citados en la sección I de los antecedentes.

¹⁸ Blackburn (2008) y Palma (2009)

resultado de la Primera Guerra Mundial y los disputas de índole política y económicas subsiguientes que actuaron como shocks externos.

Para Levy (2009), una señal de la crisis fue el aumento de la compra-venta de tierras urbanizables en el estado de la Florida durante el período 1922-1924, lo cual generó un movimiento especulativo que condujo al aumento de los precios de este activo fijo no depreciable. (p. 69) Posteriormente, el desfase entre la oferta y la demanda ocasionó que los precios disminuyeran de manera acelerada, por lo cual los ahorristas o inversionistas que deseaban destinar sus recursos a una actividad con amplios márgenes de ganancias asociados, centraron su atención en la bolsa de valores como un instrumento redituable de inversión.

El papel central de los bancos y el rol que desempeñaron los bonos hipotecarios en la crisis de 2008, tienen un gran parecido con el comienzo de la Gran Depresión.

Joseph Shumpeter subrayó como la caída de los precios de los inmuebles en Florida precipitó el colapso de la burbuja centrada en los bonos hipotecarios...la caída de la bolsa tuvo una importancia secundaria comparada con el impacto sobre los bancos, lo cual reflejaba a su vez la existencia de una burbuja crediticia.....Shumpeter ya era consciente del papel específico que representaba la inversión inmobiliaria en las turbulencias económicas: “No hay nada con más probabilidades de producir procesos depresivos acumulativos que el compromiso de una gran número de hogares con un negocio fuertemente financiado por los bancos comerciales.” (Blackburn, 2008: 82)

El epicentro de la Gran Depresión se evidenció en los Estados Unidos, a partir de la caída de la bolsa “el 29 de octubre de 1929 -conocido como

martes negro”¹⁹- y rápidamente se extendió a países como Alemania, Francia y Reino Unido, no obstante, por sus consecuencias sobre los términos de intercambio, se expandió al mundo entero.

Durante el desarrollo de la crisis se redujo la producción industrial y se experimentaron episodios de deflación en los países industrializados, pero el mayor costo fue en el ámbito social, debido al aumento sin precedente de la tasa de desocupación. Para 1933 una cuarta parte de la población económicamente activa de los Estados Unidos se encontraba desempleada. ²⁰

La gran depresión se transmitió a América Latina debido a la caída de la demanda de materias primas de los países industrializados y la consiguiente reducción de los precios de los commodities- El precio del barril de crudo pasó de 1,15 \$/B en 1930 a 0,72 \$/B en 1931, superando el valor de 1 \$/B en 1942-²¹. Aunada al colapso económico se suma la inestabilidad en los sistemas políticos, surgen regímenes dictatoriales en Europa y países en vías de desarrollo ya que las democracias no logran dar una solución satisfactoria y oportuna a la debacle económica.

El programa implantado para paliar los efectos nocivos de la gran depresión se denominó “New Deal” y fue puesto en marcha en el período 1933-1938 durante la presidencia de Franklin D. Roosevelt. Este programa estuvo orientado a reactivar el consumo y la inversión, a través de una serie de políticas donde el gobierno participaba activamente. En 1933 se promulgó la Ley Glass-Steagall²², que impide que los bancos comerciales empleen los

¹⁹ Palma (2009), p.14

²⁰ La cifra exacta se encuentra contenida en Levy (2009), “27,1 % de la población activa de 48 millones de personas” (p.72)

²¹ Baptista (2006), p. 106

²² Esta regulación fue derogada en 1999 por el presidente de los Estados Unidos Bill Clinton.

depósitos de los ahorristas en paquetes accionarios de sus propias instituciones financieras, propiciando actividades especulativas.

En el ámbito industrial, se crea la National Industrial Recovery Act (NIRA), organismo que persigue reactivar la actividad económica, evitando la sobreproducción y estableciendo una serie de regulaciones al sector empresarial. La NIRA estuvo vinculada a la creación de obras públicas. “Durante 1933 y 1934 se construyeron 122.000 edificios públicos, más de un millón de kilómetros de carreteras, 77.000 puentes, 285 aeropuertos y se desarrolló el plan hidroeléctrico del Valle de Tennessee”²³ En 1935 la Corte Suprema estadounidense declara al NIRA inconstitucional ya que fomentó la conformación de monopolios y oligopolios.

En el ámbito social, a través del New Deal se creó la Federal Emergency Relief Administration, institución que realizaba transferencias directas a la población desempleada. No obstante, la política de construcción de obras públicas fomentó la creación de cuantiosos puestos de trabajo.

Entre los efectos que la Gran Depresión generó en Venezuela se encontró la caída de las importaciones y exportaciones²⁴ durante el período 1930-1936, esto motivado a que para ese período las exportaciones de petróleo reemplazaron a las de café como principal fuente de ingresos de la nación, (ver cuadro N° 1). Adicionalmente, debido a las restricciones de los capitales extranjeros generada por la crisis, Venezuela redujo sus reservas de divisas y oro.

²³ Levi (2009), p. 74.

²⁴ Las exportaciones totales de Venezuela pasaron de Bs. 212.000.000 en 1929 a Bs. 153.000.000 en 1930, mientras que las importaciones de Bs. 453.000.000 en 1929 a Bs. 364.000.000 en 1930. (Baptista, 2006: 219-229)

Cuadro N° 1. Exportaciones de café y petróleo en Venezuela (1929-1936) expresado en millones de bolívares.

Años	Exportaciones de café	Exportaciones de petróleo
1929	134	721
1930	68	723
1931	65	487
1932	58	549
1933	34	381
1934	33	405
1935	31	452
1936	40	487

Fuente: Baptista, (2006), p. 220.

Otro efecto propiciado por la crisis fue la fluctuación en el tipo de cambio. La vía de transmisión se materializó a través de los productos exportables como café, cacao y petróleo, situación que depreciaría la moneda en 1932, siendo el tipo de cambio 6,77 Bs./\$, en contraste con su valor de 6,08 Bs./\$ para 1931²⁵.

A partir de 1933 se revierte la tendencia de depreciación de la moneda local (tipo de cambio: 5,35 Bs./\$)²⁶ motivado a la política de devaluaciones implementada en los Estados Unidos. En 1934 se pone en marcha el Convenio Tinoco a través del cual las empresas petroleras estaban obligadas a vender sus dólares al gobierno a un tipo de cambio específico, fomentándose así la apreciación del bolívar frente al dólar, cuyo tipo de cambio para 1934 se situó en 3,56 Bs./\$²⁷

²⁵ Baptista (2006), p .817

²⁶ Baptista (2006), p .817

²⁷ Baptista (2006), p .817

Lo expuesto deja evidencia de la afectación que la depresión tuvo en Venezuela, especialmente en el sector petrolero que, ya en la década de los años 30's comenzaba a configurarse como el motor de la economía del país.

Una de las consecuencias de la crisis de 1929 fue la reducción de los términos de intercambio, generándose efectos de contagio a los principales socios comerciales a nivel mundial, principalmente a través del comercio internacional.

III. Referentes Empíricos

En esta sección de los antecedentes, se abordan investigaciones realizadas por destacados autores, que se encuentran vinculadas al objeto de estudio del presente trabajo.

Ocampo, (2008), en su artículo *La crisis Financiera Mundial y su Impacto sobre América Latina*, elaborado para el proyecto del Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) sobre Estado, democracia y mercado: Informe Regional sobre la Democracia en América Latina, señala los que a su juicio son los canales externos de transmisión de la crisis financiera norteamericana a los países emergentes de la región, tomando como aspectos fundamentales las remesas, el comercio internacional y los flujos de capital. Concluye que los efectos más importantes de la crisis internacional se han producido a través de los canales comerciales. Países como México, Centroamérica y el Caribe fueron afectados por la contracción de sus volúmenes reales de comercio, mientras que las economías sudamericanas, especialmente las exportadoras de productos mineros y energéticos experimentaron deterioro en los términos de intercambio.

González, (2008) en su artículo *Regulación, Política Monetaria y Crisis Financiera en los Estados Unidos*, presenta los aspectos estructurales e institucionales que provocaron el estallido de la crisis. Afirma que “las causas profundas de la crisis subyacen en una estructura financiera cada vez más frágil, alentada por una política económica y monetaria cada vez más laxa.” (p. 13) Concluye señalando la importancia de la redefinición del papel del sector público en la economía.

Saavedra, M. (2008), en su artículo *La crisis financiera estadounidense y su impacto en la economía mexicana*, describe la crisis norteamericana con apoyo en la teoría de Minsky²⁸, concluye que si puede haber afectación en México, aun cuando las autoridades tomen medidas para atenuar el impacto; esto se debe a que los tres componentes más importantes de la economía mexicana están ligados con la economía estadounidense: las exportaciones manufactureras, las remesas y el petróleo.

Vera, L. (2011), en su artículo *¿Por qué la economía venezolana ha salido tan afectada por la crisis económica global?*, presenta las secuelas de la crisis financiera global con epicentro en los Estados Unidos en los países latinoamericanos, haciendo especial énfasis en la economía venezolana. Considera que la trasmisión desde los países centrales a los países emergentes, tuvo lugar a través de los canales: comercial y financiero y entonces concluye, para el caso venezolano, que la implementación de políticas económicas pro cíclicas y anti-Keynesianas frente a contingencias externas, parecen haber amplificado los efectos de la crisis.

²⁸ La teoría de Minsky será abordada en la sección II de los Aspectos Teóricos de este trabajo.

Toro, J. (2012), en su trabajo titulado *América Latina y Venezuela frente a la crisis global*, pone en evidencia los orígenes y alcances de la crisis económica-financiera global, analizando los principales efectos de ésta sobre América Latina. Considera los procesos de integración económica regional como una vía para que Latinoamérica enfrente con mayor eficiencia sus procesos de desarrollo. Concluye que los países latinoamericanos en su mayor parte, fueron capaces de enfrentar a través de medidas eficaces la crisis que se originó en las naciones desarrolladas. En el caso venezolano, la implementación de políticas pro cíclicas a través de recursos provenientes del FONDEN²⁹, utilizados de manera poco transparente para financiar proyectos gubernamentales, generó una fuerte afectación en el sector real: exportaciones, precios, inversión extranjera y remesas, así como en el sector financiero.

Lo expuesto por los diversos autores considerados en esta sección, permite inferir que el principal mecanismo de transmisión de la crisis financiera estadounidense hacia los países desarrollados y emergentes es a través del comercio internacional (importaciones y exportaciones) y, a través del desarrollo de la presente investigación se confirmará o negará esa evidencia.

Bases teóricas

Este apartado será desarrollado en tres secciones: la primera titulada *Teoría de los ciclos económicos*, donde se aborda el origen de las fluctuaciones desde la perspectiva de la oferta y de la demanda, la segunda se titula *Hipótesis de la inestabilidad financiera de Hyman Minsky*, donde se brinda una

²⁹ Fondo de Desarrollo Nacional (FONDEN)

explicación de tipo endógena “vinculada al propio sistema capitalista”, a las fases expansivas del ciclo económico y la generación de crisis financieras, finalmente en la tercera sección se presenta el *Contexto histórico y factores desencadenantes de la crisis financiera estadounidense de 2008*, también llamada “crisis de las hipotecas *subprimes*”. Todo esto para mostrar evidencias históricas y el andamiaje teórico que permitirá comprender la gestación y estallido de la crisis financiera de 2008.

I. Teorías de los ciclos económicos

Todas las economías experimentan el fenómeno de los ciclos económicos ya que se distinguen fases de crecimiento y de decrecimiento en el corto plazo. Es importante resaltar que los ciclos económicos se representan por medio de las fluctuaciones del Producto Interno Bruto, en la teoría económica convencional.

A la fase o etapa de un ciclo a lo largo del cual el producto decrece se le denomina recesión o fase recesiva y al lapso durante el cual el producto crece se le denomina expansión o fase expansiva.

La visión contemporánea de los ciclos económicos³⁰ considera a este fenómeno como el resultado de múltiples choques que inciden constantemente en la trayectoria temporal del PIB. En este contexto el término choque se refiere a la incidencia aleatoria de una fuerza externa, es decir, de una fuerza que no es generada o creada por la propia evolución del PIB.

³⁰ Representada por Robert Lucas y Robert Barro.

Los choques que la ciencia macroeconómica considera capaces de explicar son múltiples, pero pueden clasificarse en dos grupos: choques de oferta y choques de demanda.

A) Choques de oferta: son aquellos que alteran la productividad promedio de una economía, esto es, la cantidad o volumen de bienes y servicios producidos en promedio por cada hora de trabajo y de servicio del capital (maquinarias, edificios, entre otros). En este contexto:

i) Los fenómenos naturales, climáticos o meteorológicos actúan como choques en la productividad, por ejemplo, el paso de tormentas reduce la productividad tanto del sector agrícola como del turístico y lo contrario ocurre cuando llega un período de buen clima.

ii) Los cambios tecnológicos, tales como la incorporación de nuevas tecnologías, que ocurre cuando un número significativo de empresas sustituye sus antiguos equipos por otros tecnológicamente más sofisticados, o cuando desarrollan ellas mismas nuevos procesos o técnicas de producción. Por ejemplo: la depreciación ocurrida en los activos por obsolescencia, como se evidencia en los equipos de computación, cuyo nivel de rotación en las empresas tiende a ser elevado.

El impacto negativo del alza de los precios del petróleo en las economías que importan petróleo, es solo un ejemplo de los choques de “términos de intercambio”³¹ lo cual representa otro tipo de choque de oferta

En el caso particular de Venezuela, al ser un país exportador de petróleo, los términos de intercambio tienen una fuerte correlación positiva con el precio internacional del petróleo, de modo que un incremento

³¹ Manzano, Méndez, Pineda y Ríos. (2008), p.94.

(reducción) del precio del crudo puede tener un impacto positivo (negativo) en la productividad agregada de la economía al aumentar (reducir) la disponibilidad de insumos importados³².

Este efecto de los términos de intercambio se trasmite tanto por la vía del tipo de cambio real (el precio real de las divisas), como de la disponibilidad de divisas por parte del sector privado. Sin embargo, en ciertas circunstancias especiales, como la existencia de un régimen de cambios, estas dos últimas variables pueden experimentar variaciones importantes no asociadas de manera directa con los términos de intercambio o incluso con la independencia de ellos. En estas circunstancias, las variaciones tanto del tipo de cambio real como la de disponibilidad de divisas por parte del sector privado, constituyen en sí mismos choques de oferta. Una menor tenencia de divisas en manos de los agentes económicos, tal y como se evidencia en la situación actual del país debido a la presencia de un tipo de cambio y régimen de subastas, limita la capacidad de importar bienes y servicios, lo cual restringe la oferta de bienes y servicios a nivel interno.

En relación con la duración de los ciclos económicos en Venezuela, Manzano y otros (2008) señalan:

Una recesión es una fase de caída del PIB de por lo menos dos trimestres seguidos y una expansión es una fase de aumentos del PIB de por lo menos dos trimestres seguidos. De acuerdo con este criterio se concluye que las fases recesivas de la economía venezolana tienen una duración promedio de 4 trimestres, mientras que las expansiones duran un promedio de 3 trimestres y

³² Al ser superior los precios de los productos exportados a los precios de los productos importados se evidencia una mejora de los términos de intercambio, incrementándose el bienestar del país ya que debe pagar menos por los insumos provenientes de otros países, incrementándose la disponibilidad de los mismos a nivel interno (Ley de demanda)

medio, para una duración total media de cada ciclo económico de 7 semestres y medio (casi dos años). Teniendo en cuenta que la duración promedio de los ciclos en las economías desarrolladas es de 16 a 32 trimestres, puede afirmarse que la economía venezolana es extremadamente volátil. (p .91)

B) Choques de demanda: se refieren a las variaciones del gasto agregado en los bienes y servicios que produce un determinado país o región que no tenga su origen en cambios en el nivel de producción. La Teoría Keynesiana, atribuye los ciclos económicos fundamentalmente a la incidencia de los choques de la demanda. Desde esta perspectiva, el decrecimiento que experimenta el producto a lo largo de una recesión se origina en una caída de la demanda agregada (choques de demanda negativos), mientras que por el contrario el crecimiento del PIB en las fases expansivas se originaría por el impulso dado por uno o varios choques de demanda positivos.

Esta visión es particularmente atractiva desde el punto de vista de la política económica, porque los gobiernos cuentan con instrumentos que les permiten generar choques de demanda, siendo los principales el gasto público y el control sobre la cantidad de dinero circulante. De esta manera los gobiernos podrían generar choques de demanda positivos que contrarresten los choques negativos que amenacen con desencadenar una recesión, del mismo modo que un uso inapropiado de esta capacidad podría también generar recesiones e intensificar los ciclos económicos.

Según Manzano y otros (2008);

En el caso venezolano, una fuente principal de los choques de demanda lo constituyen las fluctuaciones de los volátiles precios del petróleo, en virtud de que los ingresos fiscales asociados a la exportación petrolera representan más del 40% de los ingresos fiscales totales. (p. 101)

La alta dependencia de los ingresos venezolanos de las exportaciones petroleras, han provocado que las finanzas públicas se hayan visto afectadas por las fluctuaciones en el mercado internacional del crudo. La crisis financiera ha originado una caída de la demanda agregada a nivel mundial que se ha traducido en una contracción de los precios de las materias primas³³. Venezuela es un país productor y exportador de petróleo, cuya industria aporta aproximadamente el 40% a los ingresos fiscales, esta situación hace que la economía sea rígida y frágil, expuesta a los *shocks* en el mercado petrolero mundial. (Mora, 2008, p. 63)

II. Hipótesis de la inestabilidad financiera de Hyman Minsky

El economista estadounidense Minsky desarrolla una serie de construcciones teóricas que buscan explicar los elementos desencadenantes de las crisis financieras en las economías capitalistas. Su principal aporte radica en demostrar el efecto desestabilizador que el sistema financiero genera sobre la economía real, lo cual se manifiesta en la aparición de crisis de manera recurrente.

La estabilidad de la economía depende de la forma en que la inversión y las posiciones en activos fijos son financiadas....la inestabilidad es determinada por mecanismos dentro del sistema, no fuera de él: nuestra economía no es inestable porque ella sea golpeada por el petróleo, las guerras o las sorpresas monetarias, sino porque es su naturaleza [subrayado añadido]. (Minsky: 1986:172)

³³ En el Capítulo IV se presenta información estadística y gráficos que corroboran la idea planteada.

La hipótesis de inestabilidad financiera fue planteada por Minsky durante la década de los ochenta, en ella se considera al capitalismo como un sistema que exhibe características de inestabilidad endógenas, debido a la volatilidad presente en los mercados financieros de estas economías. Plantea que los *shocks* externos no son la fuente de las crisis financieras, sino que las mismas son desencadenadas por el funcionamiento del propio sistema capitalista, por ende, la apertura comercial y los procesos de globalización, como elementos generadores de shocks externos, solo funcionan como elementos que aceleran o agudizan los episodios de crisis.

Minsky construye su andamiaje teórico a partir de los aportes derivados de la obra de Keynes y de los planteamientos realizados por Fisher en relación a la deflación de la deuda³⁴. Toma en consideración la crítica realizada por Keynes a los neoclásicos sobre el papel neutro del dinero, defendiendo la postura de que el dinero es demandado no sólo para realizar intercambios, sino con el objetivo de precaución y para ser empleado con fines especulativos. Así, los agentes económicos manifiestan preferencia por la liquidez a fin de adquirir bienes reales –cuyos precios están sujetos a fluctuaciones- con el único objeto de especular con ellos.

Se debe recordar el argumento de Keynes en relación a la tasa de interés y las expectativas, cuando hace mención a la preferencia por la liquidez de los agentes por motivos especulativos:

La situación es seria cuando la empresa se convierte en burbuja dentro de una vorágine de especulación. Cuando el desarrollo del capital de un país se convierte en subproducto de

³⁴ Krugman (2012) esgrime este planteamiento en el desarrollo de su obra.

actividades propias de un casino, es probable que aquel se realice mal. (Keynes: 1965: 166)

Minsky defiende la postura Keynesiana de que la inestabilidad surge de las etapas de crecimiento “aparentemente estable” del ciclo, lo cual degenera en un *boom* especulativo. La estabilidad financiera que se experimenta en la fase de auge, en conjunto con las expectativas positivas de las unidades económicas, incentiva a los agentes a incrementar sus niveles de endeudamiento, colocando sus activos líquidos en inversiones que reporten menos liquidez –por ejemplo, activos fijos-, con la perspectiva futura de incrementar sus rendimientos o margen de ganancias.

El comportamiento racional de los agentes económicos³⁵, bajo el contexto de una economía capitalista y en un entorno competitivo, radica en la toma de decisiones tendientes a maximizar su propio beneficio. Durante la fase expansiva del ciclo económico, las estructuras financieras tienden a debilitarse. Minsky (1986), considera que durante el proceso de financiamiento –adquisición de activos- los agentes económicos pueden adoptar tres posiciones financieras diferentes:

a) Posición o perfil cubierto (*Hedge funds*): los flujos de caja derivados de las inversiones de los agentes económicos son capaces de cubrir de manera absoluta las obligaciones o pasivos contraídos. Se encuentra garantizado el monto del capital –pasivo- más los intereses derivados de la deuda.

b) Posición o perfil especulativo (*Speculative funds*): los flujos de caja derivados de la inversión permiten cubrir los intereses de la deuda, más no amortizar el capital –pasivo-. En esta posición los agentes adquieren una

³⁵ Minsky no sólo analiza a la empresas, también considera a las familias y su actuación en los mercados financieros.

conducta aventurera, de menor aversión al riesgo, apostando a que las fluctuaciones futuras que experimentarían los precios de los bienes les favorecerán.

c) Posición o perfil Ponzi³⁶ (*Ponzi funds*): los flujos de caja derivados de la inversión no cubren ni siquiera los intereses de la deuda u obligación, por ende el valor actual neto de la inversión que se está financiando se vuelve negativo para el prestamista. En esta posición los agentes incrementan su endeudamiento con la finalidad de amortizar las obligaciones con vencimiento más próximo. La renegociación de la deuda se vuelve cada vez más compleja, por lo que los agentes venden sus activos a fin de obtener liquidez que permita amortizar la deuda, hecho que genera la descapitalización de empresas o individuos.

En el perfil *ponzi*, los agentes no pueden cubrir la totalidad de sus pasivos liquidando sus activos al valor actual, situándose en una condición de insolvencia, por lo cual demandan nuevos préstamos, escenario evidenciado en la crisis de las hipotecas *subprime*.³⁷

Durante la fase expansiva del ciclo económico, la estabilidad financiera se fractura paulatinamente, debido a que los agentes económicos bajo la influencia de las expectativas optimistas presentes en la etapa de auge, abandonan las posiciones *hedge* para adoptar perfiles con mayores niveles de

³⁶ El término Ponzi, hace referencia al italiano Carlo Ponzi, quien en 1920 fracasó al tratar de hacer funcionar una pirámide basada en cupones postales internacionales.

³⁷ Minsky en (1986) define la posición financiera "Ponzi", cuyos elementos característicos se enmarcan y permiten explicar el hecho detonante de la crisis de las hipotecas *subprimes* en 2008, que fue la insolvencia en las obligaciones o pasivos de los agentes económicos. El Contexto histórico de la crisis financiera estadounidense será abordado en la siguiente sección de este capítulo.

riesgo –posiciones especulativas o *ponzi*-. La debilidad del sistema capitalista se intensifica en los momentos de boom económico ya que los agentes se van desplazando de forma acelerada a posiciones *ponzi*. Luego del auge el sistema financiero de una economía pasa de una situación de estabilidad a otra en la que la inestabilidad prevalece.

En este contexto, los agentes económicos se encontrarán imposibilitados para cubrir con sus obligaciones –pasivos- ya que éstas superan los flujos de ingresos provenientes de las inversiones realizadas, situación que provoca la renegociación de créditos, a través del aumento de la demanda de financiamiento y, posteriormente genera la venta de activos para obtener liquidez, proceso que desencadena una espiral deflacionaria, lo cual constituye la génesis de la crisis.

Según Fisher, citado por Krugman (2012):

Un empeoramiento económico crea una situación en la que muchos deudores se ven obligados a adoptar medidas rápidas para reducir la deuda. Pueden “liquidar” (intentar vender cuantos activos tengan) y/o pueden recortar fuertemente el gasto y usar los ingresos para devolver la deuda. Son medidas que pueden funcionar, salvo cuando demasiadas personas y empresas están intentando amortizar sus deudas al mismo tiempo. (p. 55)

Ese proceso es denominado por Krugman la *paradoja del desapalancamiento*, según el cual mientras más pagan los deudores más deben, debido a que los agentes están intentando pagar sus deudas y, al mismo tiempo, ocasionando una reducción del valor de los activos, agravándose su posición financiera. Posteriormente, Krugman hace mención a la *paradoja de la*

*flexibilidad*³⁸: “cuando uno halla dificultades para vender algo, lo solventa rebajando el precio. Así parece natural suponer que la solución al desempleo masivo es bajar los salarios.” (p. 62)

Cuando los niveles de endeudamiento son suficientemente elevados, se activa el momento Minsky: los deudores se percatan de los riesgos asociados a la deuda, e inician el desapalancamiento, lo cual genera la espiral deflación-deuda de Fisher.

Una vez inmersos en la crisis, la inversión decrece ya que los mecanismos para el otorgamiento de préstamos se hacen más rigurosos, lo cual incide negativamente en las expectativas de obtención de márgenes de ganancia.

Lo expuesto evidencia que el auge y no los *shocks* externos, constituyen la fuente de la inestabilidad financiera, el propio funcionamiento del capitalismo y el comportamiento de los agentes económicos conduce a las economías a situaciones de fragilidad financiera.

La recomendación de política económica de Minsky (1986), es que el Estado debe intervenir en las economías con desarrollados y complejos sistemas financieros, a fin de evitar la caída del precio de los activos y destinar recursos a los sectores más vulnerables del proceso económico. Señala que el capitalismo provoca crisis financieras de forma recurrente, que conducen a las economías a situaciones de desempleo, alza en el nivel general de precios y recesión.

Los diversos instrumentos e innovaciones financieras que han surgido luego de la supresión de restricciones puestas en marcha luego de la gran

³⁸ Implícita en el trabajo de Irving Fisher

depresión de 1929 en el mercado estadounidense y posteriormente en el resto de economías capitalistas, ha permitido que las unidades económicas diversifiquen su cartera de inversión, pudiendo estar conformadas por una gran variedad de activos y/o modalidades que han crecido de manera exponencial. Esta situación constituye un elemento potenciador de la financiación y por ende del incremento de endeudamiento de los agentes, hecho que desencadena las crisis, por lo cual se requiere que el Estado y los bancos centrales adopten un rol de regulador y supervisor de los mercados financieros, éstas políticas eran denominadas por Minsky "*Big Government y Big Bank*".³⁹

La liberalización financiera debilita a los mercados, por lo que el Estado debe establecer mecanismos que permitan paliar el comportamiento especulativo de los agentes, así como imponer medidas de controles de capital adaptados a la especificidad de las instituciones y desenvolvimiento económico de cada país. De esta manera es posible minimizar la fragilidad financiera.

La crisis actual [...] tiene que ver con la estructura básica de un sistema financiero que sobreestima la confianza crediticia y subvaloriza el riesgo. Lo fundamental es que el sistema ha sido estructurado para hacer demasiado barato el crédito, llevando a la toma de riesgos excesivos para proveer ganancias más altas. (Kregel: 2008: 24)

La crisis de las hipotecas *subprimes* ha puesto en evidencia lo inadecuada que ha sido la evaluación del crédito, debido a que los entes que evalúan el historial crediticio de los prestamistas, no son los mismos entes que asumen el riesgo.

³⁹ Minsky, H. (1986), p.13

III. Contexto histórico y factores desencadenantes de la crisis financiera estadounidense de 2008: crisis de las hipotecas *subprimes*.

La implosión de la crisis de las hipotecas *subprimes* y los efectos colaterales que generó sobre el sistema financiero mundial, son el resultado de un largo período de desregulación que se dieron en las dos últimas décadas del Siglo XX⁴⁰, de apalancamiento e innovaciones financieras puestas en práctica en el sistema bancario estadounidense. Para Blackburn (2008): “el recurso del apalancamiento en un mundo financiarizado capacita a los individuos y a las empresas a desembarazarse del riesgo no rentable y a maximizar resultados. Mientras la palabra deuda tiene un halo negativo, apalancamiento lo tiene positivo.”(p. 74)

La primera medida del programa de desregulación financiera en los Estados Unidos ocurrió durante el mandato de Carter en 1980, con la aprobación de la Ley de Desregulación de Instituciones de Depósito y Control Monetario que suprimió los límites sobre las tasas de interés que pagaban los bancos por los distintos tipos de depósitos.

En 1982, durante el gobierno de Ronald Reagan, el Congreso aprueba la Ley Garn-St. Germain, orientada a la reducción de las restricciones en los préstamos que podían realizar las instituciones bancarias. Posterior a los episodios inflacionarios de la economía estadounidense en la década de los 70's se evidenció un período de ascenso de las tasas de interés, razón por la cual las instituciones de ahorro y crédito inmobiliario se encontraron en dificultades financieras ya que habían otorgado préstamos a largo plazo y con bajas tasas de interés.

⁴⁰ Las medidas de desregulación que acá se presentan fueron referidas por Krugman (2012), p 71.

...Eliminar las restricciones a las tasas de interés hizo que los préstamos imprudentes fueran más atractivos, porque los banqueros podían prestar dinero a clientes que prometían pagar mucho...aunque quizás no cumplieran con lo prometido. Y el margen de riesgo se incrementó aún más cuando se hicieron más laxas las restricciones que limitaban la exposición a determinadas líneas de negocios o a los prestatarios individuales. (Krugman: 2012: 72)

Estas legislaciones han generado un círculo vicioso, ya que le otorgó a las instituciones de ahorro y crédito la facultad de conceder préstamos al sector comercial e industrial, de manera que éstos últimos amplíen los créditos destinados a los consumidores.

En 1999, durante la presidencia de Bill Clinton fue derogada la Ley Glass-Steagall promulgada en 1933 que separaba la banca comercial de la inversión, hecho que fomentó la creación de innovaciones financieras. La ola de desregulaciones en lugar de constituir una herramienta eficaz en la financiación, con miras a facilitar el otorgamiento de instrumentos crediticios destinados a las familias estadounidenses, se convirtió en una situación en la que el riesgo moral⁴¹ estaba presente, debido a que las entidades de ahorro y crédito inmobiliario sintieron incentivos para dedicarse a conductas de alto riesgo.

Según Krugman (2012), “en Estados Unidos el crecimiento de las décadas posteriores a la desregulación ha sido más lento que el de las décadas precedentes.” (p.80); lo expuesto parece mostrar la inequidad en la

⁴¹ Fallo de mercado generado por asimetrías de información, en el que uno de los agentes emprende una serie de acciones que pueden influir en la probabilidad de ocurrencia de un hecho arriesgado.

distribución del ingreso generado por las desregulaciones y la existencia de legislaciones financieras laxas.

Durante el transcurso del año 2001 la Reserva Federal adoptó en sucesivas ocasiones una política monetaria expansiva a través de la reducción de las tasas de interés (ver gráfico 5), con la finalidad de generar incentivos en los agentes económicos para dinamizar y aumentar el consumo y la inversión. Estas medidas fueron adoptadas en un contexto de recesión de la economía estadounidense explicada por la confluencia de una serie de factores como; la quiebra de Long Term Capital Management en 1998, y las secuelas de la burbuja tecnológica en 2000, constituyendo un factor agravante el ataque terrorista del 11 de Septiembre de 2001.

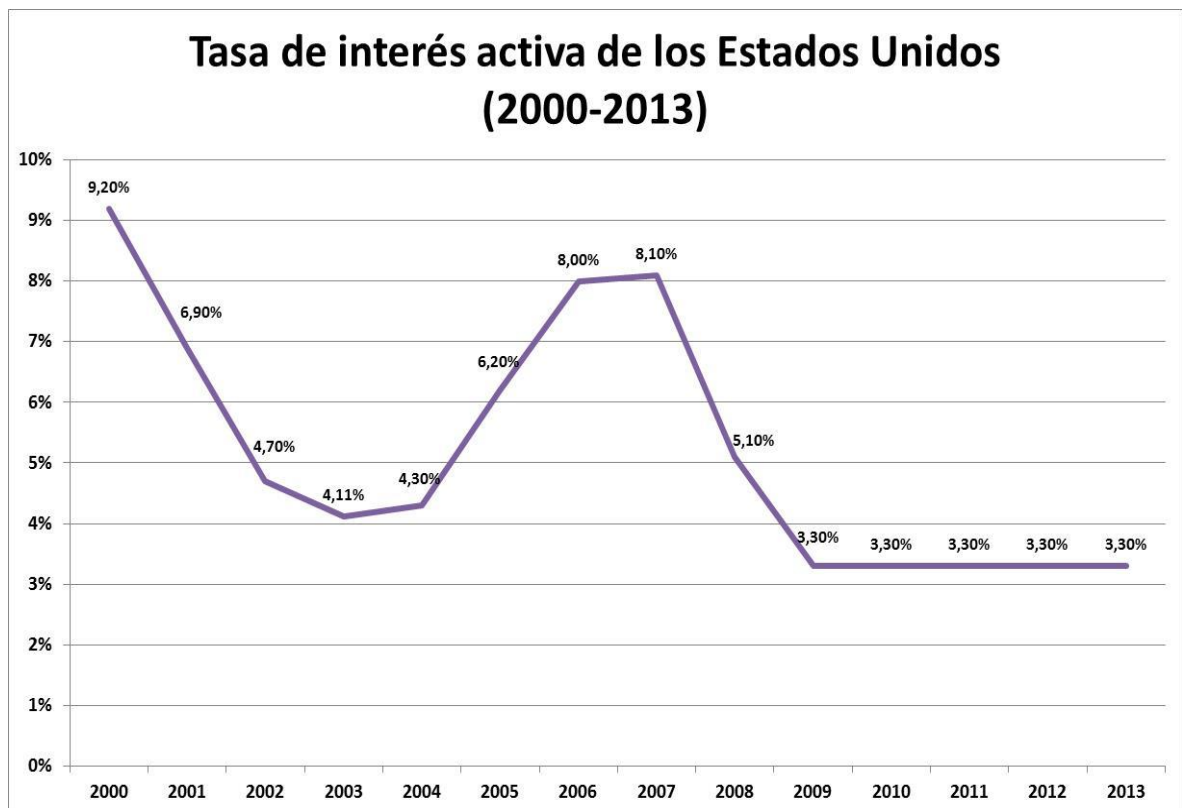


Gráfico 5. Tasa de interés activa de los Estados Unidos (2000-2013).

Fuente: Banco Mundial, (2015)

La reducción de las tasas de interés generó gran afluencia de masa monetaria (M2 y M3) en manos del público con bajo costo de financiamiento asociado (ver gráfico 6). Este dinero fue destinado al mercado de bienes raíces para la adquisición de inmuebles, cuya dinámica es explicada por la teoría económica como mercados complementarios (Ver gráfico 7). Como consecuencia, los préstamos hipotecarios de las familias de Estados Unidos experimentaron un crecimiento exponencial para el período 2000-2006 (Ver gráfico 8) como consecuencia de las medidas de política monetaria implementadas por la Reserva Federal.

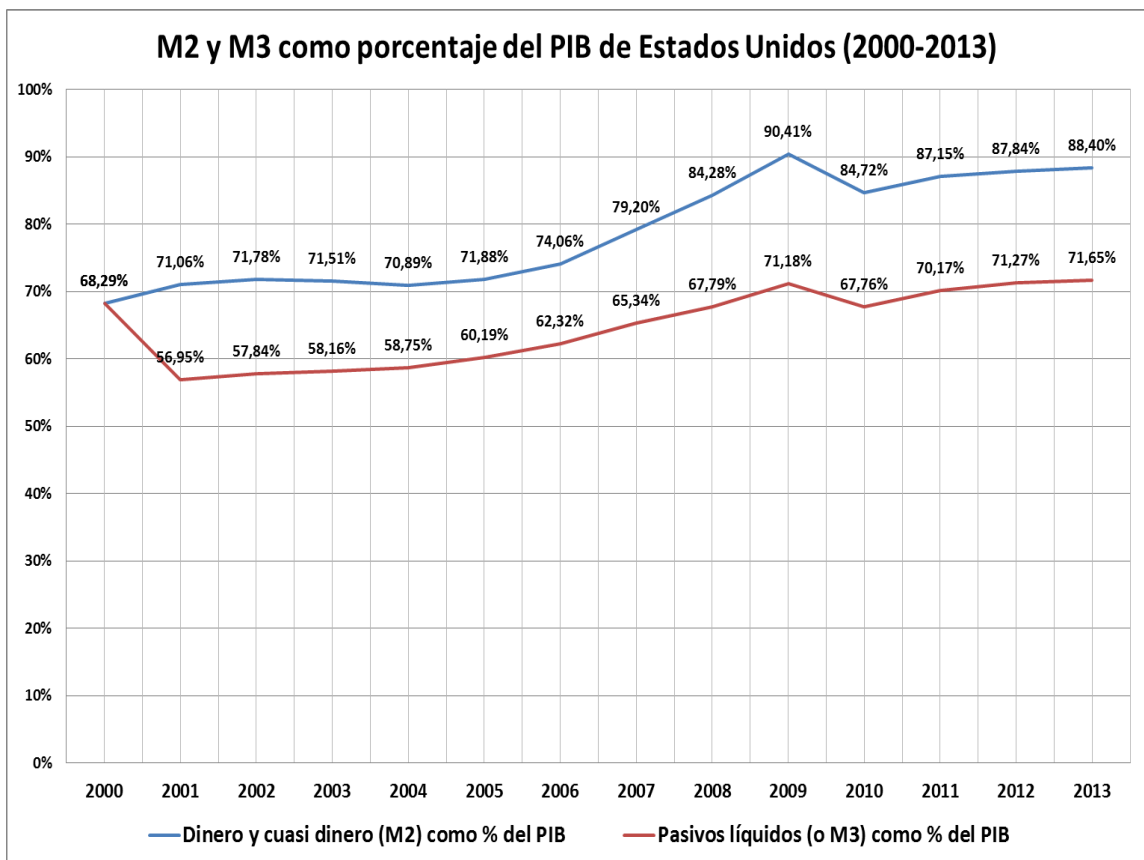


Gráfico 6. M2 y M3 como porcentaje del PIB de los Estados Unidos (2000-2013).

Fuente: Banco Mundial, (2015)

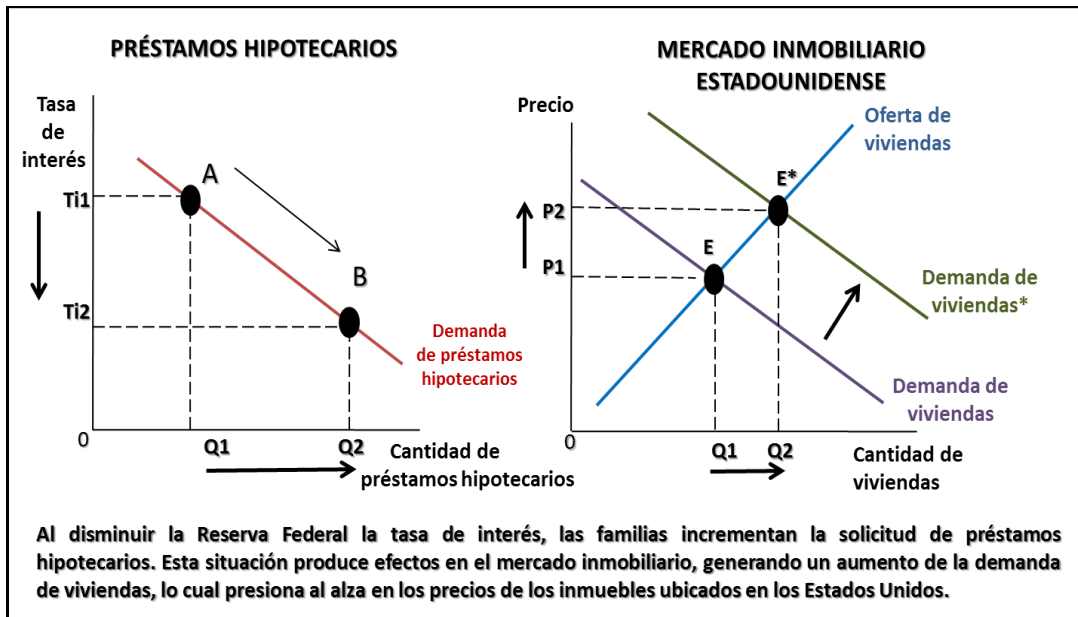


Gráfico 7. Comportamiento del mercado hipotecario e inmobiliario de Estados Unidos durante la gestación de la crisis financiera.

Diseño: Peña, (2014)

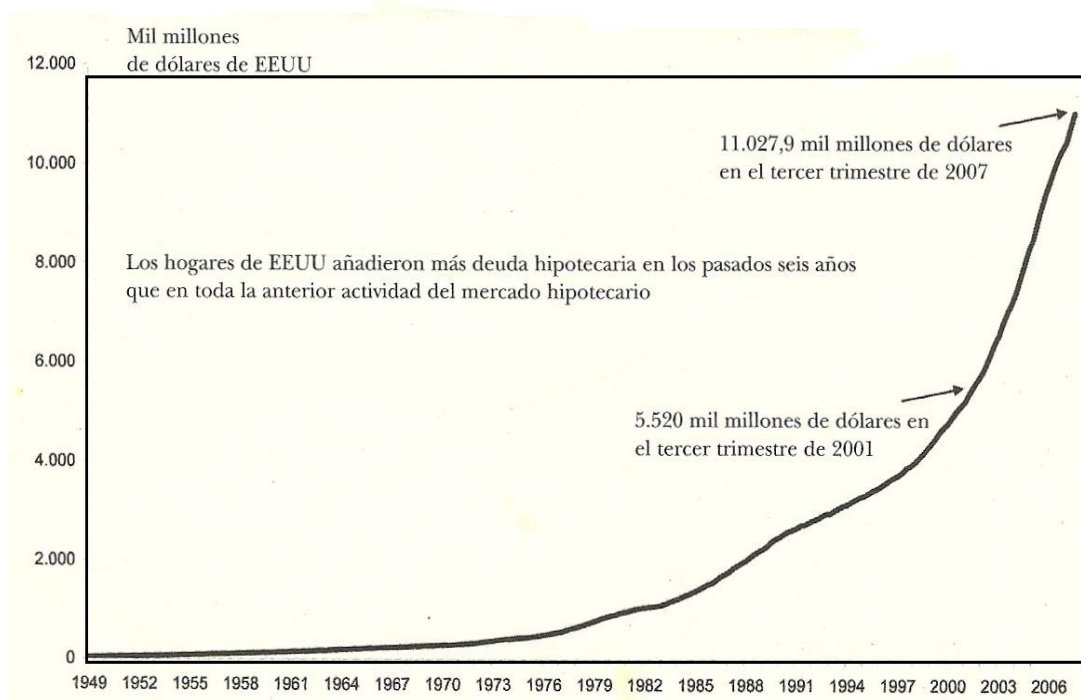


Gráfico 8. Crecimiento en los préstamos hipotecarios de los hogares de los Estados Unidos.

Fuente: Soros, G. (2009). pp. 129.

Por su parte, la caída en las tasas de ahorro (Ver gráfico 9) de los hogares estadounidenses como respuesta a las reducidas tasas de interés, se tradujeron en incentivos para el aumento de la propensión marginal a consumir, ya que en este escenario, los agentes prefieren destinar la porción más alta posible de sus ingresos disponibles al gasto y endeudamiento, en lugar al ahorro. Aunado a esta situación, el exceso de demanda respecto a la oferta de viviendas localizadas en Estados Unidos provocó (al menos hasta finales del 2006) un crecimiento acelerado del precio real de las viviendas como una respuesta natural al comportamiento del mercado en ese momento.

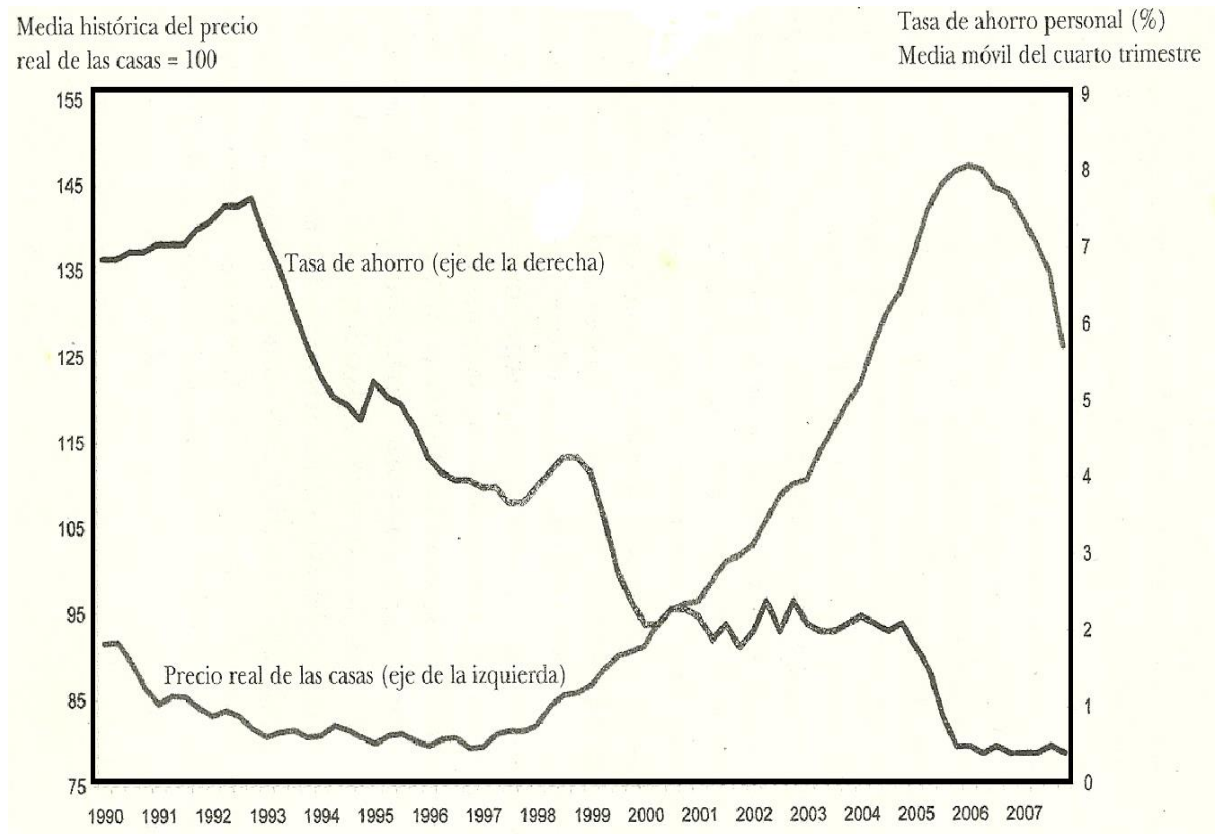


Gráfico 9. Evolución del precio real de las casas y de la tasa de ahorro personal en los Estados Unidos.

Fuente: Soros, G. (2009). pp. 128.

El alza en el precio de los inmuebles de uso residencial localizados en los Estados Unidos provocó que las familias adoptaran las siguientes conductas: re-financiamiento con expansión del capital de su vivienda principal manteniendo la garantía hipotecaria; a través de este mecanismo se liquidaba a la institución bancaria el crédito inicial y el dinero sobrante era empleado por las familias para cubrir otro tipo de gasto. Con esta modalidad de refinanciamiento los inmuebles se transformaban en una especie de “caja chica”; en un mecanismo usado por los hogares norteamericanos de manera indiscriminada para obtener efectivo fácil.⁴² La segunda conducta adoptada, en el contexto de la burbuja inmobiliaria y las bajas tasas de interés, fue la adquisición de una segunda vivienda como un instrumento de inversión, situación que genera aumentos en la demanda de bienes raíces y contribuyó a incrementar la presión en el precio de los inmuebles transados en el mercado.

El excesivo circulante de masa monetaria en la economía norteamericana, proveniente de esas prácticas, generó aumento de la demanda agregada debido al crecimiento del consumo, hecho que provoca un incremento de la tasa de inflación de Estados Unidos, que para diciembre de 2004 cierra en 2,7%⁴³.

En este escenario, la Reserva Federal a mediados del año 2004 inicia la aplicación de políticas monetarias restrictivas a través de aumentos sucesivos en las tasas de interés, pasando en los primeros meses del año de 1% a 2,25% al cierre de 2004⁴⁴, hecho que afectó el mercado “tradicional” de hipotecas, por lo que las instituciones bancarias a fin de hacer sostenibles sus ingresos

⁴² Esta modalidad de refinanciamiento en el cual los hogares asumen un segundo crédito hipotecario se denomina *home equity debt*.

⁴³ Banco Mundial, datos en línea.

⁴⁴ Datos extraídos de los informes económicos del BCV

crearon productos financieros y derivados sin ningún tipo de control institucional, y flexibilizando los lineamientos para el otorgamiento de créditos a clientes riesgosos.

Entre las laxas medidas aplicadas por el sector bancario para otorgar préstamos hipotecarios “*subprimes*” a individuos con atrasos en sus historiales crediticios se encontraron: recargo de comisiones, establecimiento de tasas de interés más elevadas, préstamos hipotecarios con tasas de interés bajas los primeros años del crédito y posteriormente más elevadas⁴⁵, eliminación de la cuota inicial para la adquisición del inmueble⁴⁶, exigiéndose a cambio -como aval- el pago de un seguro para cubrir el monto del dinero prestado, gastos administrativos y gastos de embargo del inmueble en caso de impago de la deuda.

Entre las innovaciones financieras se encontraba la práctica de agrupar préstamos hipotecarios otorgados por instituciones de ahorro y crédito, con la finalidad de crear bonos para comercializarlos con una tasa de rentabilidad en los mercados financieros y bolsas de valores a nivel mundial. De esta manera surgió un mecanismo para que las instituciones bancarias redujeran el riesgo extrayendo los créditos de su contabilidad y estados financieros, a la vez que liberaban capital para realizar nuevas inversiones⁴⁷.

Según Soros (2009):

La superburbuja combina tres tendencias principales, cada una con al menos un defecto. Primero está la tendencia de largo plazo

⁴⁵ Esta modalidad se basó en la hipótesis de que los precios de los inmuebles siempre se comportarían hacia el alza, por lo que las instituciones financieras asumieron que la capacidad de pago del deudor no se vería afectada. Idea sustentada en lo expuesto por Krugman (2012) y Palma (2008)

⁴⁶ La inicial por lo general representa el 20% del precio de venta del inmueble.

⁴⁷ Autores como: Soros (2009), Nieto (2010), Palma (2008) describen este mecanismo.

hacia la expansión crediticia siempre creciente, algo indicado por el aumento de préstamos a proporción de valor garantizado en los préstamos al consumo e hipotecarios...La segunda tendencia es la globalización de los mercados financieros, y la tercera es la eliminación progresiva de las regulaciones financieras y el ritmo acelerado de las innovaciones financieras. (p. 135)

Durante el procedimiento de titulización o securitización⁴⁸ se agruparon un conjunto de hipotecas *primes* y *subprimes* en paquetes llamados *Mortgage Backed Securities* (MBS), generándose bonos respaldados por hipotecas con distintos niveles de riesgo dependiendo de la calidad del deudor, de manera que el inversionista poseía diversas alternativas para colocar el dinero dependiendo de la aversión al riesgo y el porcentaje de rentabilidad que deseara obtener.

Para el proceso de calificación de riesgo ejerció un rol protagónico empresas representativas en este segmento como Standard & Poor's y Moody's que crearon una escala de valoración donde asignaron: AAA a las hipotecas *primes* o de mayor calidad y B a las hipotecas con mayor riesgo de impago o *subprimes*. Según Blackburn (2008), "las hipotecas *subprimes* crecieron desde 160 hasta 600 millardos de dólares entre 2001 y 2006, cuando ya representaban la quinta parte de las hipotecas originales" (p. 62). Esto se muestra en el gráfico 10.

⁴⁸ El procedimiento de titulización es descrito en sus obras por diversos autores como Krugman (2012), Nieto (2010).

En 2006, se originaron 600 mil millones dólares de préstamos de alto riesgo, la mayoría de los cuales eran titulizados. Ese año, los préstamos de alto riesgo representaron el 23,5% del total de las hipotecas.

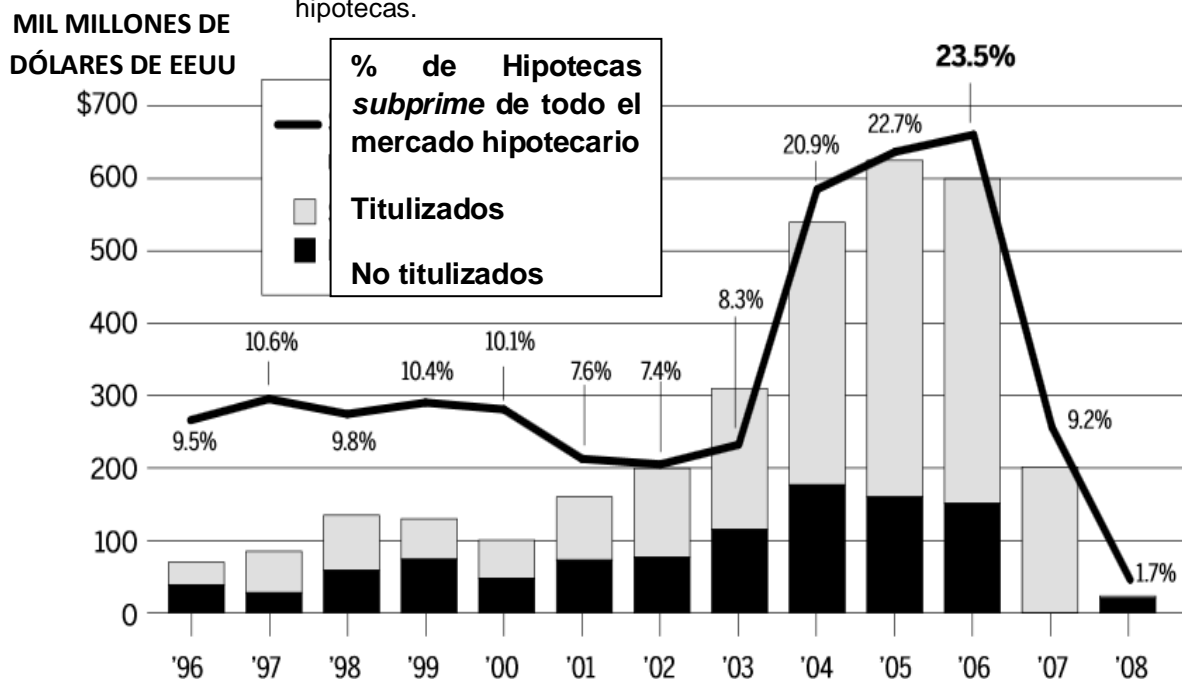


Gráfico 10. Porcentaje de subprimes en hipotecas nuevas

Fuente: The financial crisis inquiry report (2011). pp. 70

El proceso de innovación financiera no culminó allí. Surgió el proceso de retitulización o resecuritización donde los *Mortgage Backed Securities* (MBS) se reagrupan para conformar los *Collateralized Debt Obligation* (CDO). Los bancos de inversión adquirieron los paquetes de CDO's y los ofertan en el mercado financiero internacional, dependiendo su tasa de rentabilidad –al igual que los MBS- del nivel de riesgo asociado. Al liquidarse las cuotas de las hipotecas, recibían los pagos en primer lugar los inversionistas que invirtieron en bonos con bajo riesgo *senior o investment*, en segundo lugar los que invirtieron en bonos *mezzanine* (riesgo medio) y, en tercer y último lugar, a los clasificados como *equity* (bonos riesgosos).

Conjuntamente a los CDO's surgieron los *Credit Default Swap* (CDS), instrumento que permitió que los inversionistas se respaldaran en caso de impago o retraso de los bonos hipotecarios, funcionando como una especie de póliza de seguro. Los CDS se comercializaron en los mercados financieros, pudiendo ser adquiridos no solamente por compradores de CDO's sino también por inversionistas especulativos que no poseía los bonos. En caso de insolvencia en las hipotecas, el valor de los CDS aumentaba de manera considerable en el mercado, al igual que la rentabilidad asociada, superando en ocasiones a los bonos que habían sido emitidos.

La globalización de los mercados financieros permitió que el capital fluyera libremente, lo cual dificultó que el Estado pudiera gravarlo o regularlo. La desregulación financiera hizo que en este proceso de titulación y retitulización intervinieron los bancos de inversión, los fondos de riesgos (*Hedge funds*) y los innovadores *Structured Investment Vehicles* (SIV's).

Para Blackburn (2008):

Los SIV eran instrumentos fuera de balance, de manera que la participación del banco en ellos era un activo, mientras que los pasivos confinados en otro sitio no se mostraban. Los inversores institucionales podían ser persuadidos de comprar la supuestamente alta calidad de los SIV, títulos negociables a corto plazo, permitiendo a los intermediarios adquirir activos a más largo plazo, de peor calidad y generando beneficios combinando ambos. Entre esos últimos activos se encontraban grandes cantidades de hipotecas, deudas de tarjetas de crédito, préstamos de estudiantes y otros. (p. 65)

En el siguiente diagrama se presenta el procedimiento a través del cual las instituciones financieras realizaron el otorgamiento de créditos hipotecarios tradicionales e hipotecas *subprimes*.

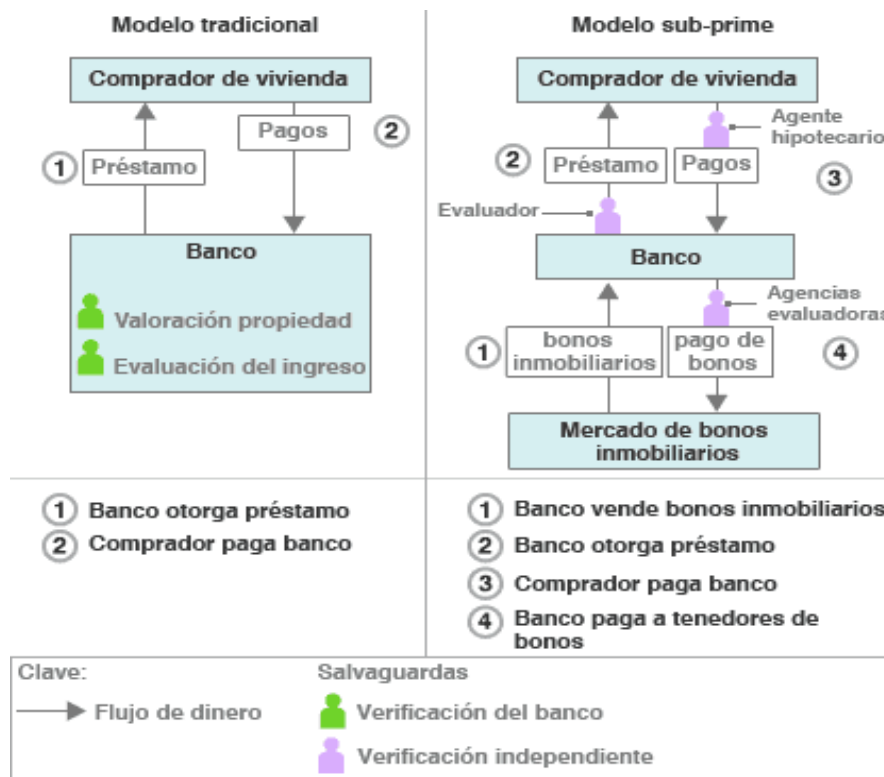


Gráfico 11. Fases de otorgamiento de una hipoteca *prime* versus una hipoteca *subprime*.

Fuente: BBC mundo.

Para el 2006 se desacelera el crecimiento en el precio de las viviendas, evidenciándose el inicio de una fase de estancamiento en el mercado inmobiliario (Ver gráfico 9). La Reserva Federal, como parte de la aplicación de política monetaria restrictiva, incrementó las tasas de interés a 5,25% en Junio de 2006 –la tasa más alta desde Marzo de 2001, siendo la más baja 1% correspondiente a Junio de 2003⁴⁹- medida que generó desincentivos en los agentes económicos y, que se tradujo en una menor demanda de préstamos. En diciembre de 2006 Ownit Mortgage Solutions Inc. Propiedad de Merrill Lynch & Co, una de las principales instituciones financieras creadoras de instrumentos derivados de hipotecas *subprimes* cierra sus puertas.

⁴⁹ Datos extraídos de los informes económicos del BCV

En ese contexto de aumento en las tasas de interés los agentes comenzaron a ofertar las viviendas. El exceso de oferta sobre la demanda generó una reducción de los precios en el mercado de bienes raíces, lo cual impidió el refinanciamiento de los préstamos debido a que en muchos casos la deuda era mayor al valor del inmueble –el valor de la vivienda era 30, 40 o 50% de lo que los prestatarios habían pagado por ella⁵⁰-. Ante la dificultad de vender las propiedades para cancelar las hipotecas, aumentó la morosidad en los pagos, tal como se muestra en el gráfico 12, marcando el inicio de la crisis.

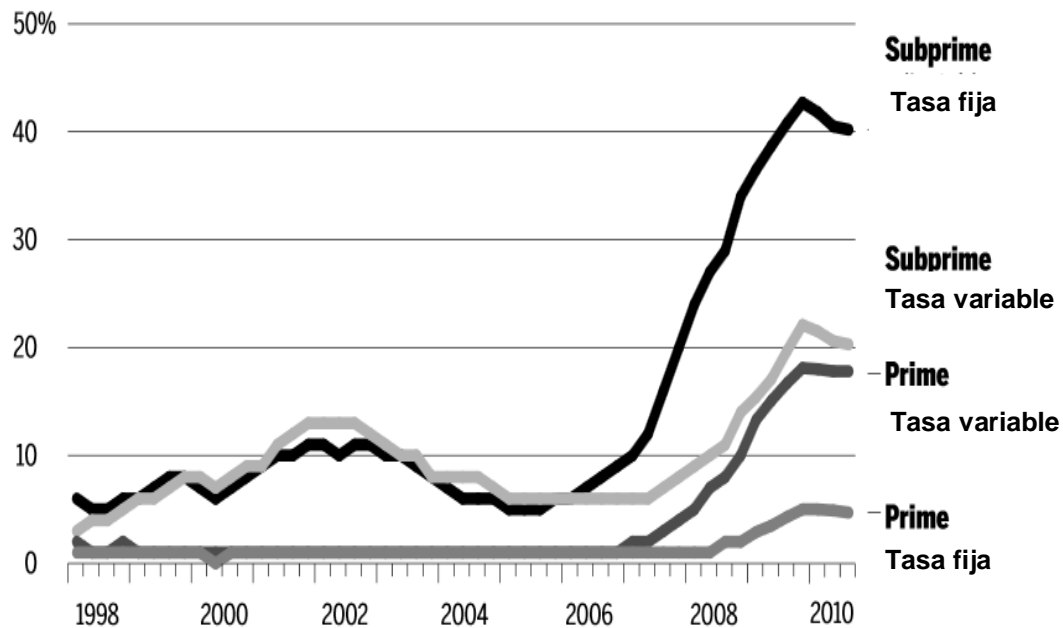


Gráfico 12. Morosidad de las hipotecas por tipo de préstamo.

Fuente: The financial crisis inquiry report (2011). pp. 217

Las víctimas más directas de la crisis han sido entre dos y tres millones de tenedores de hipotecas (o sus arrendatarios) que han perdido o van a perder sus hogares. Las mujeres jóvenes, los afroamericanos y otras minorías están fuertemente representadas. La crisis del crédito profundiza una recesión que reduce los salarios y contrae el mercado de trabajo... (Blackburn: 2008:87)

⁵⁰ Krugman (2012), p. 124

A fines de 2006 y durante el año 2007 las calificadoras Standard & Poor's, y Moody's, degradaron los CDOs y otros bonos respaldados por hipotecas, lo cual generó una reducción de la demanda de *Structured Investment Vehicles* (SIV's)⁵¹, debido a la desconfianza de los inversionistas en los bonos y papeles comerciales avalados con hipotecas *subprimes*.

Según los datos del *Flow of Funds* de la Reserva Federal, la deuda total en la Economía de Estados Unidos creció desde 255,3% del PIB en 1997 hasta el 352,6% en 2007, registrándose el mayor aumento en el sector hogares y financiero. La deuda de los hogares paso de 66,1% del PIB al 99,9 %, pero el crecimiento más rápido fue el registrado por la deuda asumida por los bancos y otras entidades financieras que pasó de representar un 63,8% del PIB en 1997 a un 113,8 en 2007. Estos incrementos de la deuda fueron alimentados por sucesivas burbujas de activos. (Blackburn: 2008: 56)

La combinación entre desregulación y ausencia de adaptación de las regulaciones existentes a las exigencias de los cambios evidenciados en el sistema financiero, constituyeron el germen de la crisis financiera, cuyos primeros síntomas se manifestaron en la economía de Estados Unidos a finales del año 2007.

Las innovaciones financieras que identificó Greenspan como fuentes de la mejora de la inestabilidad financiera fueron *precisamente* las que llevaron al sistema financiero al borde del abismo... ahora sabemos que la venta de "valores respaldados por activos" -esencialmente, la capacidad de los bancos de vender grupos de hipotecas y otros préstamos a inversores mal informados, en lugar de mantenerlos en sus propios libros-favoreció el préstamo sin condiciones. Las obligaciones

⁵¹ Instrumentos financieros de corto plazo que permiten obtener liquidez.

crediticias con garantía secundaria o “colateralizadas” recibieron al principio valoraciones AAA, lo que de nuevo atrajo a inversores ingenuos; pero en cuanto la situación se torció, estos valores pasaron a ser designados como “basura tóxica” (Krugman: 2012: 65)

El impago de las hipotecas ocasionó una reducción de la demanda de CDOs, ya que los inversionistas, debido a la incertidumbre, migraron hacia instrumentos financieros más líquidos y de menor riesgo⁵². Esto provocó una caída en el valor de los CDOs.

Cuando los bancos no tienen la posibilidad de vender los créditos hipotecarios que han otorgado, empaquetándolos en bonos, se redujeron los recursos para el otorgamiento de préstamos. Sin créditos, se paralizó la venta de viviendas, hecho que generó la existencia de un elevado número de inmuebles a la espera de compradores, presionando a la baja los precios de las propiedades.

A este corolario de exceso de apalancamiento del sistema financiero estadounidense, se añade la entrada en vigencia en noviembre de 2007 de la regla 157 de la Financial Accounting Standard Board (FASB), que establecía como obligación el registro de los precios de mercado de los bonos respaldados por hipotecas en los balances de las instituciones financieras, hecho que evidenció la depreciación en el valor de los activos de las entidades ahorro y crédito, generando mayor incertidumbre y profundizando el descenso en el precio de las acciones de los bancos, expuestos ante la crisis.

Entre julio de 2007 y marzo de 2008 los bancos de inversión y los brókeres del Wall Street sufrieron una sangría en su patrimonio

⁵² Los inversionistas adquieren bonos del tesoro de Estados Unidos porque poseen confianza en el gobierno y en la solvencia de este instrumento financiero.

de 175 millardos de dólares y en marzo Bearn Stearns, el quinto más grande fue rescatado por JP Morgan Chase a precio de ganga y con una ayuda de la Reserva Federal de 29 millardos en garantías. (Blackburn: 2008:53)

En el gráfico 13, se presenta un flujograma que resume el funcionamiento y las principales fallas derivadas de la operacionalización de las hipotecas *subprime*, que generaron la implosión de la crisis.

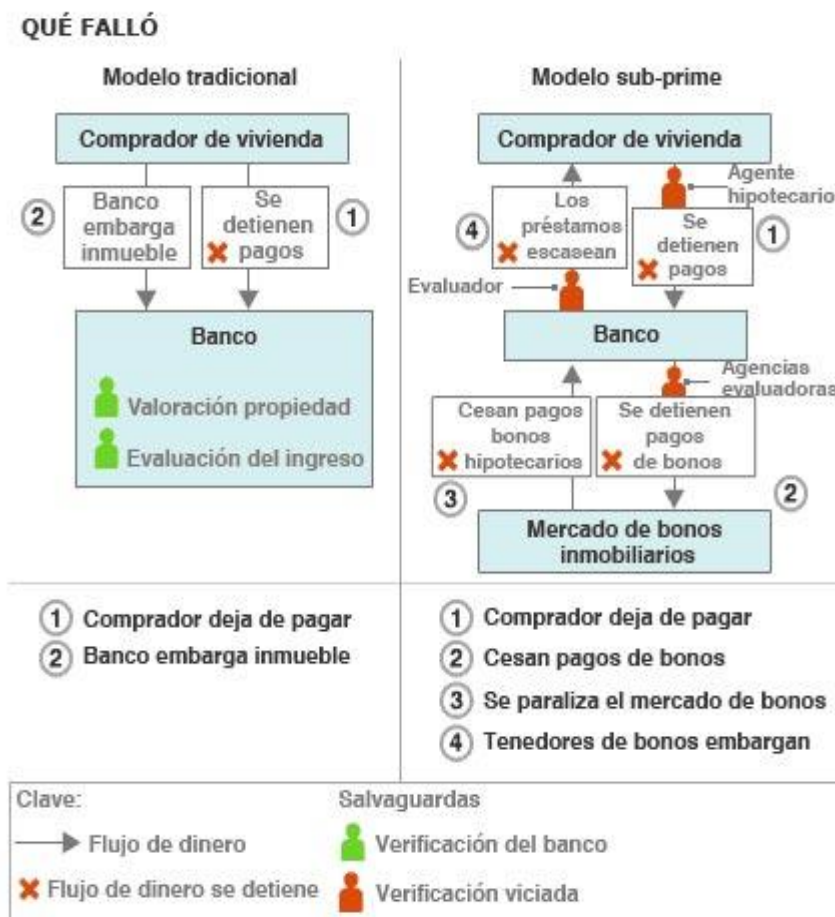


Gráfico 13. Fallas en el modelo de hipotecas *subprime* que desencadenan la crisis.

Fuente: BBC mundo.

En Septiembre de 2008 Lehman Brothers, uno de los cinco grandes bancos de inversión norteamericanos se declara en quiebra, seguido de Merrill

Lynch entidad que fue adquirida por Bank of América a un precio por debajo de su valor, aunado al rescate por parte del gobierno de Estados Unidos de la principal empresa de seguros American Insurance Group (AIG) cuando la misma se vio limitada de liquidez.

Cuando Lehman Brothers detuvo sus pagos contaba con deudas por el orden de 613 mil millones de dólares, de los cuales alrededor de 160 mil millones obedecían a bonos en manos de inversionistas de todo el mundo, incluyendo fondos de pensionados europeos y asiáticos que habían depositado su confianza en la visión de las calificadoras de riesgo. (Salmerón: 2009:36)

Otra consecuencia derivada de la quiebra de Lehman Brothers se materializó en los valores de los bonos corporativos de alto rendimiento “conocidos como bonos basura” que antes de la crisis pagaban 8%, luego de la caída de esta institución financiera la cifra se disparó a 23%.⁵³

La estampida de importantes instituciones bancarias estadounidenses generó un endurecimiento de las condiciones para otorgar créditos, evidenciándose en el sector financiero preferencia por la liquidez o aumento del desapalancamiento (ver gráfico 6) motivado por la elevada aversión al riesgo, para ello, se venden activos a bajos precios y las entidades financieras, durante el proceso de reducción del endeudamiento, deben asumir las pérdidas.

En 2008 se evidenció en el nivel de vida de las familias estadounidenses los efectos de la crisis. La caída de los precios de la vivienda y la bolsa de valores había representado un fuerte impacto en la riqueza,

⁵³ Krugman (2012), p. 127

reduciendo el patrimonio familiar⁵⁴ y con ello el gasto de los consumidores, así como la merma en inversiones por parte del sector empresarial como consecuencia a las rigideces para la obtención de financiamiento.

La reducción de la propensión marginal al consumo de las familias impacta considerablemente a la economía de Estados Unidos, donde el agregado consumo representa alrededor de un 67,47% del PIB para el período 2000-2013⁵⁵.

A fin de estimular la economía estadounidense la Reserva Federal durante el año 2008 reduce las tasas de interés de 3% en el mes de enero a 0% en diciembre⁵⁶. Durante el gobierno del presidente Obama se implementaron medidas de estímulo fiscal: como aumento del gasto público y rebajas en los tributos, a fin de impulsar el aparato productivo y fomentar la creación de empleos. En ese mismo año se implementó la Ley de Reconstrucción y Recuperación que ascendió a 787.000 millones⁵⁷ de dólares, cuya finalidad fue atenuar la recesión.

Las perspectivas para Estados Unidos, país que actúa como uno de los principales engranajes de la economía a nivel internacional, y que representa uno de los mercados más importantes para los productos del resto del mundo, apuntaban a escenarios poco alentadores. Las consecuencias de la crisis se manifestaron en las variables consumo e inversión⁵⁸, lo cual se

⁵⁴ Para Krugman (2012): en 2008, el patrimonio familiar neto se había rebajado en 13 billones de dólares (equivalente aproximado al valor de un año de producción de bienes y servicios) p. 128

⁵⁵ Consumo como % del PIB estadounidense para el período en estudio, datos en línea del Banco Mundial y cálculos propios.

⁵⁶ Extraídos de la Reserva Federal de Estados Unidos (*Board of Governors of the Federal Reserve System*), datos en línea.

⁵⁷ Dato extraído de Krugman (2012), p.129

⁵⁸ Ver gráfico 1 y anexo 1.

trajo en afectaciones en el crecimiento y los niveles de empleo de la economía estadounidense. En el momento en que se hizo evidente que la paralización del sector financiero generaría afectaciones en la economía real, las autoridades adoptaron políticas monetaria y fiscal.

Glosario de términos

Apalancamiento (*leverage*): es la acumulación de deuda en relación con los activos o ingresos. Para Krugman (2012), “En los períodos de estabilidad económica, el apalancamiento se incrementaba, porque todo el mundo mira con displicencia el riesgo de que el deudor no sea capaz de devolver lo prestado. Pero este ascenso del apalancamiento, a la postre genera inestabilidad económica. De hecho prepara el terreno para una crisis económica y financiera” (p. 53)

***Credit default swaps (CDS)*:** contrato donde una de las partes se compromete a pagarle a otra una suma de dinero a cambio de recibir un seguro. El seguro cubre la eventualidad de que una obligación o hipoteca no sea cancelada. Durante el desarrollo de la crisis financiera de 2008 pasaron a ser instrumentos de cobertura de riesgo para convertirse en un instrumento especulativo o producto sintético. Se clasifica como un tipo de *CDO*.

Crisis bancaria: situación “real o aparente” en la cual las instituciones de ahorro y crédito tienen un valor de sus pasivos, superior al valor de los activos, lo que conduce a la corrida de fondos y colapso del sistema, generando la intervención del gobierno.

Crisis financiera: deterioro de la cartera de créditos y pérdidas en el valor de las inversiones que genera problemas de insolvencia, conduciendo a la liquidación de instituciones financieras, fusión o reestructuración. Al

agudizarse la pérdida del patrimonio los agentes económicos involucrados se ven en la necesidad de vender sus activos para obtener liquidez, lo cual puede traducirse en deflación de los precios de los bienes reales, debido a la preferencia de los individuos y empresas por la liquidez.

Collateralized Debt Obligation (CDO): instrumentos financieros provenientes de dos operaciones consecutivas de titulización, están conformados por bonos o préstamos hipotecarios. Cada título es ubicado en un determinado tramo o escalafón dependiendo al lapso de vencimiento y al riesgo crediticio, clasificándose en: *senior o investment* (el más seguro), *mezzanine* (riesgo medio) y acción subordinada o *equity* (el más riesgoso). “Las agencias de rating en la presente crisis también juegan un papel importante, dado su alto grado de irresponsabilidad a la hora de emitir una calificación de riesgo de crédito” (Venegas: 2010:98)

Derivados: instrumentos financieros cuyo valor está íntimamente vinculado al comportamiento de un activo, tal es el caso de los bonos y las materias primas.

Eficiencia Marginal de Capital: “es la relación entre el rendimiento probable de un bien de capital y su precio de oferta o de reposición. Depende de la tasa de rendimiento que se espera obtener del dinero si se invirtiera en un bien recién producido; no del resultado histórico de lo que una inversión ha rendido sobre su costo original” (Keynes: 1965: 172)

Financiarización: proceso de acumulación de capital o beneficios a través de la compra y venta de activos financieros que se lleva a cabo en el mercado de capitales. Las formas de financiamiento empleadas incluyen operaciones fuera de balance como: los derivados y productos financieros producto de la innovación financiera y tecnológica.

Finanzas estructuradas: tipo de titulización que aglomera distintos tipos de obligaciones o deudas conformadas por *CDOs*, que al venderse como bonos ofrecen altos rendimientos, asociados a elevadas primas de riesgo.

Hedge funds: traducido como fondos de inversión libre o fondos de cobertura. Para Minsky, representa la posición financiera que puede adoptar un agente económico, según el cual el pago de la obligación puede ser cubierto independientemente de los flujos de ingresos generados por la inversión.

Hipoteca *subprime*: préstamo para la compra de una vivienda otorgado a un cliente considerado como riesgoso, con un historial de atraso en el pago de sus obligaciones. Por ser considerados préstamos con elevado riesgo asociado, eran otorgados “en su mayoría” a tasas variables -a diferencia de los procedimientos regulares empleados para los créditos hipotecarios en los Estados Unidos-, lo cual derivó en el establecimiento de primas altas y la consiguiente venta de estos títulos a intermediarios financieros a fin de obtener utilidades considerables y pronta liquidez.

Hipoteca *prime*: son obligaciones que tienen escaso o nulo riesgo de impago.

Hipotecas NINJA (*no income, no job, no assets*): son préstamos con garantía hipotecaria destinados a clientes sin ingresos fijos, sin empleo y sin activos.

***Mortgage Backed Securities (MBS)*:** son obligaciones garantizadas por hipotecas. Es un proceso de titulización donde los bancos e instituciones financieras empaquetan hipotecas *prime* y *subprimes* en bonos.

Structured investment vehicle (SIV) ó “conduit”: es una entidad financiera independiente que emite sus propios pasivos –obligaciones a corto plazo- a una tasa de interés baja y con el dinero que obtienen por esta vía adquieren los activos originados por el banco –a una tasa de interés más elevada a fin de

aumentar su margen de ganancia-, por lo cual el riesgo de insolvencia o impago asociado a los activos del banco se transfieren a esta entidad. Estas instituciones no están sujetas a los acuerdos de Basilea, entre las que destaca la obligación de reservar montos mínimos llamados coeficientes de capital.

Titulización (*securitización*): es el proceso que permite crear un instrumento "título" que puede ser vendido en el mercado de capitales, como forma de financiamiento, a partir de, por ejemplo, la consolidación o reunión de muchos pequeños créditos hipotecarios de riesgo y volumen variables

Cuadro N° 2 Sistema de variables

Objetivo general: Analizar la incidencia de la crisis financiera estadounidense de 2008 sobre el comportamiento de la economía venezolana.					
OBJETIVOS ESPECÍFICOS	CATEGORÍA O VARIABLE	DIMENSIÓN	INDICADORES (Data con frecuencia trimestral)	FUENTE	INSTRUMENTO
1) Caracterizar la relación entre los precios en el mercado petrolero internacional y el comportamiento de la economía estadounidense luego de la crisis financiera de 2008.	Vinculación entre las Fluctuaciones de los precios internacionales del crudo y el comportamiento de la economía estadounidense tomando como referencia el año 2008.	Crisis financiera estadounidense de 2008.	- Precios internacionales del petróleo (2003-2013). -Producto Interno Bruto de Estados Unidos (2000-2013).	- <i>Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC).</i> - <i>Economic Reports of the President of the United States.</i>	Guía de Observación Documental
2) Describir los principales cambios que han ocurrido en el comportamiento de los ingresos y gastos fiscales venezolanos tomando como referencia los precios del petróleo tras la crisis financiera de Estados Unidos.	Comportamiento de los ingresos y gastos fiscales venezolanos.	Crisis financiera de Estados Unidos.	-Ingresos fiscales venezolanos (2000-2012) -Gastos fiscales venezolanos (2000-2012) -Precios internacionales del petróleo (2003-2013) -Tasa de inflación en Venezuela (2000-2013) -Liquidez ampliada en Venezuela (2000-2013) -Deuda pública interna y externa de Venezuela (2000-2013)	- Instituto Nacional de Estadística (INE). -Ministerio para la Economía, Finanzas y Banca Pública. -Banco Central de Venezuela (BCV). - <i>Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC).</i> -Oficina Nacional de Crédito Público.	Guía de Observación Documental

Objetivo general: Analizar la incidencia de la crisis financiera estadounidense de 2008 sobre el comportamiento de la economía venezolana.

OBJETIVOS ESPECÍFICOS	CATEGORÍA O VARIABLE	DIMENSIÓN	INDICADORES (Data con frecuencia trimestral)	FUENTE	INSTRUMENTO
3) Evaluar el comportamiento de las importaciones y exportaciones de Venezuela y del movimiento de capitales internacionales hacia Venezuela, luego de la crisis financiera estadounidense.	Comportamiento de las importaciones y exportaciones de Venezuela y del movimiento de capitales internacionales hacia Venezuela.	Crisis financiera de Estados Unidos.	-Importaciones venezolanas provenientes de los Estados Unidos (2001-2013). -Exportaciones venezolanas con destino hacia los Estados Unidos (2001-2013). -Tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto de Venezuela. (2000-2013). -Flujo de Inversión extranjera directa en Venezuela (2000-2013).	- Instituto Nacional de Estadística (INE). -Banco Central de Venezuela (BCV).	Guía de Observación Documental
4) Detectar los mecanismos de transmisión de la crisis financiera norteamericana sobre el producto interno bruto real venezolano.	Mecanismos de transmisión de los shocks externos proveniente de los estados Unidos.	Ritmo de crecimiento de la economía venezolana.	- Producto Interno <i>Real</i> de Estados Unidos (2000-2013). -Producto Interno Bruto <i>Real</i> de Venezuela. (2000-2013).	-Banco Central de Venezuela (BCV). - Economic Reports of the President of the United States. -Banco Mundial.	Guía de Observación Documental

Diseño: Peña, 2014

CAPÍTULO III

MARCO METODOLÓGICO

Para Palella y Martins (2006), “método es el conjunto de procedimientos que se sigue en las ciencias para hallar la verdad” (p.88). Según lo expuesto, se puede afirmar que el marco metodológico constituye la ruta a seguir por el investigador para alcanzar una meta, o en otras palabras dar respuesta a una problemática planteada con la finalidad de generar aportes a un área de conocimiento.

Esta sección representa una guía procedimental donde se exhiben las técnicas e instrumentos más idóneos para la consecución de los objetivos planteados en la propuesta de investigación. De la aplicación de los instrumentos se derivan implicaciones e inferencias basadas en los datos obtenidos o en abstracciones derivadas de los mismos, lo cual constituye el principal insumo para el establecimiento de las conclusiones y presentación de las recomendaciones del presente estudio.

Enfoques de la investigación

El presente trabajo se enmarca en el *modelo mixto* que para Hernández, Fernández y Baptista (2003), representa el más alto grado de integración o combinación entre los enfoques cualitativo y cuantitativo, contemplando las ventajas de cada uno de ellos. (p. 21)

La investigación se encuentra circunscrita dentro del *enfoque cualitativo* ya que se parte de una exhaustiva revisión de diversas fuentes bibliográficas y de recolección de datos, cuya interpretación permitirá detectar y/o comprender el fenómeno financiero y económico acaecido a nivel mundial y su impacto en la economía venezolana. Se trata de una percepción de la realidad, tomando como punto de partida la inducción, ya que se describe y analiza lo acaecido en el entorno, para luego formular conclusiones y conjeturas teóricas a través de la interpretación. Es importante destacar que en éste caso particular el enfoque cualitativo se vale del método hermenéutico.

Para Martínez, (2004):

La Hermenéutica tiene como misión descubrir los significados de las cosas, interpretar lo mejor posible las palabras, los escritos, los textos, los gestos y, en general, el comportamiento humano, así como cualquier acto u obra suya, pero conservando su singularidad en el contexto del que forma parte. (p. 102)

Por tanto el método hermenéutico se basa en la observación de los hechos, en la recopilación de datos e información, en la revisión de obras de diversos investigadores, a fin de dar respuesta a las interrogantes planteadas en la formulación del problema y luego emitir las conclusiones y recomendaciones al respecto.

Adicionalmente, la presente propuesta de investigación se encuentra circunscrita dentro del *enfoque cuantitativo* ya que hará uso de datos estadísticos de agregados económicos para realizar una descripción de los hechos en estudio.

Hernández, Fernández y Baptista (2003), afirman que: “el enfoque cuantitativo usa recolección de datos para probar hipótesis con base en la medición numérica y el análisis estadístico, para establecer patrones de comportamiento y probar teorías” (p. 5). Por su parte, para Palella y Martins (2006), el paradigma cuantitativo se fundamenta en el positivismo, y por tanto relega la subjetividad humana y busca la verificación empírica de los hechos y sus causas, con el objetivo de generar teorías y leyes. (p. 40)

Según este enfoque el número o medición estadística de las variables macroeconómicas, es lo que permite explicar el fenómeno y resolver una problemática planteada. Las principales variable a analizar son: PIB, Precios del Petróleo, Exportaciones hacia los Estados Unidos, Importaciones desde los Estados Unidos, Flujos de Capital, Ingresos Fiscales, Gastos Fiscales, y Déficit Fiscal, ya que se quiere determinar el nivel de afectación de un fenómeno mundial sobre los principales agregados económicos venezolanos. Es importante resaltar que los datos estadísticos serán de tipo secundario, es decir ya han sido recabados por organismos como el Banco Central de Venezuela, el Instituto Nacional de Estadística, Organización de Países Exportadores de Petróleo y reportes económicos del presidente de los Estados Unidos.

Para el análisis de las variables macroeconómicas se hará uso de la estadística descriptiva ya que la presentación de los datos se llevará a cabo a través de tablas y gráficos. La representación gráfica tiene por objeto resumir la información, mostrando el comportamiento o tendencia de una o más variables macroeconómicas, haciendo posible la interpretación objetiva y detallada de las mismas. Los gráficos más idóneos para representar variables

económicas son: el diagrama de barras, diagrama de sectores y el histograma, lo cual facilita la presentación de la información en valores nominales, reales y porcentuales según sea el caso.

Diseño de la investigación

Diversos autores se han referido de alguna forma u otra al diseño de la investigación, sin embargo vale la pena sacar a colación lo expuesto por Arias, (2006): “el diseño de la investigación es la estrategia general que adopta el investigador para responder al problema planteado. En atención al diseño, la investigación se clasifica en: documental, de campo y experimental”. (p.26)

La Universidad Pedagógica Experimental Libertador (2006), en su obra “Manual de Trabajos de Grado de Especialización y Maestría y Tesis Doctorales”, define a la *Investigación documental* como:

El estudio de problemas con el propósito de ampliar y profundizar el conocimiento de su naturaleza, con apoyo principalmente, en trabajos previos, información y datos divulgados por medios impresos, audiovisuales o electrónicos. (p.20)

La presente investigación intitulada “Análisis de la incidencia de la crisis financiera estadounidense de 2008 sobre el comportamiento de la economía venezolana”, de acuerdo al planteamiento del problema y los objetivos definidos, se encuentra enmarcada dentro de un *diseño de investigación de tipo documental*, ya que para desarrollarla se debe partir de una exhaustiva revisión bibliográfica cuyo resultado le proporcione al investigador información teórica y empírica pertinente, que le permita analizar y detectar los puntos álgidos de una problemática dada, para

finalmente exponer criterios, soluciones y recomendaciones que representen aportes significativos a determinada área del conocimiento humano. Es decir, es un proceso de búsqueda de nuevos significados, resaltando aspectos no estudiados, a fin de reinterpretar acontecimientos actuales y contemporáneos. Por lo expuesto anteriormente, el diseño de investigación es documental.

Tipo de investigación

Según el alcance y el nivel de profundidad con que se aborda el estudio se puede afirmar que el presente proyecto de investigación se encuentra situado en el estadio *analítico y descriptivo*.

Según Bunge, citado por Hurtado (2007),

La investigación analítica es aquella que trata de entender las situaciones en términos de las relaciones de sus componentes. Intenta descubrir los elementos que componen cada totalidad y las interconexiones que dan cuenta de su integración. (p.103).

Por su parte Arias (2006) define a la investigación descriptiva como: “...la caracterización de un hecho, fenómeno, individuo o grupo, con el fin de establecer su estructura o comportamiento. Este tipo de investigación se asocia al diagnóstico.” (p.25)

Una vez diagnosticados y caracterizados los hechos que dan origen a la problemática planteada, la investigación se focalizó en un análisis sobre la incidencia que la crisis financiera estadounidense de 2008 tuvo sobre el ritmo de crecimiento de la economía venezolana. Por tanto, una vez caracterizados los hechos que dan origen al problema de la investigación se procederá a establecer relaciones de interdependencia.

A manera ilustrativa, se muestra el siguiente diagrama que resume el diseño y el estadio dentro del cual se encuentra circunscrito el presente proyecto investigación:



Gráfico 14. Diseño de la Investigación
Diseño: Peña, (2014)

Población y muestra

Según Arias (2006), “la población es un conjunto finito o infinito de elementos con características comunes para las cuales será extensivas las conclusiones de la investigación. Esta queda delimitada por el problema y los objetivos del estudio” (p. 81)

La población que se analizará en la presente investigación es la crisis financiera estadounidense de 2008, fenómeno que ha afectado a las economías de países emergentes y desarrollados.

Para Hernández, Fernández y Baptista (2003), la muestra se define como: “la unidad de análisis o conjunto de personas, contextos, eventos o sucesos sobre el cual se recolectan los datos, sin que necesariamente sea representativa del universo” (p.302)

Así mismo, Hurtado (2007) distingue entre dos tipos de muestreo, el probabilístico y el no probabilístico, en el primero, cada unidad integrante de la población tiene una probabilidad conocida de formar parte de la muestra seleccionada, mientras que en el segundo, los criterios para seleccionar la muestra responden a criterios distintos del azar como el de tipo intencional.

En un muestreo intencional, la muestra se escoge en términos de criterios teóricos, que de alguna manera sugieren que ciertas unidades son las más convenientes para acceder a la información que se requiere. En este caso la lógica utilizada para el muestreo no es lógica de la representatividad (porque ninguna unidad puede representar a las demás), sino la lógica de la significatividad. (Hurtado, 2007:146)

En este escenario teórico Martínez (2004) señala lo siguiente: “en la muestra intencional se elige una serie de criterios que se consideran necesarios o altamente convenientes para tener una unidad de análisis con las mayores ventajas para los fines que persigue la investigación” (p. 86)

En este caso, se seleccionó como muestra intencional a las economías venezolana y estadounidense, en representación por las principales variables macroeconómicas: PIB, Precios del Petróleo, Exportaciones, Importaciones, Flujos de Capital, Ingresos Fiscales, Gastos Fiscales, y Déficit Fiscal, ya que se quiere determinar el nivel de afectación de un fenómeno mundial sobre los principales agregados económicos venezolanos.

Técnicas e instrumentos de recolección de datos

Según Hurtado (2007), “las técnicas tienen que ver con los procedimientos utilizados para la recolección de los datos, es decir **el cómo.**” (p.153) Más adelante Hurtado señala: “los instrumentos representan la herramienta con la cual se va a recoger, filtrar y codificar la información, es decir el **con qué.**” (p.153)

En este sentido, la técnica a utilizar es la *Observación*, que según Arias (2006) “consiste en visualizar en forma sistemática, cualquier hecho, fenómeno o situación que se produzca en la sociedad, en función de los objetivos de la investigación ya preestablecidos” (p. 69). El instrumento asociado a esta técnica es el *Registro de Observación Documental* ya que se analizará lo acaecido en el entorno internacional y sus efectos de contagio en la economía nacional.

Técnicas para el análisis de resultados

El análisis de resultados se realizó a través del método hermenéutico, que consiste en la interpretación y análisis de fuentes secundarias (artículos científicos, libros, data emanada de organismos públicos nacionales e internacionales) con la finalidad de dar respuesta a los objetivos planteados en la investigación. Adicionalmente, se hizo uso de la estadística descriptiva a fin de tabular (en términos corrientes, reales y porcentuales) y presentar mediante gráficos⁵⁹ indicadores económicos de Venezuela y Estados Unidos, para mostrar de qué manera incidió la crisis financiera estadounidense de 2008 sobre comportamiento de la economía venezolana.

⁵⁹ Se hizo uso de gráficos lineales a fin de evidenciar la tendencia de las variables económicas venezolanas y estadounidenses. Para representar las variaciones porcentuales y absolutas se hizo uso de gráficos de barras.

CAPÍTULO IV

ANÁLISIS Y PRESENTACIÓN DE RESULTADOS

En el segundo capítulo se describió la condición de vulnerabilidad del sistema financiero estadounidense ante la rápida expansión de innovaciones financieras de alto riesgo moral⁶⁰, ya que las agencias aseguradoras no consideraron en sus primas de riesgo los parámetros de calidad y solvencia que debían tener los agentes económicos que solicitaban nuevas hipotecas⁶¹, así como otros aspectos como transparencia en las operaciones, participación del asegurado en el costo del siniestro, y controles del seguimiento.

Se reconoce, pues, que la crisis financiera de 2008 nace de una debilidad sectorial, representada en un aspecto microeconómico puntual: los créditos hipotecarios moralmente riesgosos, principalmente porque tales productos se comercializaron en un entorno institucional frágil, plagado de regulaciones laxas, que se extendieron rápidamente fuera de las fronteras de la economía estadounidense debido a la integración, interrelación y globalización de los mercados financieros, amplificándose también de manera acelerada la inestabilidad asociada a estas innovaciones financieras.

El “ablandamiento” en las condiciones de otorgamiento de créditos hipotecarios, aunado a la política monetaria caracterizada por reducidas tasas de interés que aplicó la Reserva Federal durante el período 2001-2005, hizo posible que el financiamiento en los Estados Unidos tuviera reducidos costos y grandes facilidades asociadas. Durante este período las instituciones

⁶⁰ El riesgo moral se encuentra explicado principalmente por el proceso de desregulaciones en el sistema financiero estadounidense que se agudizó en la década de los 80's.

⁶¹ Hipotecas NINJA. Ver glosario de términos ubicado en el capítulo II.

financieras otorgaron préstamos hipotecarios de manera indiscriminada y poco regulada, sin tomar en consideración que los flujos de efectivos futuros del deudor le permitieran hacer frente al pago parcial o total de la acreencia. Como factor agravante la banca concedió ampliaciones en el financiamiento tomando como garantía la revalorización en el mercado del valor de las propiedades sujetas a hipoteca.

Cuando el exceso de liquidez en la economía estadounidense se tradujo en presiones inflacionarias para el año 2006, la Reserva Federal adoptó la medida de aumentar las tasas de interés, hecho que generó dos efectos: el primero representado por una menor demanda de préstamos y, el segundo vinculado a la morosidad en los pagos de los créditos hipotecarios, situación que provocó incentivos en los agentes para ofertar masivamente bienes inmuebles, precipitando la caída en los precios de las viviendas en el mercado.

La insolvencia de las hipotecas redujo la demanda de *Collateralized Debt Obligation* (CDO) y los *Credit Default Swap* (CDS) -adquiridos por inversionistas a nivel mundial- ya que eran considerados como productos financieros poco confiables, lo que provocó una caída en el valor de estos instrumentos. Los bancos de inversión representaron las instituciones más afectadas por esta situación, debido a que poseían en sus balances activos vinculados a los préstamos *subprimes* y sus instrumentos derivados, lo que generó que en el último trimestre de 2007 comenzaran a experimentar elevadas pérdidas que conllevaron a entidades como *Bearn Stearns* a situaciones de insolvencia y baja en sus acciones durante el primer trimestre de 2008, así como meses después a la quiebra de *Lehman Brothers* y la absorción de *Merrill Lynch* por *Bank of America*.

Otras instituciones como fondos de coberturas, fondos de pensiones e inversionistas a nivel mundial sufrieron cuantiosas pérdidas debido a la caída en los precios de las acciones en las bolsas de valores internacionales. Diversas empresas y corporaciones dentro y fuera de los Estados Unidos experimentaron pérdidas por la reducción en sus ventas a causa de la considerable disminución en los niveles de consumo de los hogares, motivado a sus pérdidas patrimoniales.

Los efectos de contagio de la crisis financiera que se gestó en Estados Unidos, se transmitieron a nivel mundial a través de dos canales de origen externo que actúan de manera articulada: el comercial vinculado a la desaceleración del crecimiento de la economía global y el financiero asociado a las fluctuaciones en los mercados financieros.

En base a lo expuesto, se revisa y analiza en este capítulo la influencia que tuvo la crisis financiera norteamericana sobre el comportamiento de la economía venezolana, al menos hasta el año 2013. El análisis se presenta en cuatro secciones:

- En la *primera*, se establece la relación entre los precios del mercado petrolero internacional y el comportamiento de la economía estadounidense antes y después de la crisis financiera de 2008, presentando el Producto Interno Bruto de Estados Unidos y la evolución de los precios del crudo para el período 2000-2013. Se infiere que el mercado petrolero condiciona en cierto grado, el comportamiento del PIB venezolano.
- En la *segunda* sección, se describen los cambios ocurridos en el comportamiento de los ingresos y gastos fiscales de Venezuela, tomando como referencia el carácter rentístico de la economía

venezolana. Adicionalmente, se toma en consideración para realizar el análisis el comportamiento de variables como: el endeudamiento público interno y externo, la liquidez ampliada y la tasa de inflación en Venezuela para el período 2000-2013.

- En la *tercera* sección se describe el comportamiento de las importaciones y exportaciones de Venezuela, así como la evolución de la inversión extranjera directa en el país, antes y después de la crisis financiera estadounidense, representando éstos tres indicadores macroeconómicos elementos de posible transmisión de la crisis financiera de 2008 a la economía venezolana a través del canal comercial y financiero.
- En la *cuarta* sección se detectan los mecanismos de transmisión de la crisis financiera norteamericana sobre el Producto Interno Bruto Real venezolano.

I-Relación entre los precios en el mercado petrolero internacional y el comportamiento de la economía estadounidense luego de la crisis financiera de 2008

La desaceleración económica o entrada en la fase recesiva de la economía estadounidense como consecuencia del estallido de la burbuja inmobiliaria y la debacle en la valoración de diversos activos financieros en la bolsa de valores, se tradujo en nocivas consecuencias en el ámbito comercial y financiero. Esta situación se hizo evidente durante el primer trimestre del año 2008, tomando como referencia el PIB corriente de los Estados Unidos, que se muestra en el gráfico 15.

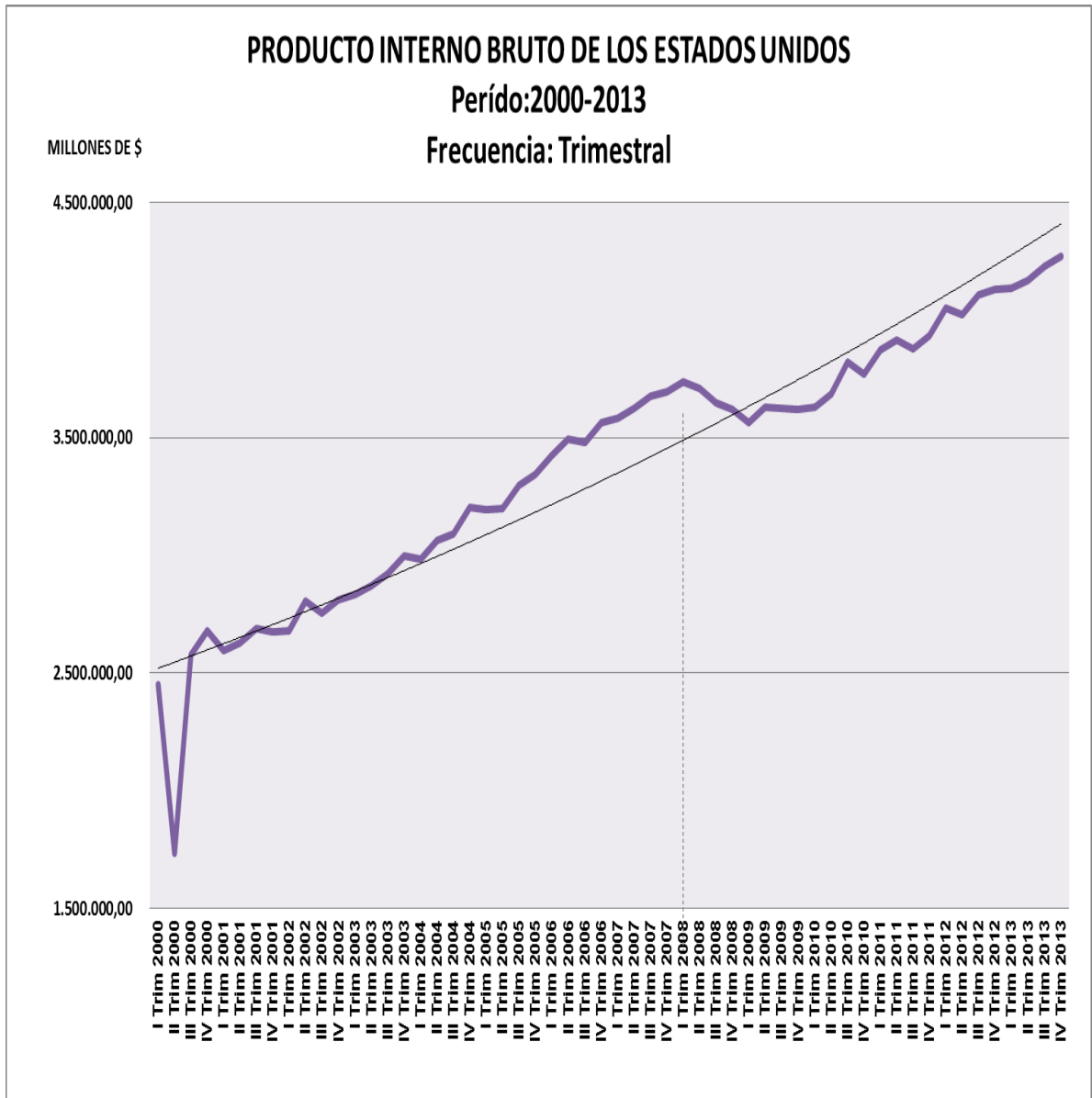


Gráfico 15. Producto Interno Bruto Corriente de los Estados Unidos, expresado en millones de dólares. Período 2000-2013. Frecuencia trimestral.

Fuente: Economic Reports of the President of the United States. (2014)

La aplicación de una política monetaria restrictiva por parte de la Reserva Federal a mediados del año 2006, surgió como una medida para

atenuar las presiones inflacionarias⁶² que experimentó la economía estadounidense debido la creciente liquidez propiciada por las medidas expansionistas de crédito de las instituciones financieras en años previos.

Como consecuencia del aumento en las tasas de interés muchas familias cayeron en estado de morosidad por no poder cubrir de manera parcial sus créditos hipotecarios, mientras que gran número de hogares se encontraron en situación de insolvencia y por ende perdieron sus viviendas, ya que el valor de mercado de los inmuebles que servían de aval del crédito, no era suficiente para cubrir el saldo total de la deuda. Por otra parte, la reposición de inventario de las empresas se dificultó debido al proceso de endurecimiento de las condiciones para el otorgamiento de créditos.

Esta situación erosionó el patrimonio neto de familias e inversionistas estadounidenses, generando una contracción en los componentes de la demanda agregada, representado principalmente por las variables: consumo privado e inversión, En el siguiente cuadro se muestran los valores promedios de los componentes de la demanda agregada estadounidenses como porcentaje del PIB para el período 2000-2013:

Cuadro N° 3. Componentes de la Demanda Agregada Estadounidense como porcentaje del PIB. (Promedio para el período 2000-2013)

Consumo Privado como % del PIB EEUU	Inversión Total como % del PIB EEUU	Gasto Público como % del PIB EEUU	Exportaciones Netas como % del PIB EEUU
67,47%	21,18%	15,48%	-4,13%

Fuente: Banco Mundial, (2015) y cálculos propios

⁶² La inflación de Estados Unidos para el año 2006 fue de 3,2%, el nivel más alto desde el año 2000. Datos del Banco Mundial.

Se visualiza en el cuadro como la variable consumo (67,47%) es la que tiene mayor incidencia en el comportamiento del PIB EEUU, seguida de la inversión total (21,18%) y del gasto público (15,48%).

Según cifras del Banco Mundial para 2008 y 2009 el gasto de consumo de los hogares de Estados Unidos decreció en 0,3 y 1,6% respectivamente, tal y como se observa en el gráfico 16. Por otra parte, la inversión extranjera directa (IED) también experimentó un descenso como consecuencia de la crisis, pasando de 332.734 millones de US\$ en el 2008 a 153.788 millones de US\$ para 2009.⁶³(Ver gráfico 17)

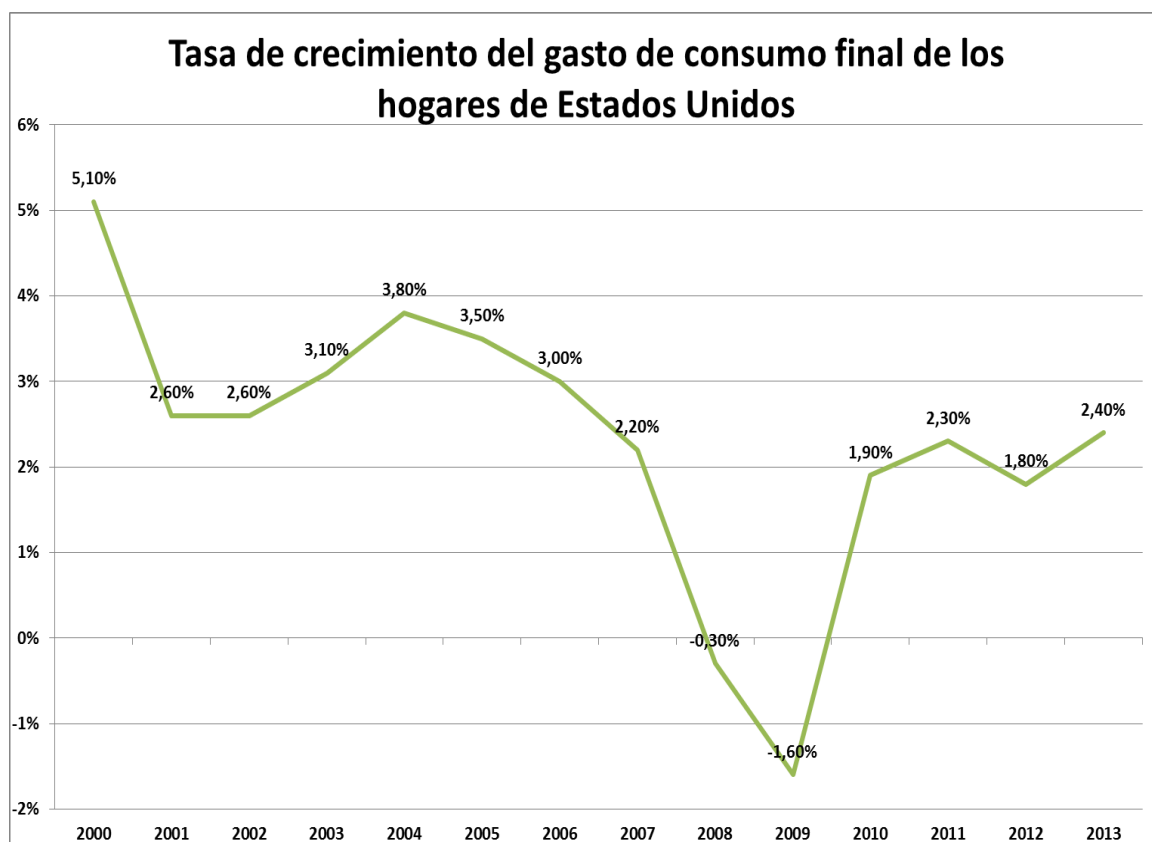


Gráfico 16. Tasa de crecimiento del gasto de consumo final de los hogares de Estados Unidos. Período 2000-2013.

Fuente: Banco Mundial. (2014)

⁶³ Para el año 2007 el gasto de consumo de los hogares estadounidenses había presentado un decrecimiento de 2,2%, mientras que la IED fue 340.065.000.000 US\$

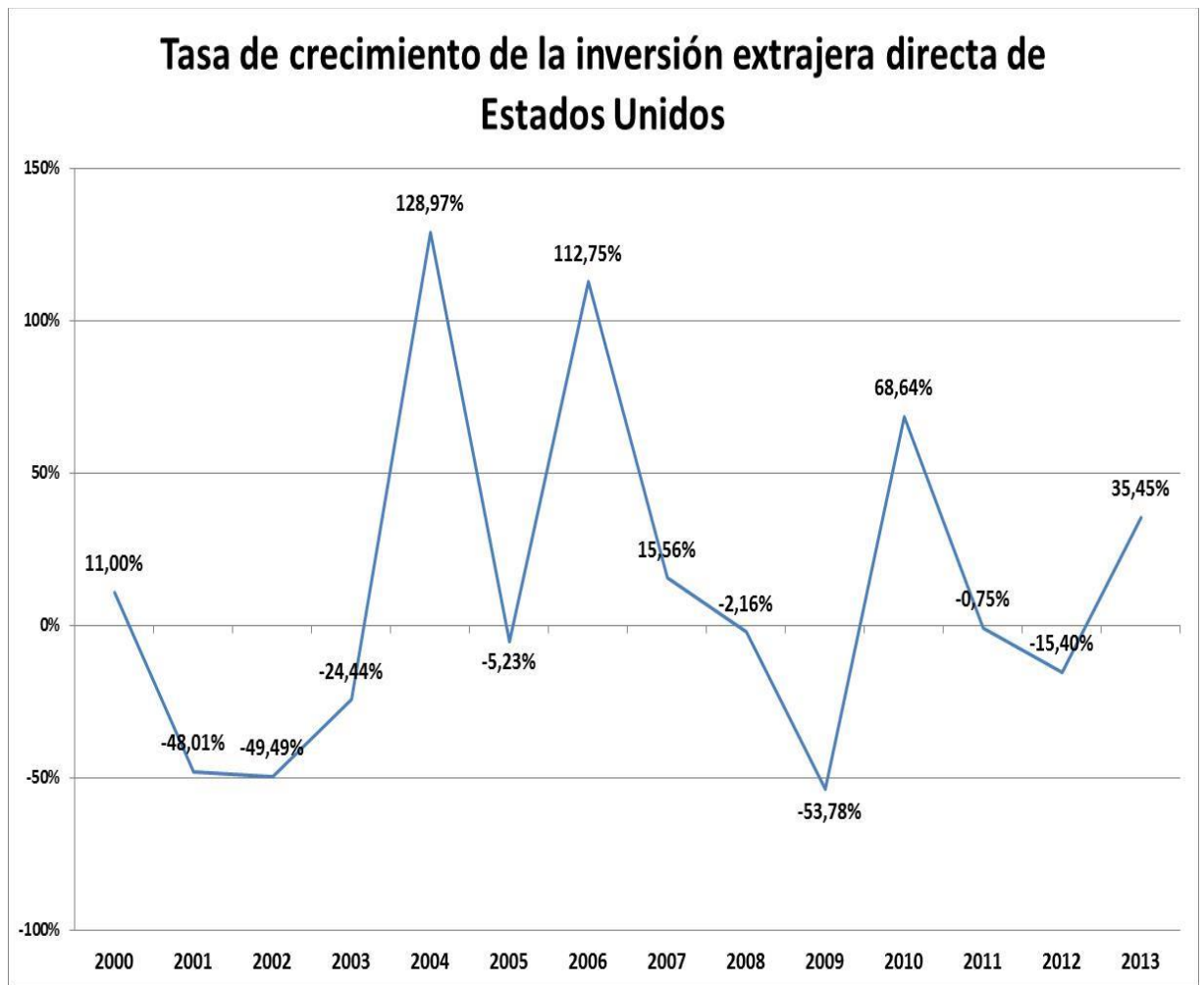


Gráfico 17. Tasa de crecimiento de la inversión extranjera directa de Estados Unidos. Período 2000-2013.

Fuente: Banco Mundial. (2014)

La volatilidad presente en la variable Inversión Extranjera Directa estadounidense, se encuentra explicada por el factor expectativa de los agentes económicos.

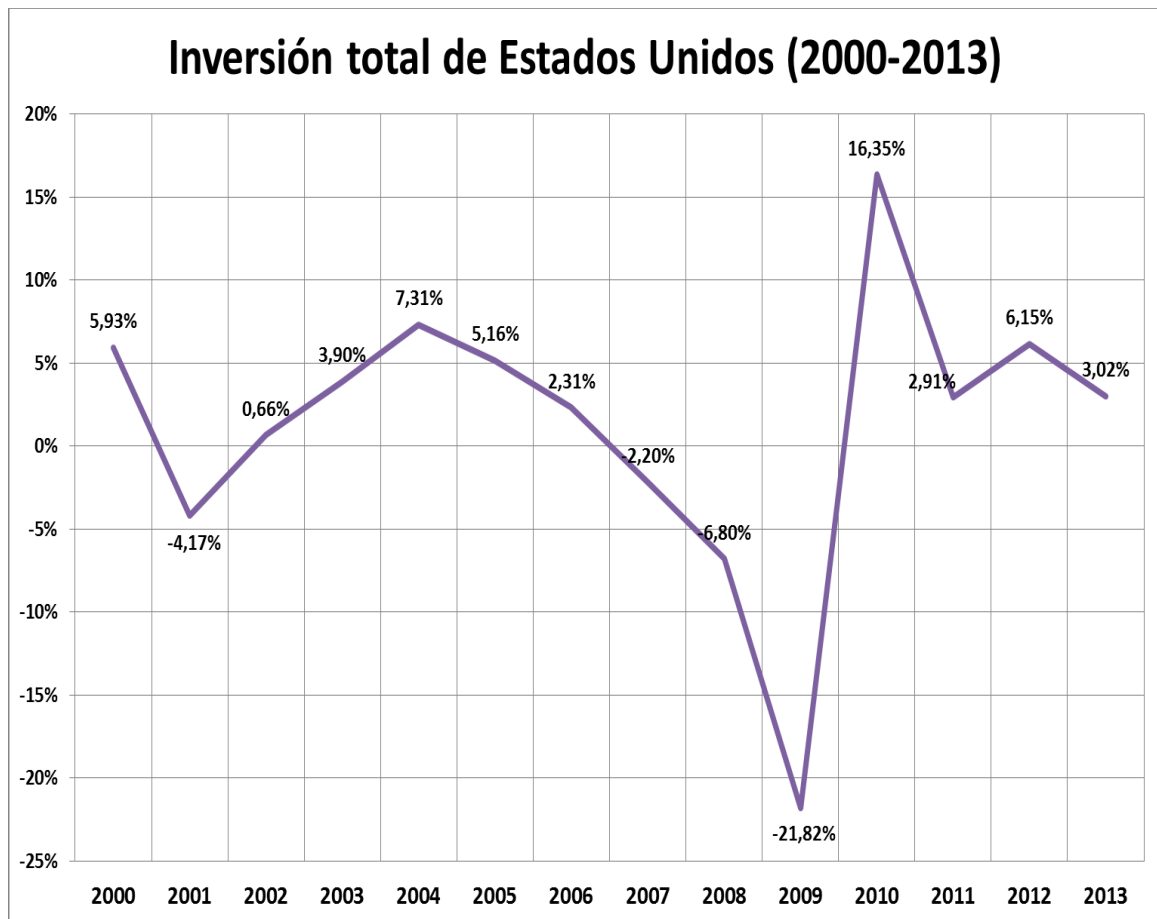


Gráfico 18. Tasa de crecimiento de la inversión total de Estados Unidos. Período 2000-2013.

Fuente: Banco Mundial. (2015)

Es importante destacar que la Inversión Extranjera Directa (IED) representa solo una porción de la inversión total en los Estados Unidos - 2,31% en promedio para el período 2000-2013)-⁶⁴. En el gráfico 18 se evidencia un descenso en la inversión total de Estados Unidos desde 2005⁶⁵, que se agudizó en 2009 con una caída de 21,82% luego del estallido de la crisis de las hipotecas subprimes.

⁶⁴ Datos del Banco Mundial, cálculos propios.

⁶⁵ Período de “gestación de la crisis financiera de 2008”

Es así como el declive en los componentes de la demanda agregada; consumo e inversión son los elementos explicativos del decrecimiento del PIB de Estados Unidos a partir del primer trimestre de 2008. La globalización e interrelación de los mercados financieros a nivel mundial determinó que los efectos de la crisis se expandieran a economías emergentes como Brasil, China y Rusia y economías rentísticas como la venezolana.

La desaceleración de la actividad productiva de Estados Unidos y de otros países emergentes, redujo de manera considerable la demanda mundial de productos básicos o *commodities* (0,4 y 1,2 Millones de Barriles Diarios en 2008 y 2009) respectivamente. La caída en la demanda de crudo por parte de los principales consumidores a nivel internacional, incluyendo a Estados Unidos como el mayor consumidor, podría ser la razón explicativa en el descenso que se evidenció en los precios de la cesta OPEP a partir del segundo trimestre de 2008 (Ver gráfico 19).

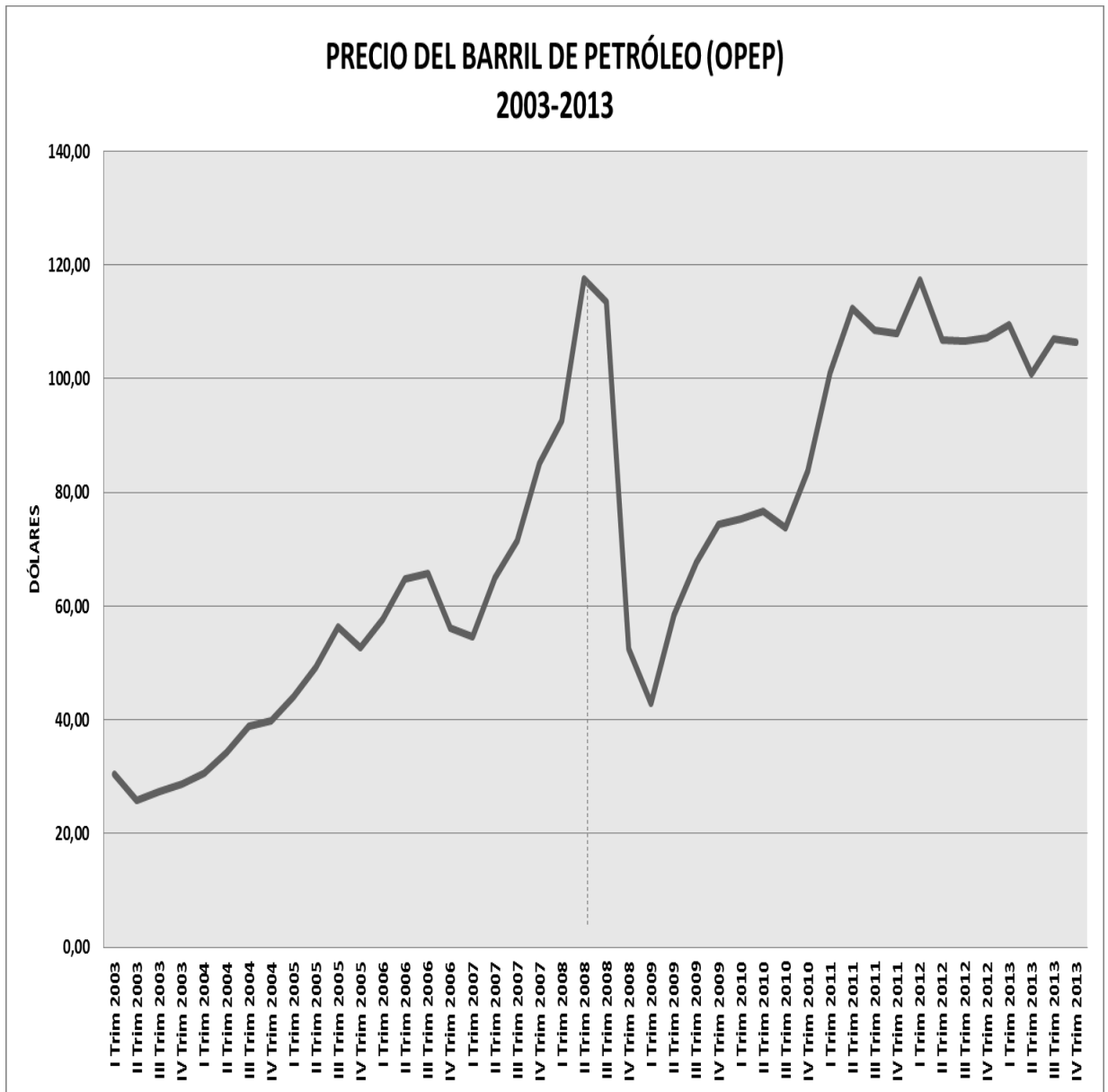


Gráfico 19. Precio de referencia del petróleo OPEP, expresado en dólares. Período 2003-2013. Frecuencia trimestral

Fuente: Organización de Países Exportadores de Petróleo. (2014)

Es importante resaltar que a partir del año 2010 Estados Unidos inicia su senda de expansión, sin embargo, muestra un crecimiento más lento para los años siguientes como consecuencia de los efectos heredados de la crisis financiera, tales como el declive del consumo privado y la inversión total.

Para finales del año 2012 parece evidenciarse el inicio de la recuperación, el crecimiento del crédito ha repuntado y las condiciones del crédito bancario que eran muy restrictivas se han ido flexibilizando de manera paulatina. Para ese mismo año se dinamizó la actividad de construcción, aumentó la tasa de empleo, los precios del mercado inmobiliario iniciaron su ascenso y con ello, a través de la aplicación de políticas fiscales y monetarias adecuadas, las variables consumo e inversión se han venido situando de manera progresiva en los niveles exhibidos antes de la crisis financiera.

En los gráficos 16 y 17 se evidencia una recuperación en las tasas de crecimiento del consumo de los hogares y la inversión extranjera directa de los Estados Unidos, situándose para el año 2010 en 1,90% y 68,64% respectivamente. Por su parte la inversión total norteamericana se situó para 2010 en 16,35%, tal y como se observa en el gráfico 18.

II- Cambios ocurridos en el comportamiento de los ingresos y gastos fiscales venezolanos, tomando como referencia los precios del petróleo tras la crisis financiera de Estados Unidos

El Estado venezolano, como propietario del petróleo, ha obtenido desde inicios del siglo XX una considerable afluencia de recursos excedentarios por concepto de renta petrolera internacional, una renta no sustentada en el esfuerzo productivo de la sociedad venezolana, sino en la ventura de poseer una riqueza natural excepcional que se explota por necesidades del mercado mundial. Precisamente debido a la histórica dependencia de los ingresos provenientes de la exportación de este

commodity, se le ha otorgado al Estado venezolano la calificación de capitalista y rentista⁶⁶.

En esta sección se analiza la posible influencia que tuvo la caída de los precios del petróleo, como consecuencia a la crisis financiera de 2008, en el comportamiento de los ingresos y gastos fiscales de Venezuela. Tal y como se mostró en la sección anterior la crisis financiera contrajo el consumo y la inversión total, lo cual contribuyó a la caída del PIB EEUU, este hecho pudo haber tenido incidencia sobre la caída de los precios del crudo ya que la economía estadounidense es uno de los principales demandantes de este *comodity* a nivel mundial. Se puede deducir que los efectos de la crisis se transmiten a los principales socios comerciales por la contracción del consumo y por ende de las importaciones petroleras de los Estados Unidos.

Desde la primera década del siglo XXI, las autoridades fiscales han alardeado del potencial de la riqueza natural del país, impulsando desde el año 2003 una política fiscal de corte expansivo, que se ha expresado en el aumento del gasto público sobre la base del aumento del ingreso real del gobierno central, aunque muy por encima de éste (Ver gráfico 16), generando constantemente una brecha que también parece estarse sustentando en el potencial de ingreso que representa la venta de petróleo.

Revisando el comportamiento de los precios del barril de petróleo de la OPEP, se observa que la tendencia de su comportamiento incide sobre los instrumentos de acción fiscal (ingresos y gastos reales) entre el 2000 y el 2012, lo que sugiere una fuerte influencia del precio petrolero sobre las finanzas gubernamentales.

⁶⁶ Asdrubal Baptista acuña este término en sus obras.

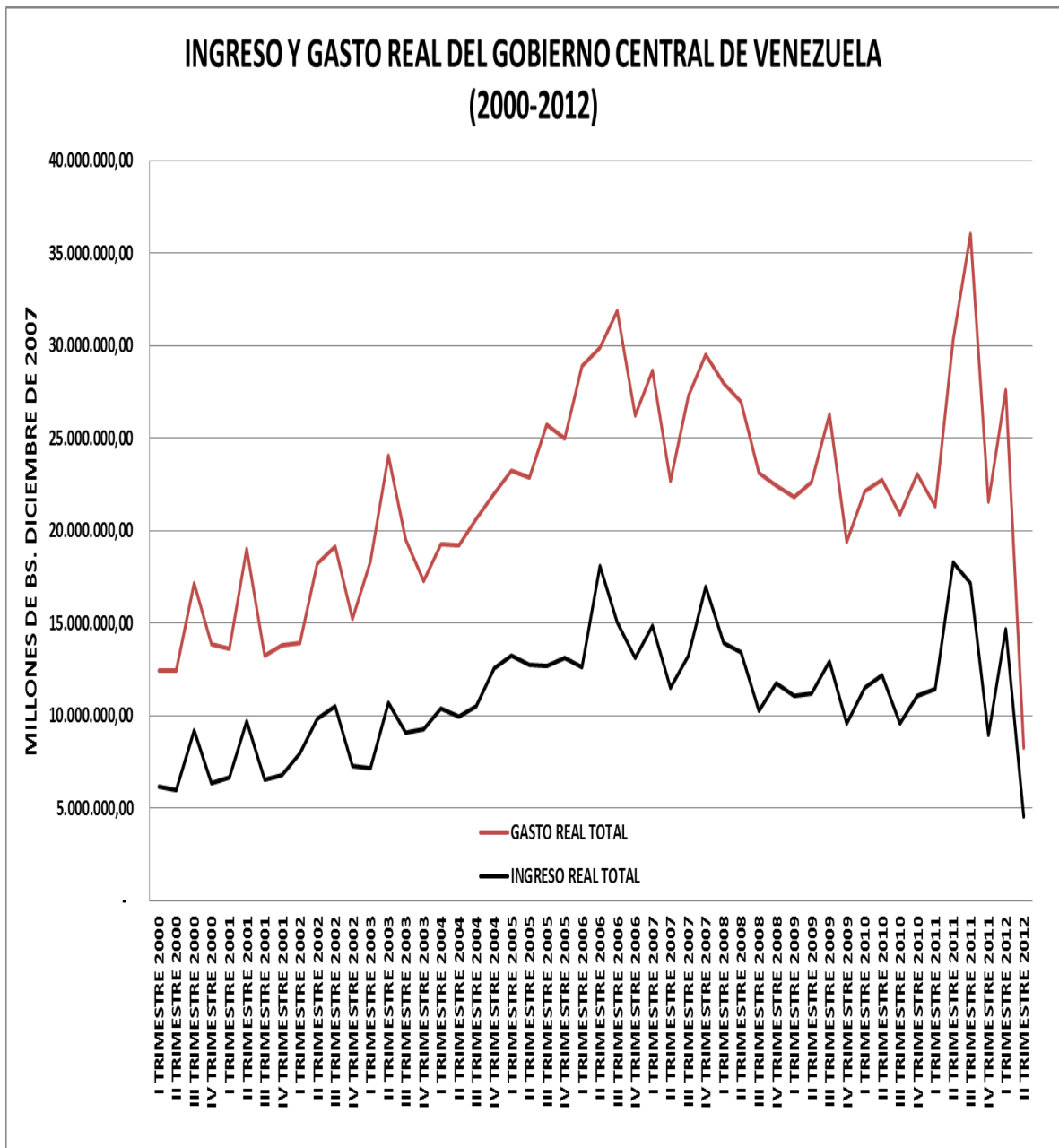


Gráfico 20. Ingreso y gasto real del gobierno central de Venezuela, millones de bolívares de diciembre de 2007. Período 2000-2012. Frecuencia trimestral.

Fuente: Banco Central de Venezuela. Cálculos propios. (2014)

Cuando se inició el repunte de los precios del crudo en el segundo trimestre del año 2003, por efecto del incremento de la demanda mundial de energía asociado con la aceleración del crecimiento de las principales economías desarrolladas del mundo, entre las que se cuenta Estados Unidos, también se inició una fase de expansión tanto del ingreso como del gasto público en Venezuela finalizando el año 2003. Para ese año, la expansión del gasto público se sustentó en un aumento del ingreso fiscal principalmente de fuente petrolera, el cual representó el 67,04% del ingreso corriente total según se evidencia en el gráfico 21.

Entre el año 2004 y el tercer trimestre del año 2006 el auge de las economías mundiales, presionó la demanda de *comodities*, lo que contribuyó a presionar al alza los precios del crudo. Este contexto, en el caso venezolano, favoreció la exportación de productos básicos y materias primas, y habilitó el escenario financiero favorable para preservar la política de expansión del gasto público.

El aumento de las exportaciones de Venezuela⁶⁷, permitió generar excedentes de divisas que fueron dirigidos al Fondo de Desarrollo Nacional FONDEN, desde su creación el 8 de septiembre del 2005. Los recursos del FONDEN, estarían destinados a financiar proyectos sociales, a la atención de situaciones económicas especiales, y a la amortización de la deuda pública externa.

Entre el segundo trimestre del año 2006 y el cuarto trimestre del año 2007, el ingreso fiscal de origen petrolero mantuvo su tendencia creciente llegando a representar en el 2007 el 71,77% del ingreso corriente total del

⁶⁷ La data y gráfico sobre las exportaciones venezolanas se presentará en la sección III de este capítulo.

Gobierno central (Ver gráfico 21) obviamente generado por un aumento en el precio del barril del petróleo que superó los 110US\$ por barril.

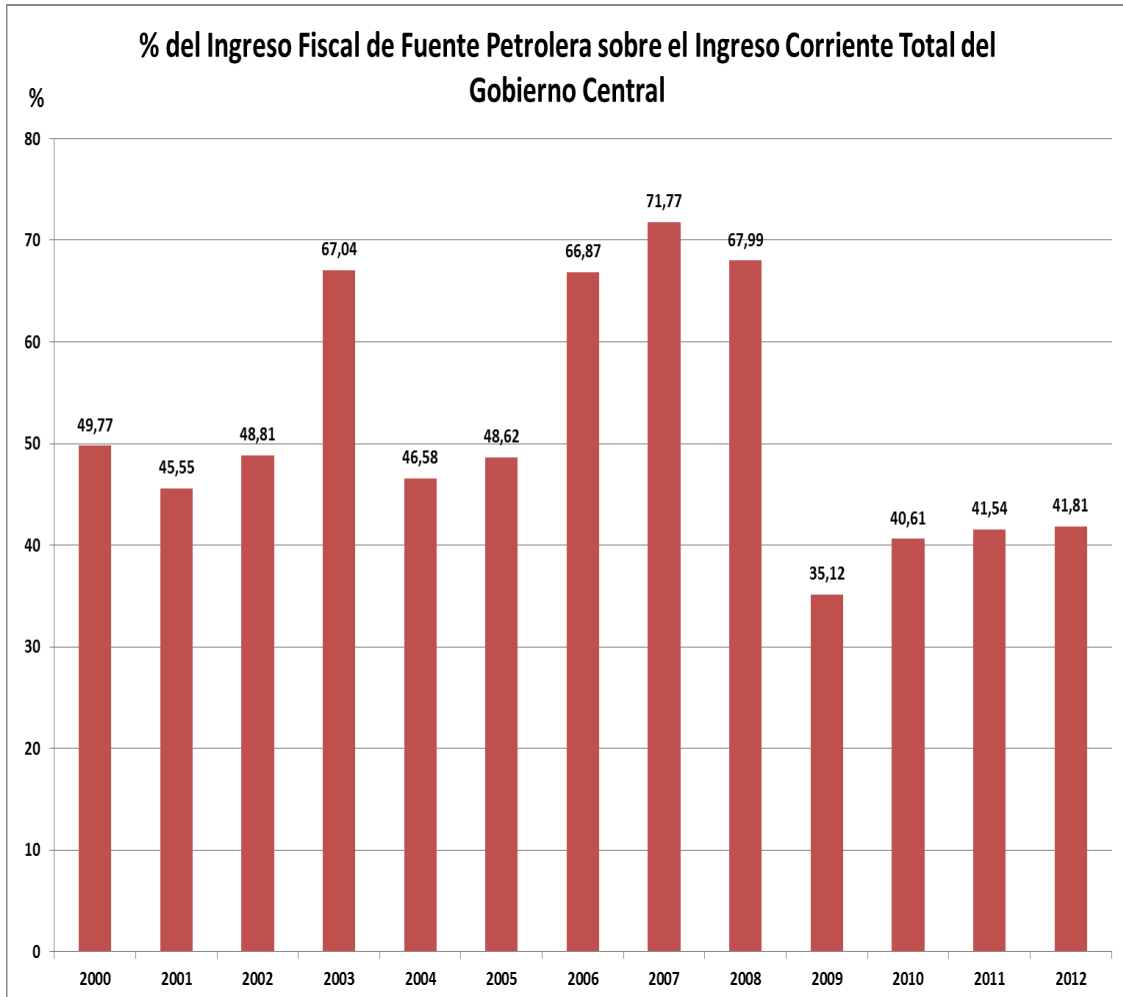


Gráfico 21. Porcentaje del ingreso fiscal de fuente petrolera sobre el ingreso corriente total del Gobierno Central. Período 2000-2012. Frecuencia anual.

Fuente: Banco Central de Venezuela. Cálculos propios. (2014)

Pese a la consideración del Gobierno Nacional de que la crisis financiera estadounidense no afectaría a la economía venezolana, al iniciarse la caída en los precios del petróleo en el año 2008, el ingreso fiscal de origen petrolero venezolano experimentó una contracción, al pasar de 71,77% en el 2007 a 67,99% en el año 2008. En estas condiciones y ante la rigidez de ciertas

partidas de gastos⁶⁸ y otros compromisos adquiridos previamente en el presupuesto de la nación, el gobierno se encontró en la necesidad de buscar mecanismos que le permitieran enjugar el gasto público y así poder cumplir con los objetivos económicos y sociales previstos en la Ley de presupuesto. De esta manera se incorporaron a la economía recursos provenientes del FONDEN destinado a proyectos sociales y otros conceptos de gasto corriente⁶⁹, lo que generó un aumento de la liquidez monetaria (Ver gráfico 22).

Antes de que se reformara la Ley del BCV en julio de 2005 y se creara la figura de “reservas monetarias excedentarias”, todas las divisas provenientes de las exportaciones de crudo debían ser entregadas al organismo emisor, para que éste incorporase a la economía cierto volumen de bolívares respaldados por dólares.

Los recursos del Fondo de Desarrollo Nacional no se incluyen en el presupuesto de la nación y provienen del diferencial de divisas percibidas por las exportaciones de crudo que realiza PDVSA, una vez que este organismo cubre sus gastos operativos y que transfiere al Banco Central de Venezuela una porción que forma parte a las Reservas Monetarias Internacionales.

Al incorporar a la economía nacional, para financiar gasto público, recursos que deberían formar parte de las reservas monetarias internacionales, se presiona al alza de la liquidez monetaria, tal y como se

⁶⁸ Por ejemplo la nómina y otros compromisos laborales de los empleados públicos.

⁶⁹ Distinto al objetivo inicial previsto con la creación del FONDEN, que contempló: financiamiento de proyectos sociales, atención a situaciones especiales, y la amortización de la deuda pública externa. El FONDEN se crea como resultado a la Ley de Reforma Parcial a la Ley del BCV promulgada en Julio de 2005.

observa en el gráfico 22. A partir del III trimestre de 2005 hasta el IV trimestre de 2004 se evidencia un crecimiento exponencial de M3.

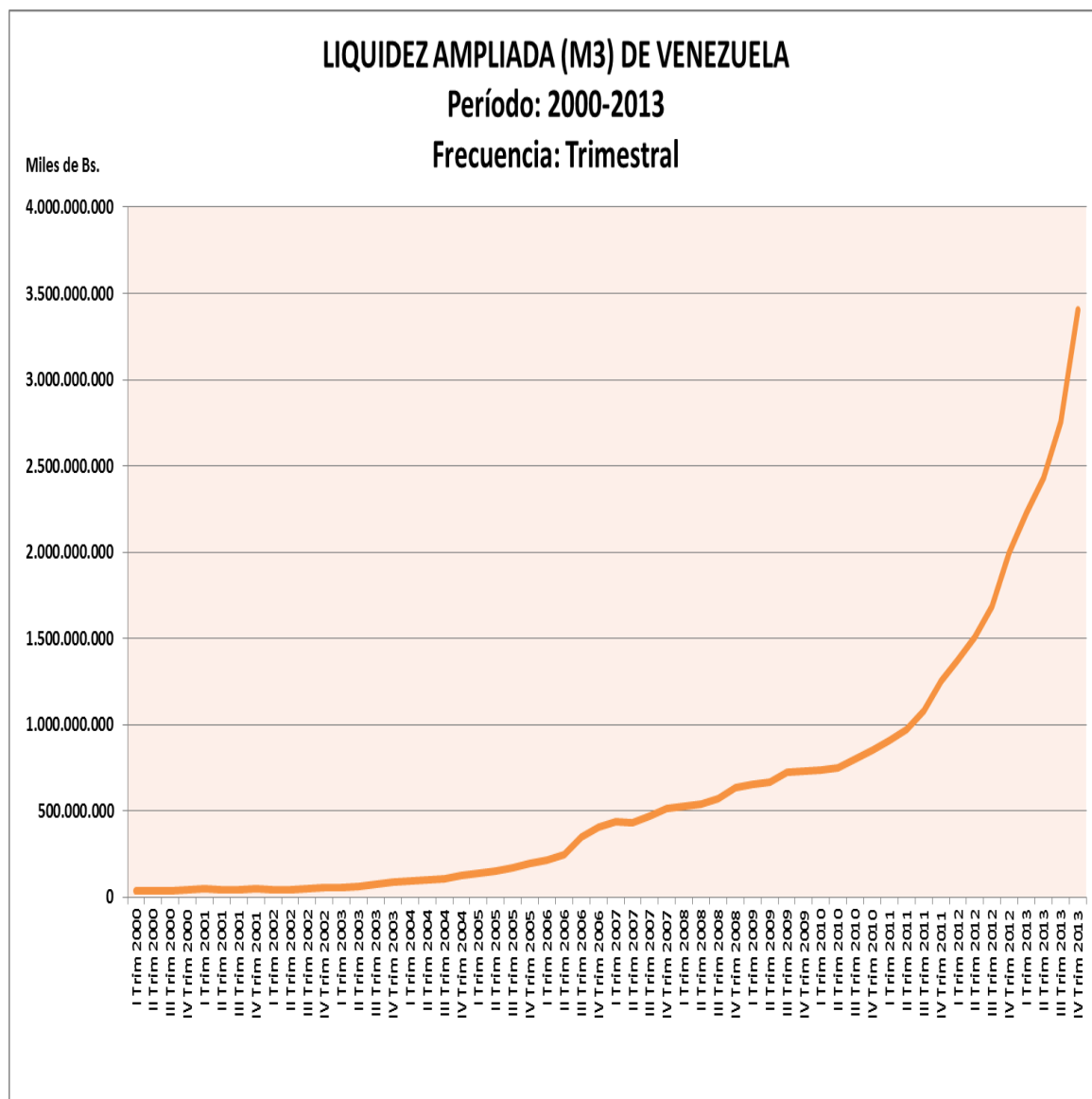


Gráfico 22. Liquidez ampliada M3 expresada en miles de bolívares. Período 2000-2013. Frecuencia trimestral

Fuente: Banco Central de Venezuela. Cálculos propios. (2014)

El incremento de la liquidez monetaria, luego de la contracción del ingreso fiscal de origen petrolero, aceleró el proceso inflacionario al pasar la

tasa de crecimiento de los precios internos de 20,52% en el 2007 a 28% en el 2008 (gráfico 23). Esta situación determinó que en términos reales tanto el ingreso como el gasto fiscal en el año 2008, reflejaran una tendencia descendente.

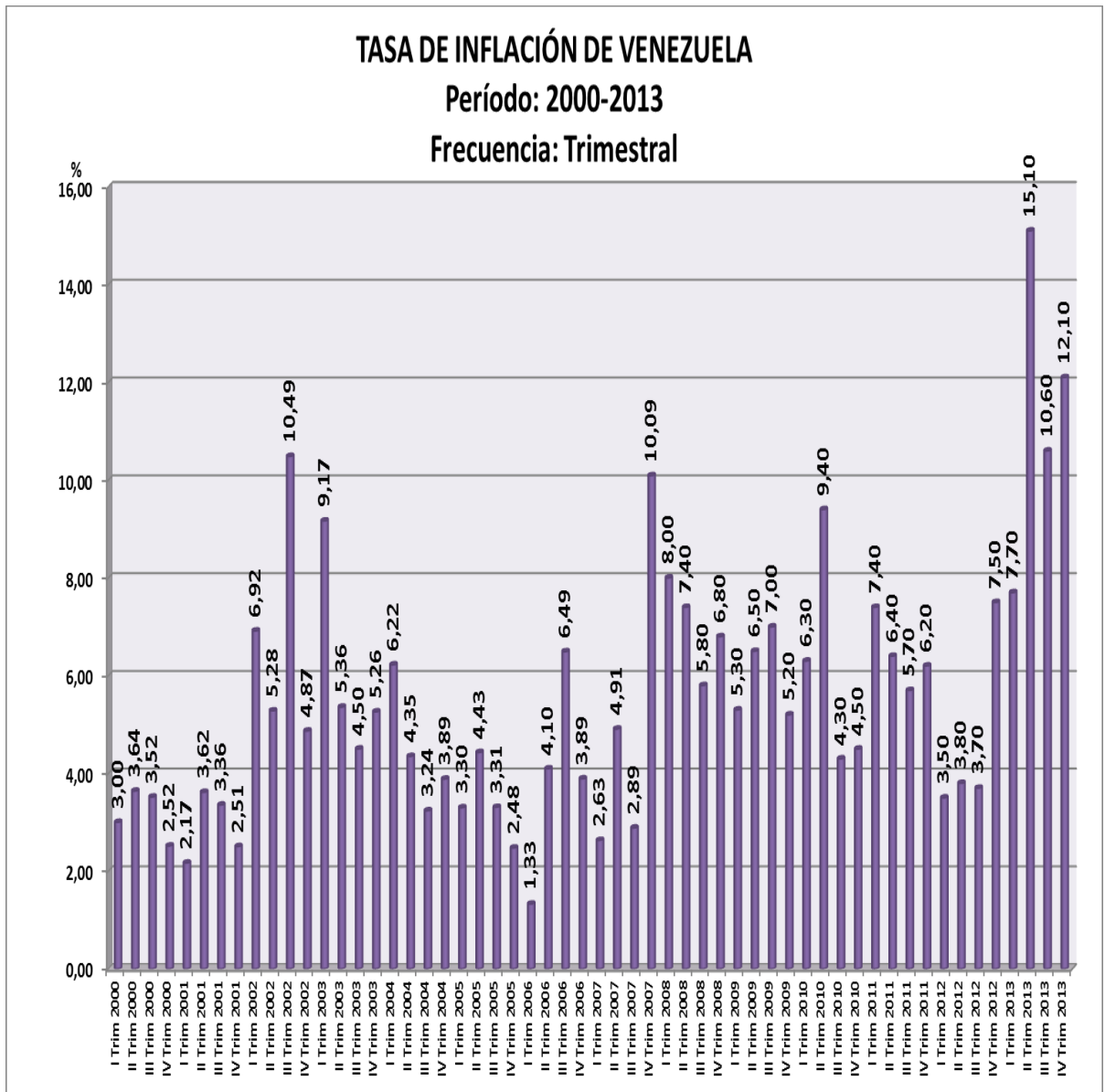


Gráfico 23. Tasa de inflación de Venezuela. Período 2000-2013. Frecuencia trimestral

Fuente: Banco Central de Venezuela. Cálculos propios. (2014)

En el año 2009, la internacionalización y globalización de la crisis financiera estadounidense, generó un efecto dominó en el ritmo de crecimiento de las economías industrializadas, lo que fue determinante para que se produjera una contracción de la demanda energética mundial. El precio promedio del barril de crudo para ese año se situó en 42,6 US\$/b⁷⁰; siendo el precio de 60US\$/b la premisa económica considerada para la formulación del presupuesto venezolano en el 2009, situación que conllevó al Ejecutivo a ajustar el precio de referencia del crudo a 40 US\$/b, es decir 20 US\$/b menos que lo inicialmente considerado.

La crisis financiera estadounidense y su efecto sobre otras economías industrializadas, incentivó a la OPEP a generar recortes de producción para contener una caída en los precios del petróleo, lo que representó para Venezuela una reducción de la producción nacional de 3,6 a 3,2 millones de barriles diarios (MBD), y por ende a una reducción de las exportaciones petroleras venezolanas; este hecho explica la significativa caída del ingreso fiscal petrolero en el 2009, el cual representó el 35,12% del ingreso fiscal nominal total del gobierno central, es decir 32,87 puntos porcentuales menos que el reflejado en el año 2008 (Gráfico 21).

La caída en el ingreso fiscal de origen petrolero durante el 2009, fue compensada en cierta medida por el gobierno nacional, mediante la decisión de incrementar la presión fiscal interna, principalmente vía el aumento de la alícuota del Impuesto al Valor Agregado (IVA), cuya tasa pasó del 6 al 12%⁷¹ sobre el consumo en abril de ese año, y por la determinación de aumentar el nivel de endeudamiento público de largo plazo principalmente de origen

⁷⁰ Representando una caída del 45% respecto al año 2008. Datos de la OPEP

⁷¹ Informe Económico del BCV año 2009, p.80

interno como se evidencia en el gráfico 24, cuyo crecimiento desde entonces ha sido exponencial, ya que el creciente riesgo país⁷² dificultó las posibilidades de acceso al financiamiento a través de deuda externa.

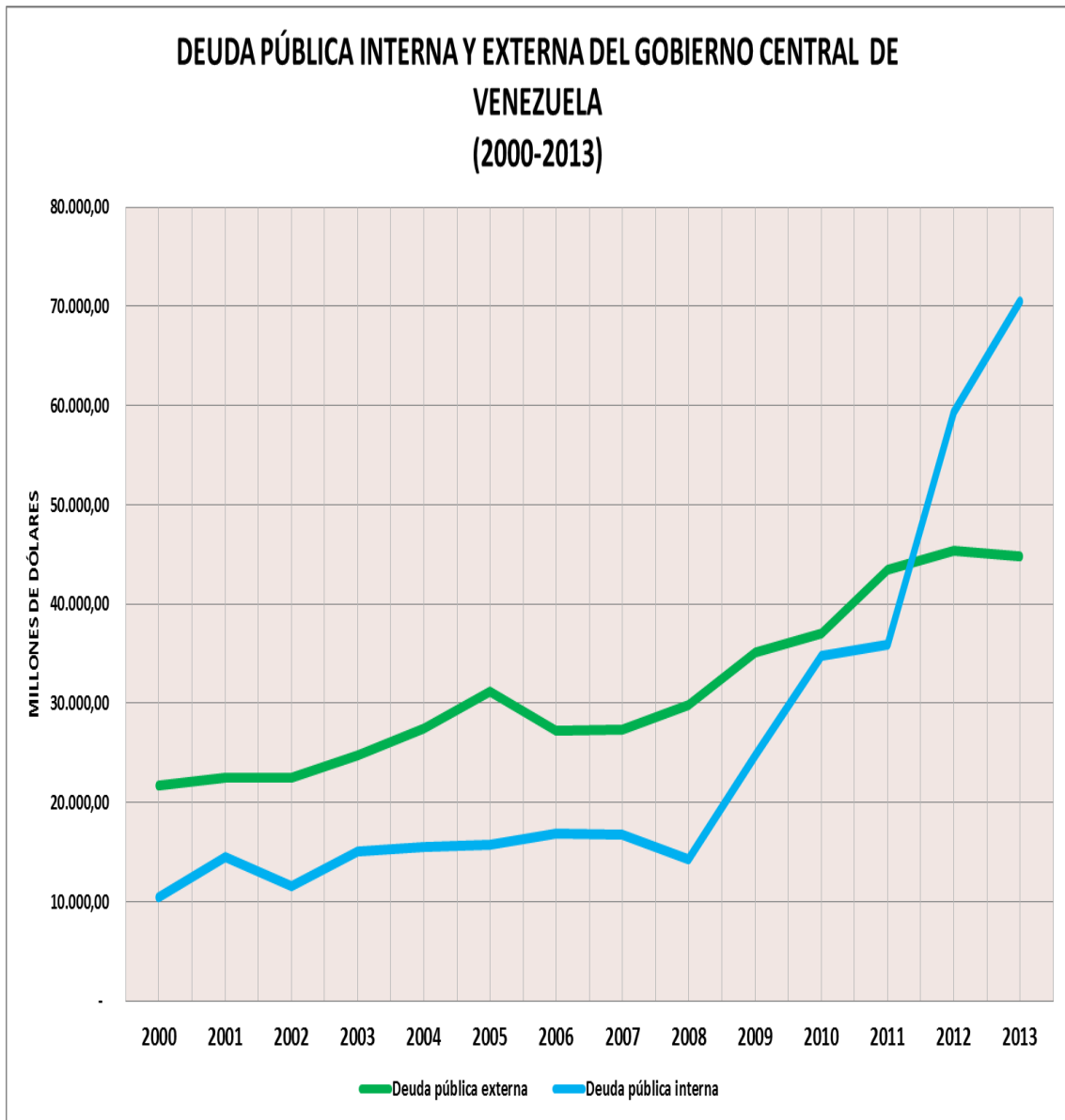


Gráfico 24. Deuda pública interna y externa del gobierno central de Venezuela. Período 2000-2013. Frecuencia anual.

Fuente: Oficina Nacional de Crédito Público. (2014)

⁷² El riesgo país de Venezuela para 2009 fue de 1033 puntos básicos calculado por JP Morgan. Representa uno de los índices más elevados de los países emergentes.

El aumento de la deuda interna en 2009 creció aproximadamente 74% posicionándose en Bs. 53.275.millones respecto al valor registrado en 2008 de Bs. 30.615 millones⁷³, recursos que fueron financiados por la banca nacional a través de la compra de pasivos (acciones, valores u obligaciones) del Estado y mediante el canje de las reservas en efectivo del Banco Central por títulos de deuda pública, mecanismo soportado por la reforma a la Ley del Banco Central de Venezuela en Noviembre del 2009 (Cuadro N° 4)

Cuadro N° 4. Reforma a la Ley del Banco Central de Venezuela (2009)

Reforma y Fecha	Aspectos de interés:
<p>Ley de Reforma Parcial a la Ley del BCV año 2009</p> <p>6 de Noviembre de 2009</p> <p>Gaceta oficial N° 39.301</p> <p><i>(entra en vigencia el 06 de Noviembre de 2009)</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ <i>El BCV podrá otorgar créditos con garantía de títulos de créditos emitidos por la República o por sus entes descentralizados</i>, estableciéndose condiciones especiales de plazo y tasas de interés, para aquellas operaciones que deriven del financiamiento de programas determinados por el Ejecutivo Nacional como prioritarios para el país. ✓ Esta reforma le permite al BCV financiar proyectos puestos en marcha por el ejecutivo nacional, en contravención a lo establecido en el artículo 320 de la Constitución que señala que el BCV es un ente autónomo, no sujeto al Poder Ejecutivo, y por ello no puede sufragar políticas fiscales deficitarias. ✓ <i>Se transfieren al FONDEN las reservas excedentarias cada 6 meses</i> y no una vez al año, como lo establecía la Reforma del 2005. ✓ Participación de la Asamblea Nacional en la revisión de credenciales y designación de dos de los miembros del Directorio del BCV. ✓ El BCV estará obligado a comprar de manera directa los bonos de PDVSA e indirecta todos los títulos valores que el Ejecutivo disponga. Dichos títulos estarán dirigidos a recaudar recursos para financiar proyectos que el Ejecutivo señale como prioritarios, lo cual incrementará el dinero circulante en la economía, generando exceso en la demanda de bienes y servicios, presionando al alza del nivel general de precios.

Diseño: Peña (2014) – información extraída del BCV.

⁷³ Oficina Nacional de Crédito Público

Ese tipo de financiamiento fiscal generó nocivos efectos para la economía venezolana: lesiones al aparato productivo privado quien compite con el sector público para obtener recursos destinados al financiamiento de inversiones, y fuertes presiones inflacionarias (gráfico 23) ya que la deuda adquirida por el gobierno provino del sistema bancario y de las reservas del Banco Central, hecho que se observa en el gráfico 22 con el crecimiento exponencial de la liquidez ampliada M3 a partir del año 2009.

El incremento de la alícuota del IVA también generó presiones inflacionarias, porque encareció los bienes de consumo masivo por el efecto de traslación hacia adelante del tributo.

Dada la pérdida de capacidad financiera de fuente petrolera y ante la posibilidad de una aceleración inflacionaria, el gobierno instrumento otra serie de medidas principalmente de orden monetario, para recortar la liquidez y promover la actividad productiva interna, lo que se tradujo en un recorte de 4 puntos porcentuales en la tasa de inflación (de 28,0% en 2008 a 24,0% en 2009, gráfico 23), lo que explica el aumento marginal del ingreso y el gasto publico real que se observa en el 2009 (gráfico 20).

A partir de 2009, con la promulgación de la tercera reforma parcial del BCV, se incrementa la frecuencia en la transferencia de recursos provenientes de reservas excedentarias al FONDEN, de una vez al año a cada seis meses, aunado a ello se evidencia un crecimiento de 79,80%⁷⁴ de la deuda interna para el período 2008-2013, hecho que presionó al alza de la liquidez monetaria fomentando aumentos de la tasa de inflación, tal y como se muestra en los gráficos 22 y 23.

⁷⁴ Oficina Nacional de Crédito Público. Cálculos propios.

Durante el año 2010, la recuperación de la economía estadounidense aunada a la expansión del resto de las economías industrializadas, principalmente las economías asiáticas, generó un aumento en la demanda mundial de petrolero por lo que el precio del crudo se cotizó por encima de los 100US\$ por barril. Por esta razón el ingreso fiscal de origen petrolero aumento 5,9 puntos porcentuales posicionándose en 40,61% del ingreso fiscal total del gobierno central, frente al 35,12% reflejado en el año precedente. Entre tanto, la relativa continuidad de los precios (24,5%), mantuvo estable el ingreso y el gasto fiscal real, éste último orientado en su mayor parte a darle continuidad a los programas sociales.

Pese al clima de incertidumbre que generaba la desaceleración de las principales economías de Europa hacia los dos primeros trimestres del año 2011, unido a los problemas fiscales en la Eurozona, los conflictos geopolíticos del medio oriente y el norte de África, mantuvieron altos los precios del petróleo por encima de los 100US\$ por barril, lo que también mantuvo el ingreso fiscal de origen petrolero en el orden del 41% del total del ingreso del gobierno central. Frente a la favorable situación que reflejaba el mercado petrolero, el gobierno nacional tuvo la posibilidad de recurrir a la economía China que presentaba un mejor desempeño económico, para obtener recursos que le permitieran desarrollar los programas de inversión para la explotación petrolera hacia la faja petrolífera del Orinoco, a la inversión en la construcción de viviendas, y a mantener el gasto en programas sociales.

De esa forma, el referente petrolero permitió que se constituyeran y alimentaron fondos extrapresupuestarios, parafiscales o cuasi fiscales⁷⁵, para financiar el gasto público como: el Fondo Conjunto Chino Venezolano, FONDESPA, Fondo Bicentenario, Fondo Miranda, Fondo RENOT, Fondo súbito y Fondo Independencia, entre otros, lo que generó un uso discrecional de los ingresos provenientes de excedentes petroleros, excedentes tributarios⁷⁶ y diferenciales cambiarios, cuyos montos y asignación de recursos han sido desconocidos ya que no pasan por la aprobación de la Asamblea Nacional.

Para contener el proceso inflacionario -vía presión de demanda-producto de la cuantiosa inyección de recursos públicos frente a las restricciones de oferta⁷⁷, el gobierno nacional resolvió aumentar el volumen de importaciones de bienes para abastecer el mercado interno. Como resultado la tasa de crecimiento de los precios se mantuvo en los niveles cercanos a los del año 2010, lo que se tradujo en un repunte del gasto fiscal real. De la descripción del comportamiento de las fuentes de ingreso y gasto del gobierno central, se evidencia que las finanzas públicas de Venezuela son efectivamente vulnerables a cambios en el mercado petrolero mundial y a las fluctuaciones en los precios internacionales del crudo. Cuando los precios petroleros han aumentado también lo han hecho los recursos que ingresan a las arcas del Estado y, en este sentido, debido a que el mercado petrolero

⁷⁵ Fondos creados por el gobierno nacional a fin de manejar recursos provenientes de la actividad petrolera de manera discrecional, sin estar sometidos a la aprobación de la Asamblea Nacional.

⁷⁶ Se producen cuando el SENIAT supera las metas de recaudación establecidas para los tributos internos y aduanales.

⁷⁷ Producidas por la escasez de divisas en manos del sector empresarial destinadas a las exportaciones.

responde a la situación de la economía mundial en el que la influencia de la economía estadounidense es esencialmente significativa dada su condición de economía industrializada, cualquier situación de crisis o vulnerabilidad de ésta se transfiere a las finanzas del Estado venezolano, generándose un *trade off* entre las finanzas públicas del país y el comportamiento de las principales variables macroeconómicas, que se agrava por el efecto histéresis del gasto público, el cual una vez que ha alcanzado cierta magnitud en períodos de bonanza parece no regresar a sus niveles iniciales

Para el año 2012 los precios petroleros se mantuvieron altos, y la demanda energética mundial se ubicaba en 89,78 millones de barriles diarios, lo que mantuvo el clima favorable alrededor de las finanzas públicas. No obstante, ante la necesidad gubernamental de preservar su estatus y cuota de poder por las elecciones presidenciales y regionales que se avecinaban, la interpretación de una relativa estabilidad en el mercado petrolero internacional por parte del gobierno nacional, se acudió nuevamente al endeudamiento interno, aunque las fuertes presiones inflacionarias por los excedentes de liquidez y la contracción de la producción interna⁷⁸, hicieron que el comportamiento tanto de los ingresos como los gastos fiscales en términos reales mostraran un comportamiento descendente. En el cuadro N° 5 se presenta un resumen de los acontecimientos económicos mundiales durante el período de estudio, así como de las políticas económicas y otras medidas de interés adoptadas por el gobierno nacional, que contribuye al análisis realizado en esta sección.

⁷⁸ Como se muestra en el gráfico del PIB real venezolano ubicado en la sección IV de este capítulo.

Cuadro N° 5. Evolución de la Política Económica para el período 2000-2012

Años	Medidas / Políticas Económicas / Aspectos de interés
2000	<ul style="list-style-type: none"> ✓ El dinamismo de la demanda mundial de energía generó un incremento de la oferta de crudos mediante la flexibilización del techo de producción acordado en 1999 por la OPEP. ✓ <u>Política fiscal</u> expansiva orientada al crecimiento ✓ <u>Política monetaria</u> de corte expansivo (tendencia a la baja de las tasas de interés). ✓ Aumento de la demanda de dinero y la expansión de la actividad crediticia de la banca. ✓ <u>Política cambiaria</u> con miras a la estabilidad de precios (<i>sistema de bandas</i>). ✓ El incremento de los volúmenes exportados fue un factor determinante del resultado superavitario de la cuenta corriente y del saldo global de la balanza de pagos, los cuales compensaron el incremento de las importaciones que requirió la actividad económica ✓ Importante acumulación de reservas internacionales (US\$ 21.497 millones) ✓ Actualización de la legislación económica en materia fiscal y financiera: se promulgó la Ley Orgánica de Administración Financiera del Sector Público que enmarca la gestión financiera de ese sector en un contexto plurianual propiciando la disciplina financiera. ✓ Se establecen las normas operativas para los procedimientos de fusión en el Sistema Bancario Nacional.
2001	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Ejecución de una <u>política de gastos expansiva</u> (generó expectativas negativas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas venezolanas) ✓ <u>Política cambiaria</u> con miras a la estabilidad de precios (<i>sistema de bandas</i>). ✓ En cuanto a la política monetaria, el Banco Central de Venezuela moderó las presiones sobre el mercado cambiario (Aumentos en las tasas de interés) ✓ El saldo global de la balanza de pagos resultó deficitario, lo que se asocia, principalmente, con el comportamiento adverso del mercado petrolero durante el año (La sobreoferta petrolera aunada a los efectos del ataque terrorista del 11 de septiembre en Estados Unidos agudizaron las expectativas negativas en torno al crecimiento económico estadounidense, presionando a la baja del precio del crudo) ✓ Desempeño negativo del sistema financiero debido a: la desaceleración del ritmo de actividad económica, tasas de interés activas altas y volátiles. ✓ No se reactivó de la demanda de crédito.
2002	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Recortes en producción de crudos (OPEP) versus el ambiente bélico presente en el Medio Oriente, afectó el precio del petróleo. ✓ <u>Política cambiaria</u>: En febrero de 2002, entró en vigencia el sistema de libre flotación del tipo de cambio orientado a mantener un nivel adecuado de reservas internacionales y efectuar la corrección de la apreciación del tipo de cambio real. ✓ <u>Política monetaria</u>: se realizaron operaciones de absorción (venta de títulos con pacto de recompra) y se dio inicio a la realización de operaciones de inyección (compra de títulos con pacto de reventa), a fin de fomentar la estabilidad de precios. ✓ <u>La política fiscal</u>: se sustentó en los lineamientos emanados en el Plan de Desarrollo Económico y Social de la Nación, y en el Marco Plurianual de Presupuesto para los años 2002-2004. ✓ Incumplimiento de las premisas macroeconómicas debido al comportamiento del mercado petrolero (insostenibilidad fiscal). ✓ Debilitamiento del marco institucional en la percepción de los agentes económicos (incertidumbre). Contexto de fuerte conflictividad política.

Años	Medidas / Políticas Económicas / Aspectos de interés
2003	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Adopción de un régimen administrado de divisas (RAD) que limitó, el flujo de divisas requerido por la economía de los particulares. ✓ Creación de la Comisión de Administración de Divisas (Cadivi). ✓ Control de precios sobre un número importante de bienes y servicios. ✓ Continuidad de la política de inamovilidad laboral adoptada en mayo de 2002. ✓ Incremento de la demanda mundial de energía asociado con la aceleración del crecimiento económico de China, India, Asia y E.U. ✓ <u>Política monetaria</u>: dirigida a atenuar los potenciales efectos inflacionarios de los excedentes de liquidez derivados de la aplicación del control de cambio y del gasto público financiado con ingresos petroleros. ✓ Establecimiento de una nueva tasa de encaje legal mínimo de 15% del monto total de depósitos y operaciones pasivas mantenidas por las instituciones financieras con el fin de absorber liquidez por períodos más prolongados. ✓ <u>Orientación expansiva del gasto</u>, debido a dos eventos que impactaron a las finanzas públicas: repunte de los precios del petróleo y contracción de la economía interna. ✓ La paralización de la industria petrolera y la previsible caída de la tributación interna asociada con la menor actividad económica, provocó la implementación de un programa de Medidas para la Contingencia Fiscal 2003. ✓ Programa de Reordenamiento del Mercado de Deuda Pública Interna ✓ Se crea el Fondo para la Estabilización Macroeconómica (FEM) ✓ En materia de regulación bancaria, se aprobaron las normas para una adecuada administración integral de riesgos.
2004	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Auge en la economía mundial lo que presionó al alza de los precios del crudo. ✓ Aumento de las exportaciones e incremento del gasto en importaciones. ✓ Aplicación de una <u>política fiscal expansiva</u> ✓ <u>Política monetaria</u> favorable al crecimiento del crédito interno-bajas tasas de interés. ✓ Incremento de la demanda agregada interna en sus componentes de consumo (principalmente privado) e inversión. ✓ Por el lado de la oferta, la recuperación de la actividad económica interna se sustentó básicamente en la creciente utilización de los factores productivos y en la mayor disponibilidad de insumos importados. ✓ Continuidad de la política de control de precios ✓ Mayor flexibilidad en el funcionamiento de Cadivi ✓ Reducción de la alícuota del Impuesto al Valor Agregado
2005	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Contexto internacional favorable a las exportaciones de productos básicos y materias primas, lo cual permitió monetizar los ingresos. ✓ <u>Política fiscal expansiva</u> (Aumento del Gasto público y la demanda agregada interna), centrada en la inversión pública y en las transferencias al sector privado. ✓ Incremento de la liquidez (aumento en el crédito y menores tasas de interés). ✓ Expansión de la oferta agregada (mayor producción interna y un aumento en las importaciones). ✓ Ampliación de las redes de distribución de alimentos a bajo costo por parte del Gobierno Nacional y continuidad de la política de control de precios. ✓ El BCV redujo las tasas de sus instrumentos de absorción e incidió en la estructura de las tasas de interés activas y pasivas del sistema financiero. ✓ Creación del Fondo de Desarrollo Nacional (FONDEN)

Años	Medidas / Políticas Económicas / Aspectos de interés
2006	<ul style="list-style-type: none"> ✓ El crecimiento económico de los países emergentes propició aumento de exportaciones de productos básicos, mayor dinamismo de la inversión y mejora en la demanda doméstica. ✓ Mantenimiento de una política fiscal expansiva, en el marco del régimen de administración de divisas. ✓ Regulación de las tasas de interés que permitió la ampliación de la actividad crediticia. ✓ Crecimiento del consumo privado debido a la implementación los programas sociales y el comportamiento de las remuneraciones medias. ✓ Incremento de la FBKF debido a las importaciones de bienes de capital de demanda de infraestructura pública. ✓ Insuficiencia de la oferta frente al importante incremento de la demanda agregada, lo que presionó el alza de los precios. ✓ Política monetaria restrictiva: moderar el crecimiento de la liquidez ante los significativos flujos de recursos de origen fiscal.
2007	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Alza generalizada en los precios de las materias primas que extendió el ciclo expansivo iniciado en 2002 lo cual coincidió con los eventos asociados a la crisis hipotecaria en Estados Unidos. ✓ El crecimiento de la oferta nacional continuó siendo insuficiente para atender los aumentos de la demanda interna, esto generó aumentos en las importaciones y presiones inflacionarias. ✓ Aplicación del impuesto a las transacciones financieras (ITF) ✓ Nacionalizaciones de las empresas Compañía Anónima Nacional de Teléfonos de Venezuela (Cantv) y Electricidad de Caracas (EDC) ✓ Promulgación del decreto de reconversión monetaria en el mes de marzo de 2007.
2008	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Abrupta reducción del precio de la cesta petrolera en el segundo semestre del año de 131,75 \$ a 101,85\$ producto de la crisis financiera internacional. ✓ La crisis de mediados de 2007 afectó el sistema financiero estadounidense y luego abarcó instituciones de diversos países desarrollados, para luego trasladarse del sector financiero al sector real. ✓ Rápido crecimiento de la demanda interna que implicó un alto nivel de importaciones, particularmente de alimentos, los cuales exhibieron un significativo encarecimiento durante la mayor parte del año, como consecuencia de los niveles de precios alcanzados por estos bienes en el mercado internacional. ✓ El BCV realizó un manejo selectivo de las tasas de interés con el propósito de promover el flujo de crédito, especialmente hacia los sectores productivos clave para el desarrollo nacional. ✓ Instrumentos de política monetaria: El encaje legal y las operaciones de mercado abierto con certificados de depósito. Otorgamiento de créditos a sectores estratégicos. ✓ Política cambiaria: mantenimiento del tipo de cambio oficial en el marco del Régimen de Administración de Divisas (RAD) ✓ Puesta en marcha de la reconversión monetaria a partir del 1 de enero a fin de darle continuidad a la reforma y modernizar el sistema de pagos de la nación. ✓ Política fiscal: la política fiscal procuró un nivel de gasto compatible con la estrategia de crecimiento y con el mantenimiento de las políticas sociales. los aportes de Petróleos de Venezuela. (PDSA) y del BCV al Fondo de Desarrollo Nacional (FONDEN) permitieron contar con un importante flujo de recursos para el sector socio productivo.

Años	Medidas / Políticas Económicas / Aspectos de interés
2009	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Se manifestaron los efectos de la crisis económica a través del canal comercial. (Rol protagónico del sector petrolero). ✓ Escasa demanda energética de los países industrializados, aunada a recortes de producción de la OPEP condujo a una disminución de las exportaciones petroleras venezolanas. ✓ Se compensa la disminución de los ingresos fiscales petroleros mediante el incremento de la tributación interna y el endeudamiento público de largo plazo. ✓ <u>Política monetaria</u>: control de los niveles de liquidez del sistema bancario para estimular la intermediación crediticia y al financiamiento de los sectores productivos del país. Regulación de las tasas de interés activas y pasivas (topes máximos y mínimos) de la banca. ✓ Cambios en la estructura del sector bancario: aumento de la participación de la banca pública. Se liquidan dos entidades financieras. ✓ <u>Política fiscal</u>: Recortes de gastos superfluos. Para compensar el efecto de la crisis en las finanzas públicas aumentó el gasto de inversión que realizó FONDEN y Fondo Conjunto Chino-Venezolano. ✓ Incrementó la alícuota del IVA, de 9% a 12%, a partir de abril de 2009. ✓ Se modifican las premisas macroeconómicas en el presupuesto; en materia de precios y producción petrolera. ✓ <u>Política cambiaria</u>: se mantuvo el Régimen de Administración de Divisas (RAD) vigente desde febrero de 2003.
2010	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Durante 2010 la economía mundial se expandió, luego de la significativa caída experimentada en 2009 como consecuencia de la crisis financiera internacional. (Destacan China e India) ✓ Recuperación de los precios de las materias primas, en particular del petróleo. ✓ <u>Política fiscal</u>: orientada a darle continuidad a los programas sociales. Expansión del gasto público destinado a la inversión. ✓ <u>Política cambiaria</u>: se crea en Junio el Sistema de Transacciones con Títulos en Moneda Extranjera (Sitme) del BCV. Mayor liquidación de divisas a través de Cadivi ✓ Saneamiento o liquidación de instituciones financieras con problemas, en resguardo de los intereses de los ahorristas. ✓ Situación de emergencia en el sector eléctrico tuvo un impacto negativo sobre la actividad interna. ✓ <u>Política monetaria</u>: orientada a estimular la economía interna y fomentar el empleo, al promover las condiciones necesarias para favorecer la actividad crediticia. Reforma parcial a la Ley del BCV.

Años	Medidas / Políticas Económicas / Aspectos de interés
2011	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Prevalció en el entorno internacional un clima de incertidumbre, debido a los problemas fiscales en la Eurozona y la desaceleración de la economía estadounidense y sus efectos sobre el crecimiento de la economía mundial. ✓ Los conflictos geopolíticos del Medio Oriente y Norte de África, presionaron al alza los precios de las materias primas, aumentando así las exportaciones venezolanas y los ingresos fiscales extraordinarios. ✓ <u>Las políticas fiscal y monetaria</u> fueron expansivas ✓ Se realizaron acciones coordinadas de <u>política fiscal, cambiaria, monetaria</u> y crediticia tales como: unificación del tipo de cambio, el manejo de las carteras de crédito y de las tasas de interés preferenciales para sectores estratégicos, la canalización de los ingresos petroleros hacia la inversión y los sectores sociales. ✓ Aprobación de la Ley de Costos y Precios Justos en el mes de noviembre, a fin de fortalecer el esquema de administración de precios. ✓ Continuidad de la inamovilidad laboral ✓ Estímulo al programa “Gran Misión Vivienda Venezuela”, dirigido a acelerar la construcción de viviendas a escala nacional. ✓ La demanda agregada, el consumo final público aceleró su ritmo de expansión. ✓ Incremento de los niveles de inversión destinados al desarrollo de la Faja Petrolífera del Orinoco (FPO) como la fuente de reservas de hidrocarburos líquidos más grande del mundo. ✓ Disminución de la tasa activa y de estabilidad de las tasas pasivas lo que generó ampliación de las posibilidades de crédito para la población de menores recursos.
2012	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Se observa una moderada recuperación en la economía de Estados Unidos, Japón y Canadá, debido al dinamismo de la demanda interna, el aumento de la inversión y la evolución favorable del sector construcción. ✓ En la Eurozona y Reino Unido el resultado fue contractivo, debido a la reducida demanda doméstica, la reducción del crédito bancario y las medidas de austeridad implementadas por los gobiernos. ✓ Sobreoferta de las materias primas, lo que generó descensos en los precios del crudo, hecho aunado a la debilidad de la actividad económica mundial. ✓ La apreciación real del Bolívar estimuló un aumento en la demanda de bienes importados. ✓ <u>Política fiscal expansiva</u>: respaldada por los ingresos provenientes de la actividad petrolera y la tributación interna ✓ Aumento del déficit fiscal, cuyo financiamiento implicó un crecimiento de la deuda pública medida como porcentaje del PIB. ✓ Aplicación de una <u>política monetaria flexible</u>, con la finalidad de incentivar los espacios de financiamiento y expandir la actividad productiva, así como estabilizar el sistema nacional de pagos. ✓ <u>Política Cambiaria</u>: aplicación de medidas para fortalecer la asignación de divisas y el financiamiento crediticio dirigido especialmente al sector construcción. Se mantuvo el régimen de administración de divisas con un tipo de cambio oficial de 4,30 Bs./\$. ✓ Se conservó la flexibilización de los trámites para las importaciones y exportaciones de bienes, a fin de enfrentar las insuficiencias de la oferta interna.

Fuente: Informes Económicos del BCV (años 2000-2012) -Peña (2014)

III- Comportamiento de las importaciones y exportaciones de Venezuela y del movimiento de capitales internacionales hacia Venezuela, luego de la crisis financiera estadounidense

La crisis financiera que irrumpió en el mercado inmobiliario por el otorgamiento de excesivas hipotecas *subprimes* y el abuso de las finanzas estructuradas, no sólo afectó al sistema financiero estadounidense, sino que se extendió y contagió aceleradamente a instituciones de países desarrollados, afectándose el ritmo de la actividad económica de muchos países avanzados y economías emergentes, el flujo capitales mundial, y el comercio internacional.

En el caso de la economía venezolana, por su condición estructural de economía mono exportadora, se vio afectada por la reducción de la demanda mundial de petróleo que, como ya se ha mencionado, disminuyó en 0,4 MBD en el año 2008 y 1,2 MBD en el año 2009, y generó una progresiva disminución de las exportaciones petroleras venezolanas que se reflejan en la drástica caída de las exportaciones totales a partir del segundo trimestre de 2008, tal como se observa en el gráfico 25.

El efecto directo de la reducción de las exportaciones petroleras se sintió en las finanzas gubernamentales, las cuales se redujeron considerablemente en el año 2009, lo que se tradujo en una desaceleración en el orden del 1,933% del crecimiento de la economía venezolana a partir del primer trimestre de 2009, manteniendo su tendencia al descenso hasta el primer trimestre de 2010 cuando el Producto Interno Bruto venezolano se redujo en 1,169%, tal y como se muestra en el gráfico 26.

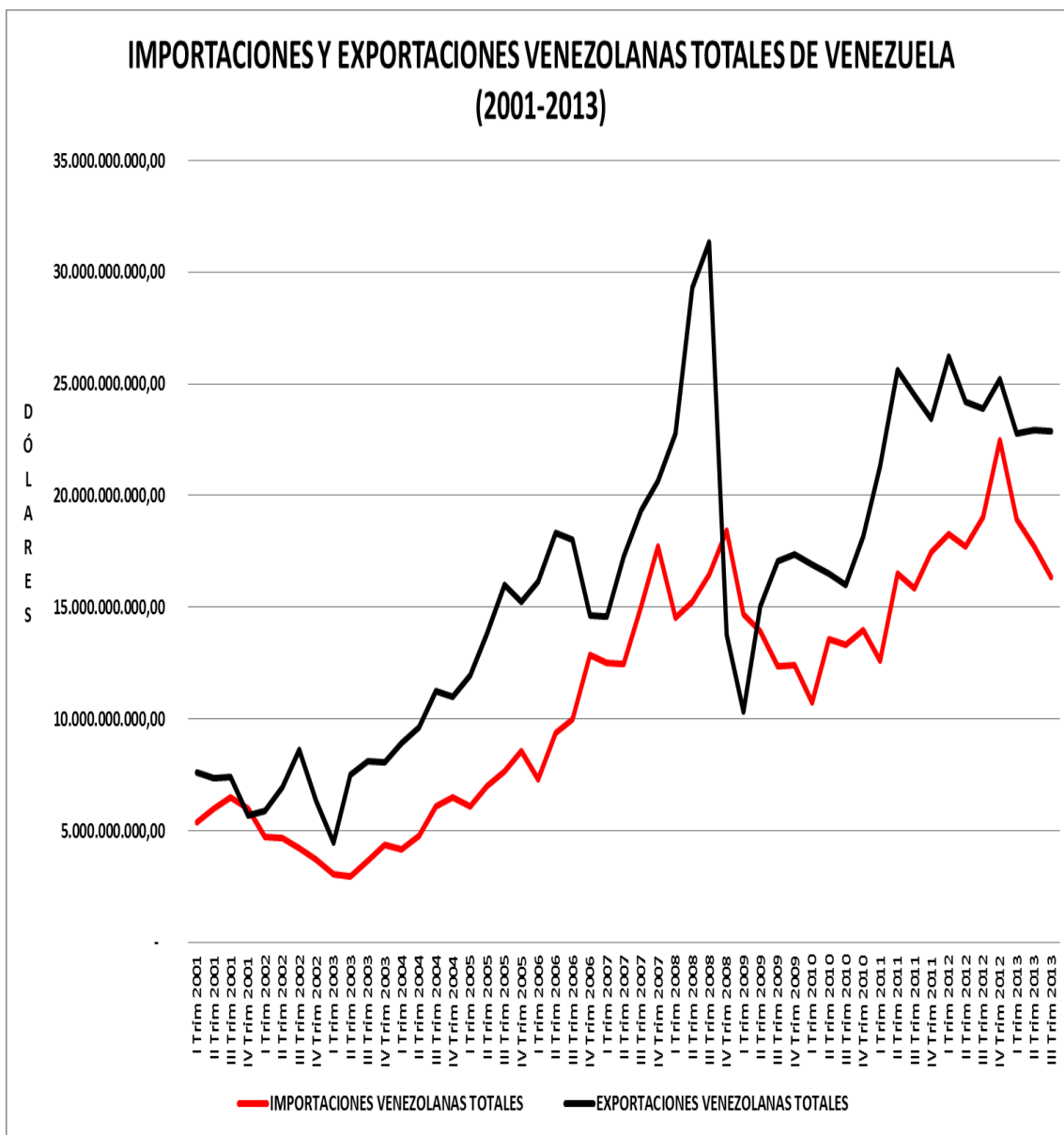


Gráfico 25. Importaciones y exportaciones totales de Venezuela, expresado en dólares. Período 2001-2013. Frecuencia trimestral.

Fuente: Banco Central de Venezuela. (2014)

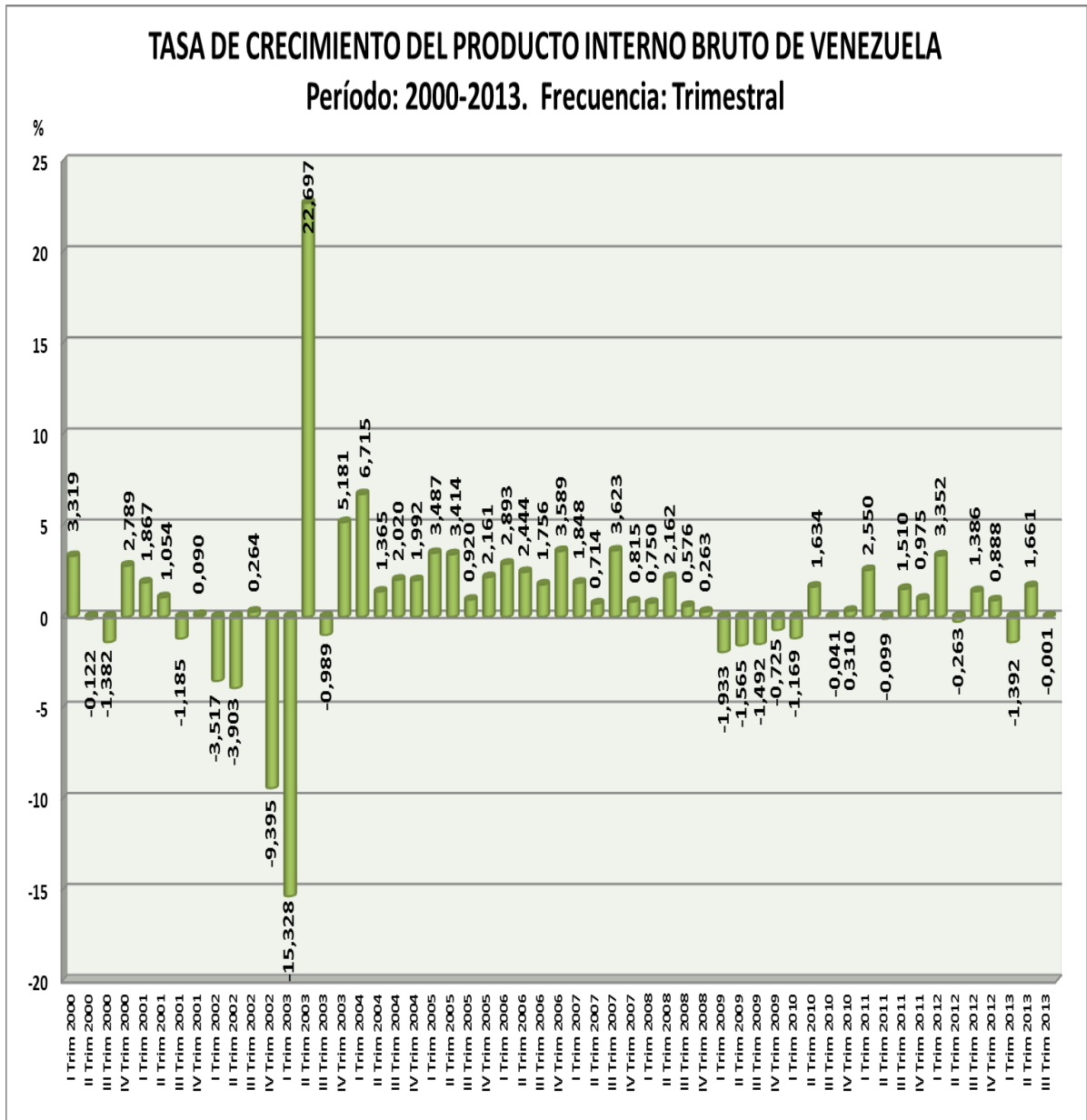


Gráfico 26. Tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto de Venezuela, Período 2000-2013. Frecuencia trimestral.

Fuente: Banco Central de Venezuela. (2014)

La caída de las exportaciones petroleras venezolanas originó un déficit en balanza de mercancías de la Balanza de Pagos Venezolana entre finales del 2008 y principios del 2009, situación que no se reflejaba desde el año 2001 ya que la demanda del petróleo para el período no había fluctuado de manera tan significativa, como ocurrió con la crisis de las hipotecas *subprimes*.

En el caso de las importaciones, principalmente las compras públicas de bienes finales para el consumo, experimentaron un descenso a partir del cuarto trimestre de 2008, motivado a las restricciones de acceso a fuentes externas de financiamiento por endeudamiento externo, y por la necesidad gubernamental de contener la caída de las reservas internacionales operativas, debido a la ausencia de ahorros en divisas suficiente. Aunado a esto, la insuficiente asignación de dólares preferenciales destinados a bienes considerados como prioritarios por el Ejecutivo, ha generado que la mayor proporción de compras foráneas se realice haciendo uso del mercado paralelo, lo cual ha provocado procesos inflacionarios por presión de costos y rigidez en la oferta.

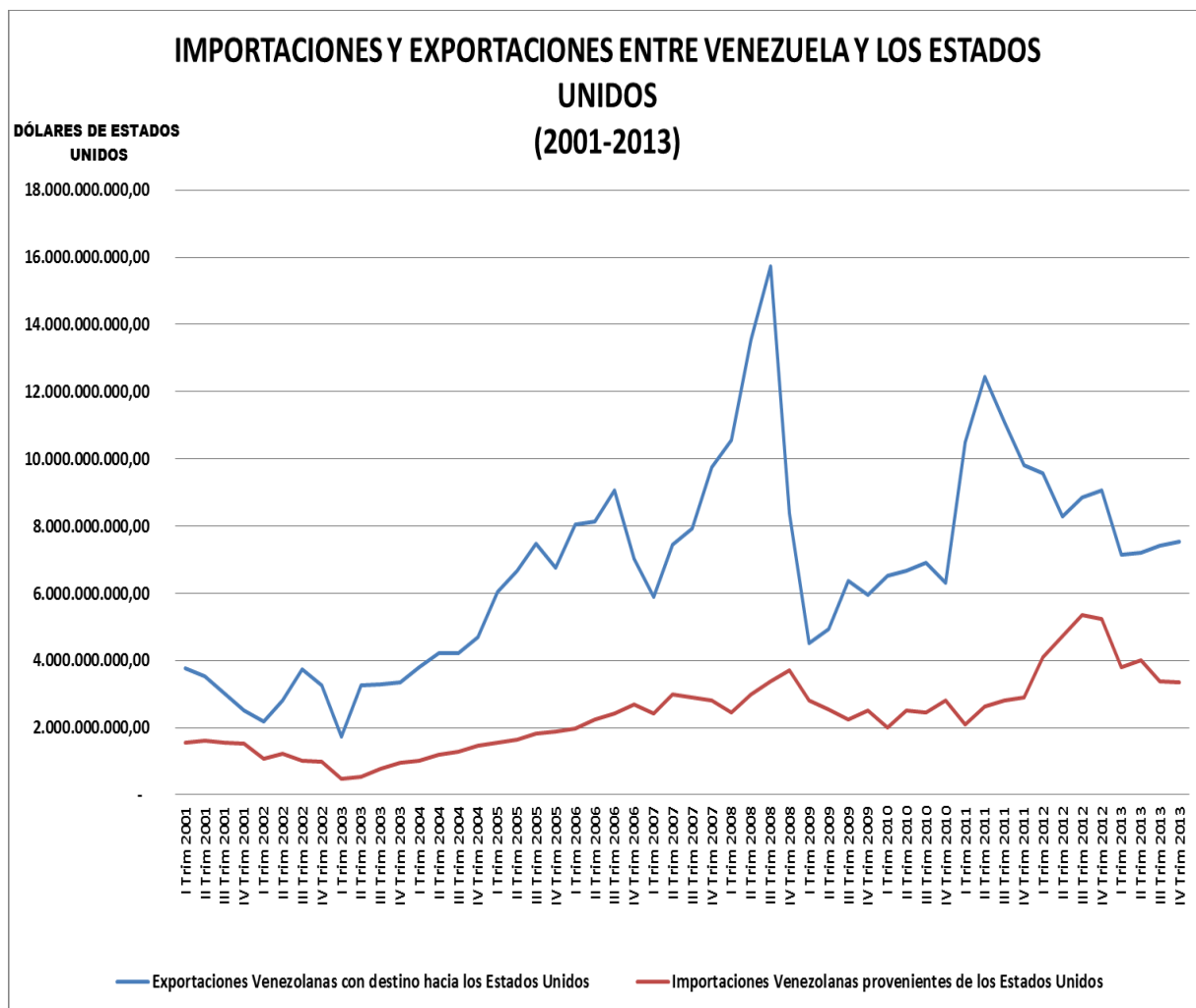


Gráfico 27. Importaciones y exportaciones entre Venezuela y los Estados Unidos, expresado en dólares. Período 2001-2013. Frecuencia trimestral.

Fuente: Banco Central de Venezuela. (2014)

Del gráfico 27 se desprende que Venezuela mantiene una alta tendencia a exportar productos hacia la economía estadounidense, las cuales han superado a lo largo de casi todo el período de estudio el valor de las importaciones que realiza la economía venezolana desde ese país. Esto significa que buena parte del flujo de divisas venezolanas proviene de una histórica y creciente relación comercial con la nación del norte, al punto de que para el año 2008, cuando se manifestaba la crisis financiera, las

exportaciones promedio hacia los Estados Unidos fue de 50,90% (gráfico 28), y una vez sentido el impacto de la crisis en 2009 las exportaciones hacia Estados Unidos representaron en promedio el 37% (gráfico 28) del valor de las exportaciones totales venezolanas, es decir 13,9 puntos porcentuales menos que en 2008; esto refuerza el análisis realizado sobre el efecto de la crisis financiera estadounidense sobre las finanzas públicas venezolanas, pues la reducción de las exportaciones hacia ese país hizo que descendiera en forma acumulada el ingreso fiscal de orden petrolero en 36,85% entre el 2008 y el 2009.



Gráfico 28. Porcentaje de participación de las exportaciones hacia los Estados Unidos sobre las exportaciones totales de Venezuela. Período 2001-2013. Frecuencia trimestral.

Fuente: Banco Central de Venezuela. (2014). Cálculos propios.

Ahora bien, la crisis financiera de estados unidos afecto la relación comercial entre Venezuela y Estados Unidos, pero no en forma bidireccional; mientras se reducían las exportaciones, las importaciones de bienes desde Estados Unidos se mantuvieron estables (Ver gráfico 29) alrededor del 19% del valor de las importaciones totales entre el 2008 y 2010. No fue sino hasta el 2012 cuando Venezuela incrementa las compras de bienes estadounidenses.



Gráfico 29. Porcentaje de participación de las importaciones provenientes de Estados Unidos sobre las importaciones totales de Venezuela. Período 2001-2013. Frecuencia trimestral.

Fuente: Banco Central de Venezuela. (2014). Cálculos propios.

Este comportamiento reafirma la idea de dependencia de la economía venezolana a la adquisición de productos terminados y materias primas, pues a pesar de la reducción del flujo de ingreso en divisas por concepto de venta de petróleo, Venezuela mantuvo estable sus compras externas antes y después de manifestarse la crisis financiera estadounidense

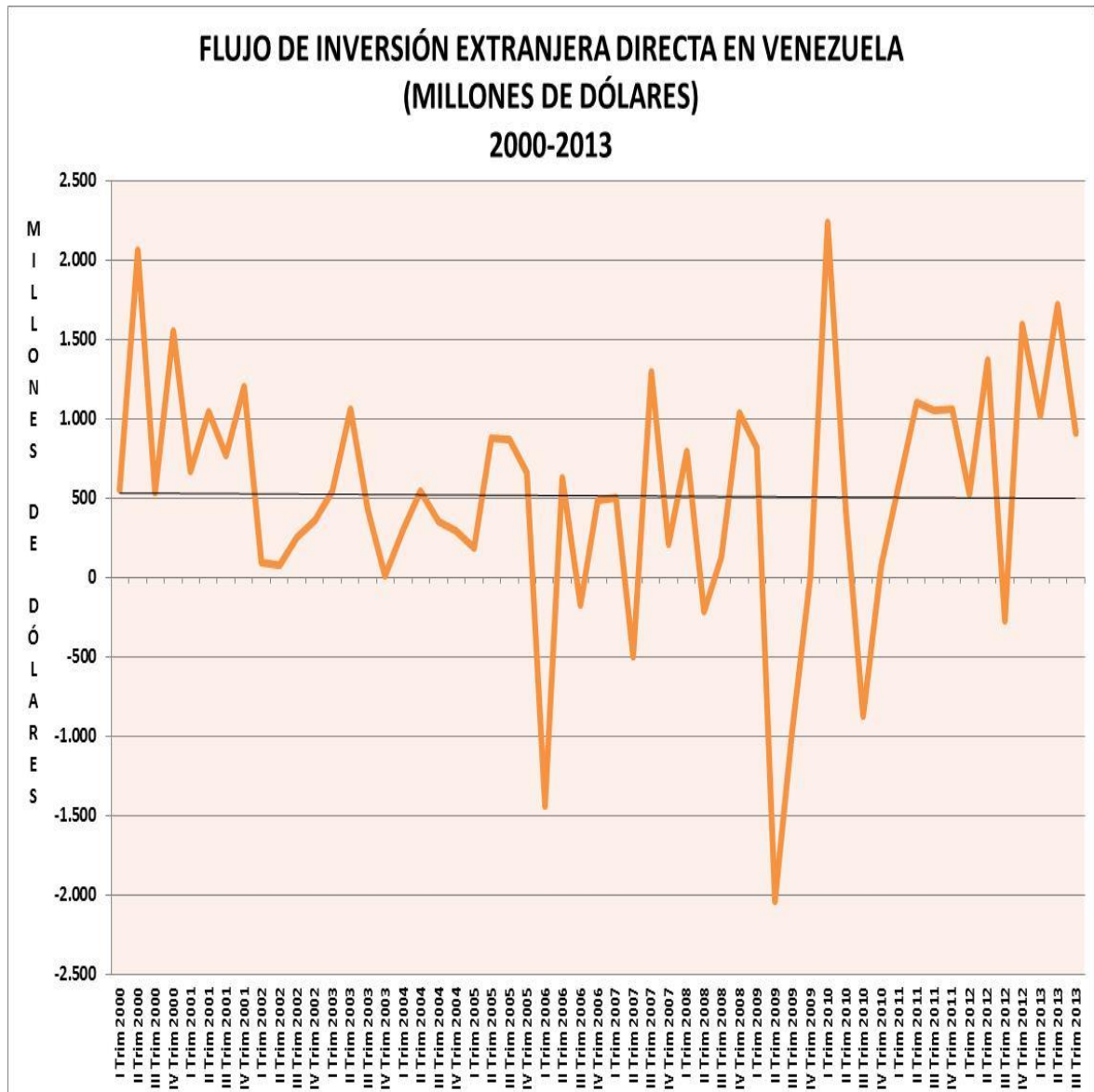


Gráfico 30. Flujo de inversión extranjera directa en Venezuela, expresado en millones de dólares. Período 2000-2013. Frecuencia trimestral.

Fuente: Banco Central de Venezuela. (2014)

En cuanto al flujo de capitales, ésta presente una fuerte volatilidad (Ver gráfico 30) a lo largo del período en análisis (2000-2013). Tal comportamiento puede ser explicado por la sensibilidad de la variable a las expectativas de los agentes económicos, las cuales responden a la calificación de riesgo país, a la seguridad jurídica y estabilidad política del país.

Al iniciar el período Venezuela mostró relativa estabilidad al presentar flujos positivos de inversión lo cual evidenciaba un “aceptable” nivel de confianza sobre la política económica y acciones gubernamentales para fomentar el crecimiento económico sobre la base de un incremento de los ingresos de fuente petrolera por incremento de los precios del crudo en el mercado internacional, al menos hasta el año 2002, cuando se inicia un período de incertidumbre ante las formas de conducción de la principal industria nacional, PDVSA.

Las tensiones políticas durante el año 2002, que llevaron a una paralización de la industria petrolera hicieron que los flujos de capital hacia Venezuela se redujeran significativamente por debajo de los 500 millones de US\$ en 2002 en comparación con la posición alcanzada en el segundo trimestre del año 2000, cuando el flujo de inversión extranjera se ubicó en alrededor de los 2000 millones de US\$. La situación de incertidumbre se extendió durante los años 2003 y 2004, cuando por decisión del gobierno nacional se estableció un control de cambio para evitar la fuga de capitales tras la tensión política ante un referéndum revocatorio presidencial.

Como se observa en el gráfico 30, para el año 2006 el clima de desconfianza de los inversionistas por los resultados de las elecciones parlamentarias se manifestó en una caída significativa en los flujos de

inversión extranjera directa, aproximadamente en el orden de los 1.500 millones de US\$, situación que se extendió por siete trimestres consecutivos.

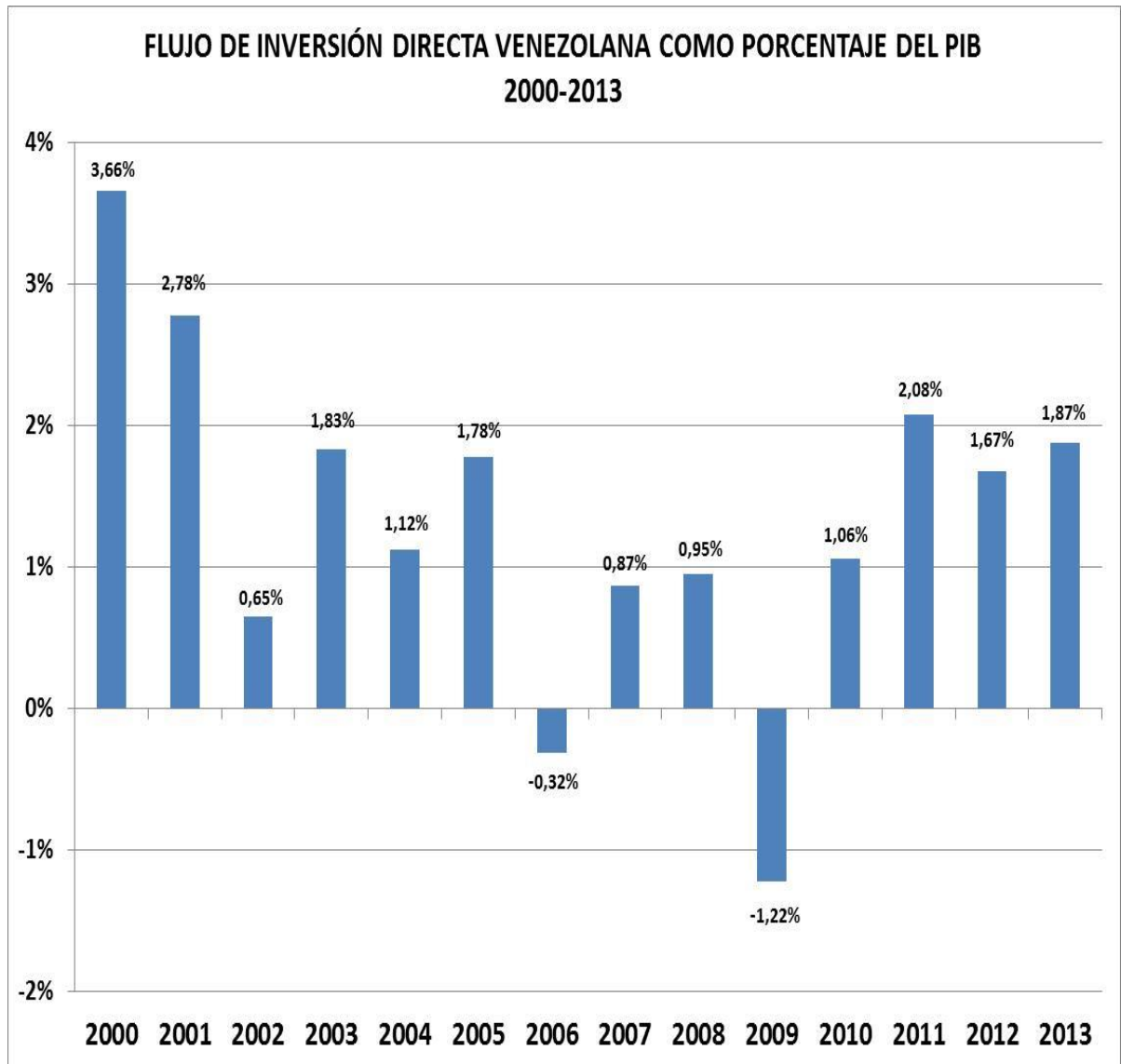


Gráfico 31. Flujo de inversión extranjera directa en Venezuela como porcentaje del Producto Interno Bruto. Período 2000-2013. Frecuencia anual.

Fuente: Banco Central de Venezuela (2014). Cálculos propios.

Entre el año 2008 y 2009 la crisis financiera de Estados Unidos y su extensión hacia otras economías desarrolladas y emergentes, provocó la caída en los precios del crudo en el mercado, en el volumen de exportaciones

petroleras, y en el ingreso de divisas vía exportaciones de petróleo. Esta situación generó expectativas de restricciones a la oferta de divisas, lo que elevó además las expectativas de insostenibilidad de la política fiscal venezolana, mostrándose ésta como una posible causa de inestabilidad económica interna. Al cierre del segundo trimestre del año 2009 el flujo de inversión extranjera fue negativa cercano a los 2000 millones de US\$, y al final del año se contabilizó un flujo negativo equivalente al 1,22% del PIB venezolano (gráfico 31).

Con la recuperación de la economía mundial en el año 2010, especialmente de las economías asiáticas, se recuperó la demanda del crudo impulsando los precios al alza en el mercado internacional, lo que frente a la creación del Sistema de Transacciones con Títulos en Moneda Extranjera (SITME)⁷⁹, generó expectativas positivas por una aparente flexibilización cambiaria y elevó el flujo de inversión extranjera cuyos flujos estuvieron por encima de los 2000 millones de US\$.

Sin embargo, para el tercer trimestre del año 2010, los resultados de las elecciones parlamentarias celebradas en septiembre del 2010 (cuadro N°6), influyeron sobre las expectativas de los inversionistas, quienes entendieron que la composición de la Asamblea Nacional no garantizaba seguridad jurídica, motivo por el cual nuevamente los flujos de inversión extranjera cayeron en un monto cercano a los 1000 millones de US\$.

Para el 2011, Venezuela contó con una significativa inversión extranjera directa proveniente, principalmente, de la inversión China para la explotación de las reservas de la faja petrolífera del Orinoco. A partir de ese

⁷⁹ Informe Económico del BCV 2010, p.15. También se encuentra referido en el cuadro N° 3 del trabajo.

año los flujos de inversión llegaron a posicionarse por encima de los 500 millones de US\$ en promedio, al menos hasta el tercer trimestre del año 2013.

Cuadro N° 6. Procesos electorales en Venezuela período 2000-2013

Fecha del Proceso	Instancia Electoral
Julio del 2000	Presidencial
Julio del 2000	Parlamentarias
Julio del 2000	Regionales
<i>Abril de 2002</i>	<i>Paro petrolero y el denominado golpe de Estado</i>
Agosto de 2004	Referéndum Revocatorio Presidencial
Octubre de 2004	Regionales
Octubre de 2004	Municipales
Diciembre de 2005	Parlamentarias
Diciembre de 2006	Presidenciales
Diciembre de 2007	Referéndum de Reforma Constitucional
Noviembre de 2008	Regionales
Noviembre de 2008	Municipales
Febrero de 2009	Referéndum de Enmienda Constitucional
Septiembre de 2010	Parlamentarias
Octubre de 2012	Presidenciales
Diciembre de 2012	Regionales
<i>5 de marzo de 2013</i>	<i>Muerte del Presidente Constitucional Hugo R. Chávez Frías</i>
Abril de 2013	Presidenciales

Fuente: Datos del Consejo Nacional Electoral. Diseño propio.

IV- Mecanismos de transmisión de la crisis financiera norteamericana sobre el producto interno bruto real venezolano.

Los mecanismos de transmisión de la crisis financiera norteamericana al Producto Interno Bruto real venezolano ocurrió principalmente a través del canal comercial, por la dependencia de los ingresos fiscales nacionales a las exportaciones de hidrocarburos y, a los precios de este *comodity* en el mercado internacional. Esta influencia fue explicada en la tercera sección, donde se presentaron y describieron los comportamientos de las principales variables de la balanza de mercancías de Venezuela.

En este apartado se muestran el PIB real de Estados Unidos y el PIB real de Venezuela, expresados en una misma unidad monetaria y considerando el mismo año base para retirar el efecto inflacionario de las cifras. De esta manera se puede realizar una comparación entre ambos indicadores económicos.⁸⁰

La desaceleración en el ritmo de crecimiento de la economía estadounidense desde el segundo semestre de 2007, cuya tendencia a la baja se agudiza para el año 2008 y durante el primer semestre de 2009 (gráfico 32), contrasta con el descenso en el PIB real venezolano (gráfico 33) a partir del segundo semestre de 2008,- un año después del inicio del ciclo recesivo de la nación norteamericana-⁸¹ exhibiendo una tendencia decreciente que se prolonga hasta el primer semestre de 2010.

⁸⁰ Para una comparación más precisa entre el PIB real venezolano y el PIB real de Estados Unidos, se puede emplear una correlación cruzada o una regresión simple. (ver anexo 10)

⁸¹ En Venezuela se manifiesta la fase recesiva del ciclo un año después que en la nación norteamericana, debido a que este lapso representa el período en el que los agentes económicos adaptan sus patrones de consumo y ajustan su capacidad de producción a la nueva situación que experimenta la economía venezolana como respuesta a la transmisión de la crisis de las hipotecas *subprimes* a través del canal comercial y financiero.

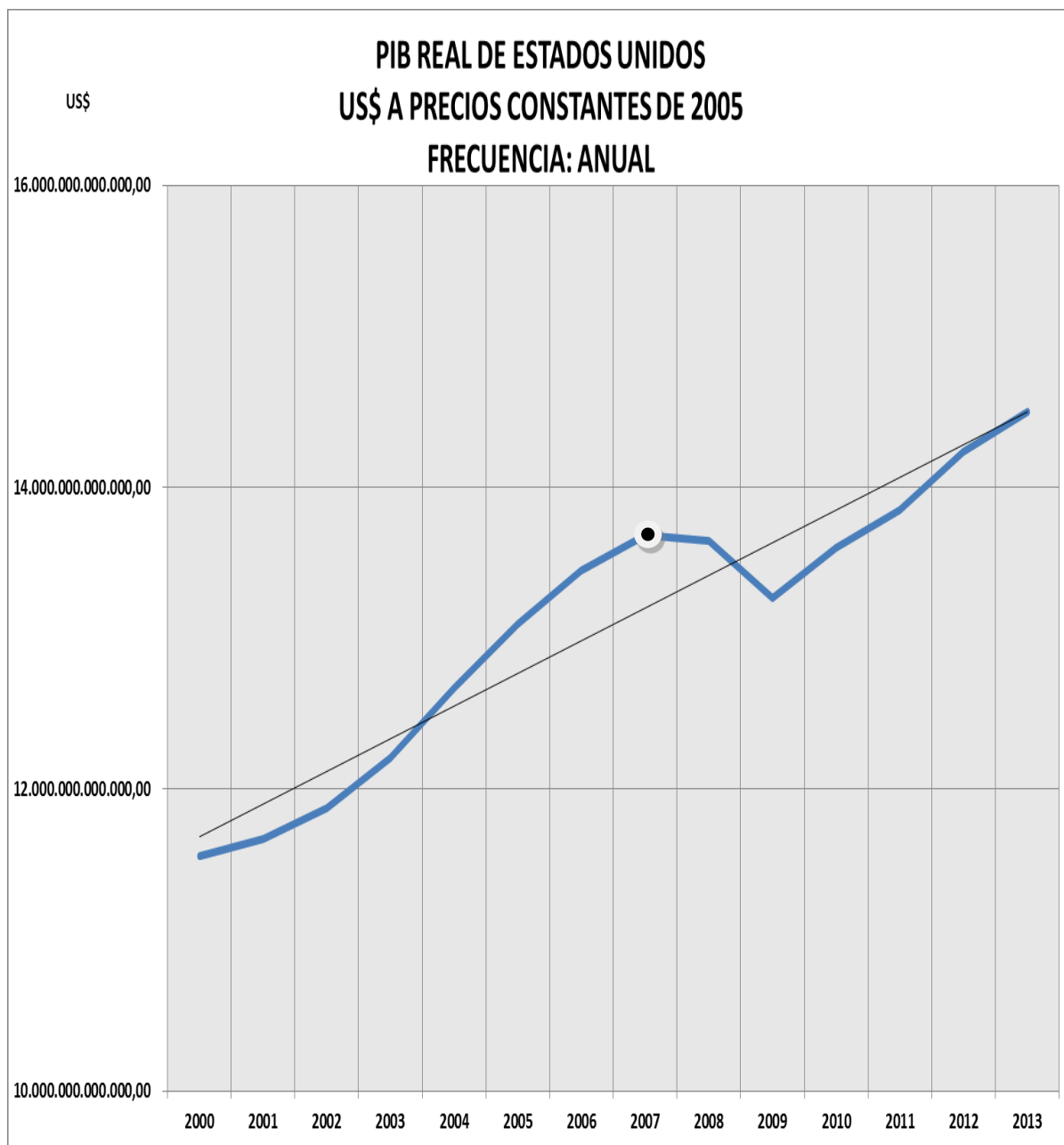


Gráfico 32. Producto Interno Bruto Real de Estados Unidos, *expresado en dólares a precios constantes de 2005*. Período 2000-2012. Frecuencia anual.

Fuente: Banco Mundial. (2014)

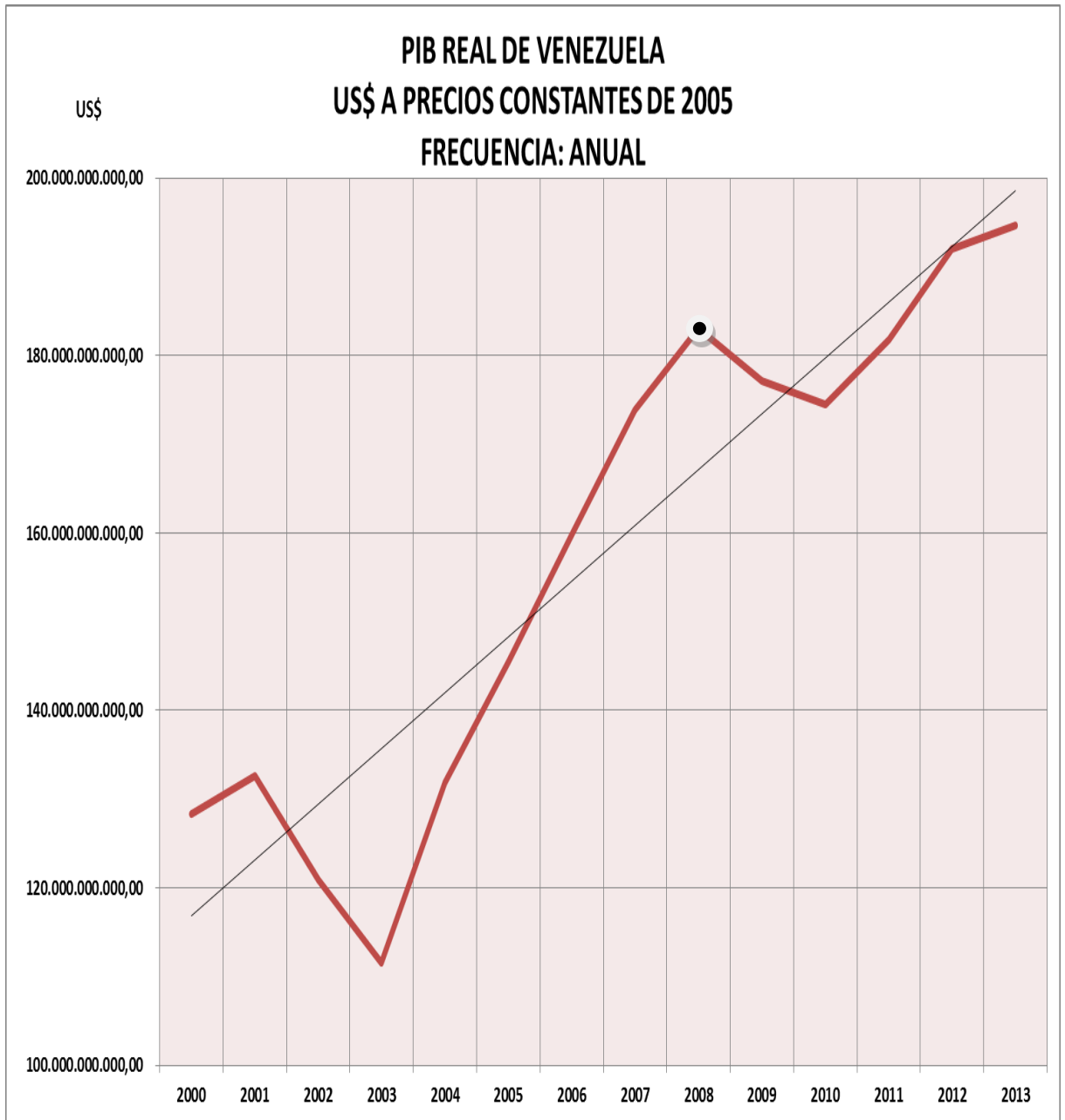


Gráfico 33. Producto Interno Bruto Real de Venezuela, *expresado en dólares a precios constantes de 2005*. Período 2000-2012. Frecuencia anual.
Fuente: Banco Mundial. (2014)

Lo expuesto evidencia la relación existente entre los agregados de crecimientos de ambas naciones, lo que corrobora el elevado grado de

afectación de la economía venezolana por los *shocks* generados en Estados Unidos, por ser uno de sus principales socios comerciales, por lo que el principal canal de transmisión de la crisis financiera estadounidense se manifiesta a través del comercio.

Llama la atención la mayor duración del ciclo recesivo en Venezuela, el cual se prolonga un año más que en Estados Unidos, epicentro de la crisis financiera. Esto puede justificarse por la política fiscal restrictiva aplicada en la economía venezolana en el ejercicio fiscal 2009, que consistió en un incremento de impuestos –aumento de la alícuota del IVA del 9 al 12%- y en una contracción en términos nominales del gasto público de Bs. 167.470.000.000 a Bs. 156.250.000.000⁸².

Esta política fiscal contractiva estuvo acompañada de un aumento significativo del endeudamiento interno, tal y como se ha expuesto en la segunda sección de los resultados.

El comportamiento fiscal poco prudente en épocas de bonanza petrolera, donde el gasto público aumenta en una mayor proporción al crecimiento de los ingresos y ,una vez que las erogaciones gubernamentales alcanzan cierta magnitud no se reducen por la rigidez que caracteriza al gasto; la práctica de no ahorrar en épocas de alza en los precios petroleros a través de instrumentos como el Fondo de Estabilización Macroeconómica, organismo creado con carácter de Ley, adscrito al Ministerio de Finanzas, cuya función es amortiguar los *Shocks* acaecidos en los mercados de materias primas y garantizar la continuidad de los proyectos públicos en períodos de

⁸² Estas cifras se derivan del cambio de las premisas macroeconómicas de la Ley de Presupuesto para el ejercicio fiscal 2009 como respuesta a las caídas en los precios del mercado internacional de hidrocarburos, se modificó el valor del crudo a 40 \$/b.

reducción de ingresos fiscales; el empleo de fondos extra presupuestarios manejados de manera discrecional y poco transparente por el Ejecutivo para financiar gasto público, entre otros factores, han conllevado a la aplicación de una política fiscal contractiva que, en tiempos de crisis acentúa los efectos nocivos de los *shocks*, medida correctiva opuesta a las prescripciones Keynesianas para retomar la senda de crecimiento de las economías en épocas de recesión.

Además de la reducción en la inversión extranjera directa ya mencionada, existen otros mecanismos de contagio vía canal financiero de la crisis estadounidense a la economía venezolana. Esto ocurre debido al encarecimiento del costo del crédito externo, motivado principalmente al elevado riesgo país considerado por las agencias internacionales calificadoras de riesgo y a razones políticas internas. Esta situación contribuye a restringir las posibilidades de obtener financiamiento de origen externo, lo cual ha desencadenado un crecimiento exponencial del endeudamiento interno a partir del año 2008, tal como se explicó en la segunda sección de los resultados.

Los datos analizados corroboran que en el caso venezolano se transmiten los *shocks* generados por la crisis estadounidense a través del canal comercial, específicamente vía exportaciones petroleras y de otras materias primas. Se debe resaltar que la mayor afectación proviene de la reducción de los precios del crudo y en menor proporción por la caída del volumen del comercio internacional, explicada por la contracción de la demanda de productos primarios a nivel mundial.

CAPÍTULO V

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Conclusiones

El estallido de la crisis de las hipotecas *subprimes* a finales del año 2007 y los efectos colaterales que generó sobre el sistema financiero mundial, por los procesos de globalización e integración en los mercados bursátiles, son el resultado de un largo período de desregulación en el sistema bancario estadounidense, agudizado en las décadas de los 80's y 90's, que desencadenó una situación de riesgo moral, donde las entidades de ahorro y crédito inmobiliario asumieron conductas de alto riesgo, fomentando la proliferación de innovaciones financieras y productos derivados respaldados por el valor de bienes raíces en las bolsas de valores a nivel internacional.

Ante un contexto inflacionario de la economía estadounidense, la Reserva Federal aplicó a mediados del 2006 una política monetaria contractiva que encareció el financiamiento, por lo que gran cantidad de agentes económicos cayeron en estado de morosidad e insolvencia. En este escenario de aumento de las tasas de interés los individuos colocaron a la venta sus viviendas, ocasionando un exceso de oferta sobre la demanda en el mercado.

La quiebra de importantes instituciones bancarias en Estados Unidos generó rigideces en el otorgamiento de créditos, evidenciándose un proceso de desapalancamiento y preferencia por la liquidez en el sector financiero, proceso que se agudizó en un entorno de incertidumbre y caída del valor de los inmuebles, donde al vender los activos a bajos precios para reducir el

endeudamiento las entidades financieras tuvieron que asumir elevadas pérdidas.

La desaceleración y caída de los precios en el sector inmobiliario incidió de manera negativa sobre el nivel de vida de las familias estadounidenses, reduciendo el patrimonio⁸³ y el gasto de los hogares. En el sector empresarial, los efectos nocivos de la crisis se tradujeron en reducción de las inversiones como consecuencia de las restricciones para la obtención de financiamiento.

Entre 2007 y 2009, se evidenció una caída del Producto Interno Bruto Real estadounidense de 3,08%⁸⁴, lo cual representa la entrada en un ciclo recesivo de un país que actúa como uno de los principales componentes del sistema de las economías desarrolladas y emergentes, constituyendo uno de los mercados más dinámicos, en cuanto a importaciones y exportaciones a nivel mundial se refiere.

Así, una crisis que se originó en el ámbito microeconómico, como consecuencia de legislaciones laxas, aunada a la escasa supervisión y regulación en el sector bancario, se extendió rápidamente del sector financiero al sector real, afectando el consumo, la inversión privada, los niveles de empleo y el comercio internacional, incidiendo de manera negativa en el ritmo de crecimiento de la economía estadounidense, propagándose de esta manera los efectos de la crisis al ámbito macroeconómico.

⁸³ Patrimonio= Activo-Pasivo. La desaceleración en los precios de los inmuebles, generó que se redujera el valor de mercado de las viviendas de las familias norteamericanas, lo cual contribuyó a la reducción de sus activos, por otra parte, el excesivo apalancamiento e innovaciones financieras respaldadas por bienes raíces, incrementó las obligaciones de los agentes económicos. Según lo expuesto, si se reduce el valor de los activos y aumenta el valor de los pasivos, el efecto generado es la reducción en el patrimonio de los hogares de Estados Unidos.

⁸⁴ Cifras del Banco Mundial. Cálculos propios.

La recesión evidenciada en los Estados Unidos como consecuencia de la crisis de las hipotecas *subprimes*, fomentó el desplome de los precios del crudo a nivel mundial a partir del segundo trimestre de 2008, debido a la influencia de este país como uno de los mayores demandantes de petróleo en los mercados internacionales⁸⁵, constituyendo esto el principal mecanismo de contagio de la crisis a la economía venezolana.

Las fluctuaciones del precio internacional del crudo incidieron en las finanzas públicas venezolanas, poniendo en riesgo la sostenibilidad fiscal y la liquidez de la nación; en este contexto se afectó el ritmo de actividad económica interna debido al elevado “protagonismo” o peso del sector público en la economía.

Los ingresos fiscales de la economía de Venezuela, que muestra la condición de capitalista-rentista, dependen en más de un 50% de la renta generada por la exportación petrolera, lo cual la hace vulnerable a los *shocks* en el mercado petrolero mundial.

Los efectos de la crisis financiera se evidenciaron en Venezuela durante los ejercicios fiscales 2008 y 2009, a través de la reducción a la mitad (55%)⁸⁶ de las exportaciones de crudo hacia los Estados Unidos en esos años.

Para compensar la reducción en los ingresos fiscales venezolanos de origen petrolero, el gobierno aplicó durante el 2009 una política fiscal restrictiva, a través del incremento en recaudación de impuestos indirectos y la reducción del gasto público. Adicionalmente, en el mismo año emitió un elevado volumen de deuda interna que fue adquirida por la banca nacional y

⁸⁵ La demanda de petróleo de Estados Unidos se redujo de 2008 a 2009 en 0,7 millones de barriles diarios, según el Informe Económico del BCV de 2010. P.45

⁸⁶ Para 2008 las exportaciones de Venezuela hacia los Estados Unidos representaron 48.210.811.000 \$, mientras que para el 2009 fueron de 21.771.870.000 \$.

financiada por reservas en efectivo del ente emisor, generando un crecimiento exponencial de la liquidez ampliada en la economía, que se tradujo en fuertes presiones inflacionarias.

El comportamiento del gasto público durante el período en estudio 2000-2012, se encuentra explicado por la afluencia de recursos provenientes de la actividad rentística y por los ciclos políticos, que ante una caída del ingreso petrolero ha empleado para preservar la cuota de poder, un financiamiento de un gasto público clientelar vía endeudamiento interno. Así, el gasto público se eleva como respuesta a incrementos en los ingresos en épocas de bonanza petrolera, así como por la cercanía de procesos electorales y, por su elevada rigidez, no tiende a reducirse.

Otro mecanismo de contagio de los efectos de la crisis de las hipotecas *subprimes* a la economía venezolana, de menor grado, fue por canal financiero, a través de la caída de la inversión extranjera directa debido a la disminución de los precios del crudo y las expectativas cambiarias de los agentes económicos en torno a la restricción de oferta de divisas.

La ausencia de disciplina fiscal en épocas de bonanza petrolera, el crecimiento desproporcionado del endeudamiento público ; la inoperancia del fondo de estabilización macroeconómica como mecanismo amortiguador de *shocks* externos; la legalización del desvío de reservas monetarias internacionales para financiar gasto público deficitario a través de las reformas parciales a la ley del Banco Central y la canalización de excedentes petroleros hacia fondos cuasi fiscales, manejados de manera discrecional y poco transparente, hacen que las finanzas públicas venezolanas sean insostenibles ante escenarios de inestabilidad en los precios del mercado internacional de hidrocarburos.

En base a los resultados derivados de la investigación se puede afirmar que la crisis financiera con epicentro en los Estados Unidos, incidió negativamente sobre el ritmo de crecimiento de la economía venezolana, principalmente a través del canal comercial, lo cual contribuyó significativamente a la reducción del Producto Interno Bruto de 6,05%⁸⁷ entre el tercer trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2010. La fase recesiva del ciclo venezolano se prolongó un ejercicio fiscal adicional al de la economía norteamericana, debido a la aplicación de una política fiscal contractiva que en lugar de atenuar, amplificó los efectos de la crisis y dificultó la recuperación de la senda de crecimiento.

Recomendaciones

Haciendo uso del análisis económico normativo se suministran una serie de recomendaciones que deberían considerar los hacedores de políticas y agentes encargados de la dirección del país para minimizar los efectos de los *shocks* petroleros en la economía venezolana:

- ✓ Diversificación del aparato productivo nacional de manera que los ingresos públicos sean menos dependientes de la renta internacional petrolera. Para ello se requiere un marco legal e institucional transparente, equilibrio de los poderes públicos, seguridad en torno a los derechos de propiedad, un clima de estabilidad política que genere expectativas positivas a fin de atraer inversión extranjera directa, y fomento del emprendimiento e impulso a la empresa privada.

⁸⁷ Datos del BCV. Cálculos propios.

✓ Establecimiento de reglas fiscales anti cíclicas que limiten el gasto público en épocas de bonanza petrolera e impidan la profundización de los déficits y el crecimiento desproporcionado del endeudamiento, de manera que se destinen los ingresos excedentarios a un fondo de ahorro que permita la continuidad de los proyectos y políticas gubernamentales, sin comprometer la sostenibilidad fiscal, ni generar efectos adversos en la población. Un mecanismo para ello es la reactivación del Fondo de Estabilización Macroeconómica, organismo contemplado en el marco legal, pero que en la práctica presupuestaria venezolana actual se encuentra en desuso.

✓ Implementación de políticas fiscales expansivas, vía aumento de gasto público o reducción de impuestos, a fin de contribuir a reactivar el crecimiento económico en épocas de depresión, de esta manera se fomenta un manejo efectivo de políticas anti-cíclicas en concordancia con las medidas correctivas prescritas por Keynes. No obstante, los hacedores de política deben tener la capacidad de suprimir las políticas monetarias y fiscales expansivas una vez que se alcanza el cometido de recuperar la senda de crecimiento económico.

✓ Ajustes en el sistema cambiario con la finalidad de flexibilizarlo, de esta manera se fomenta el aumento de la inversión extranjera directa ya que los agentes económicos podrán satisfacer su demanda de divisas. Esto conlleva a la aproximación paulatina del tipo de cambio al existente en el libre mercado. Las economías con regímenes cambiarios fijos se encuentran más expuestas a presiones inflacionarias y desequilibrios en sus cuentas corrientes.

✓ Mayor disciplina fiscal, para ello se debe controlar la expansión del endeudamiento público interno y externo, a fin de no comprometer la sostenibilidad fiscal y continuidad de proyectos y políticas públicas de envergadura.

✓ Retorno de la autonomía al Banco Central de Venezuela, la cual ha sido quebrantada por la promulgación de las tres reformas parciales a la ley que regula al ente emisor, que contemplan el uso de utilidades cambiarias para financiar gasto público deficitario, así como el desvío de una porción de las reservas monetarias internacionales a fondos extra presupuestarios destinados sufragar proyectos sociales y otros conceptos de gasto corriente, presionando la liquidez monetaria y acentuando los procesos inflacionarios de la economía venezolana.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Fuentes Bibliográficas

Arias, F. (2006). *El Proyecto de Investigación*. Editorial Epísteme.

Niranjan, A. (2009). Obligaciones de deuda colateralizados: Una espada de dos filos del Sistema financiero de los Estados Unidos. *Revista Economía*, vol. XXXIV, 27, Enero-Junio. (p. 37-56)

Baptista, A. (2010). *Teoría Económica del Capitalismo Rentístico. Economía, Petróleo y Renta. Clásicos del Pensamiento Económico Venezolano-BCV*. Caracas, Venezuela.

Baptista, A. (2006). *Bases cuantitativas de la economía venezolana 1830-2002*. Fundación Empresas Polar. Caracas, Venezuela.

Baptista, A y Mommer, B. (1999). *El Petróleo en el Pensamiento Económico Venezolano: Un Ensayo*. Ediciones IESA. Caracas, Venezuela.

Blackburn, J. (2008). La crisis de las hipotecas subprime. *Revista New Left Review*, 50, Mayo-Junio. (p. 53-95)

Calvo S. y Reinhart C. (1996). *Capital Flows to Latin America. Is there an evidence of contagion effects?*. Policy Research Working Paper 1619.

Carlson M, King T. y Lewis K. (2008). *Distress in the Financial Sector and Economic Activity*. *Federal Reserve Board, Washington D.C.*

Chapoy A. y Girón A. (2008). "Innovación financiera y fracaso de la titularización." *Revista Análisis*, (Septiembre-diciembre, 2008), pp. 17-32.

Ekelund, R. y Hébert, R. (2005). Historia de la teoría económica y de su método. Editorial Mc. Graw Hill. DF-México.

Fretes V. y Villela L. (2008). The Fiscal Impact of de International Financial Crisis on Latin America and Caribbean Economies. Technical Note. Institucional Capacity and finance sector.

Friedman, M. (1992). La economía monetarista. Editorial Gedisa, Barcelona-España.

González, E. (2008). Regulación, Política Monetaria y Crisis Financiera en los Estados Unidos. *Boletín Económico del ICE N^o 2954*.

Hurtado, J. (2007). El Proyecto de Investigación. Metodología de la Investigación Holística. Caracas-Venezuela. Fundación Servicios y proyecciones para América Latina.

Keynes, J. (1965). Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero. México-D.F. Fondo de Cultura Económica.

Kregel, J. (2008). Minsky's Cushions of Safety. Systemic Risk and the Crisis in the U.S: Subprime Mortgage Market. Public Policy Brief, Nueva York: The Levy Economics Institute of Bard College, N^o 93.

Krugman, P. (2012). Acabemos YA con la crisis. Caracas- Venezuela. Editorial Arte S.A.

Levy, S. (2009). Un siglo de pánico: las crisis financieras del siglo XX. Economía para ciudadanos, Grijalbo. Caracas-Venezuela.

León, A. (2011). El Sistema financiero global: la gran mutación. *Revista BCV*, Caracas-BCV, vol. XXV, 1, (p. 159-182)

Ley de Administración Financiera del Sector Público. (2012). *Gaceta Oficial de la República de Venezuela*, 39741 (Extraordinario). 06-03-2012

Mankiw, G. (2006). *El macroeconomista como científico y como ingeniero*. Harvard University-USA.

Manzano, Méndez, Pineda y Ríos. (2008). *Macroeconomía y Petróleo*. México-D.F. Editorial Mc Graw Hill.

Martínez, M. (2004). *Ciencia y Arte en la Metodología Cualitativa*. México-D.F. Editorial Trillas.

Mendoza, C. (2008). Venezuela ante la situación actual y perspectiva del mercado petrolero mundial. *Revista BCV*, vol. XXII, N^o 2, Caracas, Julio-Diciembre. (p. 181-186)

Minsky, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New York, Yale University Press, New Haven y Londres.

Mochón, F. (2005). *Economía, teoría y política*. México-D.F. Editorial Mc Graw Hill.

Mora, J. (2008). Relative importance of foreign and domestic shocks in the Venezuelan economy. *Revista Economía*, vol. XXXIII, 25, Enero-Julio. (p. 61-86)

Naudé, W. (2009). *The Financial Crisis of 2008 and Developing Countries*. *United Nation University, Discussion Paper N^o 2009/01*.

Nieto, U. (2010). *Efecto mariposa y crisis financiera. Fallos regulatorios*. Madrid-España-

Hernández, R; Fernández, C. y Baptista, P. (2003). *Metodología de la Investigación*. México-D.F. Editorial Mc Graw Hill.

Parella S. y Martins F. (2006). *Metodología de la Investigación Cuantitativa*. Caracas – Venezuela. Fondo Editorial de la Universidad Pedagógica Experimental Libertador.

Palma, P. (2009). La Crisis global y su impacto en la economía venezolana. *Revista Nueva Economía*, Caracas: ANCE. Vol. XVII, 29, (p. 9-33)

Saavedra, M. (2008). La crisis financiera estadounidense y su impacto en la economía mexicana. Manual de la Asociación Americana de Psicología.

Sabino, C. (1991). *Diccionario de economía y finanzas*. Caracas-Venezuela. Editorial panapo.

Salmeron, V. (2009). La gran depresión del 2009. Editorial Libros Marcados. Caracas-Venezuela.

Sims, C. (1980). Macroeconomics and Reality. *Econometrica* 48 (January), p 1-49.

Smith, A. (1986). *Investigación sobre la Riqueza y causa de la riqueza de las naciones*. Universidad Autónoma de Centro América, San José-Costa Rica.

Spilimbergo A, Symasky S, Blanchard O. y Cottarelli C. (2008). Fiscal Policy for the Crisis. *International Monetary Fund*.

Soros, G. (2009). *El Nuevo paradigma de los mercados financieros: para entender la crisis económica actual*. Editorial Taurus. Madrid-España.

Rojas L. (2005). Domestic Financial Regulations in Developing Countries: Can They Effectively Limit the Impact of Capital Account Volatility?. *Center of Global Development, Working Papers Number 59*.

Ocampo J. (2008). La Crisis Financiera Mundial y su Impacto sobre Latinoamérica. Ensayo elaborado para el proyecto del PNUD sobre "Estado, democracia y mercado: Informe Regional sobre la Democracia en América Latina"

Toro, J. (2012). América Latina y Venezuela frente a la crisis global. *Instituto Latinoamericano de Investigaciones Sociales (ILDIS)*. 23pp. Caracas-Venezuela.

Universidad Pedagógica Experimental Libertador (2006). *Manual de Trabajos de Grado de Especialización y Maestría y Tesis Doctorales*. Caracas: Fondo Editorial de la Universidad Pedagógica Experimental Libertador.

Venegas, S. (2010). La crisis económica de 2008. Algunas reflexiones teóricas a partir de J.M. Keynes y H.P. Minsky. *Revista Criterio Libre*, 12, Enero-Junio. (p. 93-114)

Vera, L. (2011). ¿Por qué la economía venezolana ha sido tan afectada por la crisis económica global? *Revista venezolana de Economía y Ciencias Sociales*. Vol. 17, N° 1, Enero-Mayo, (p. 95 -121)

Zambrano, L. (2009). *Estructura e incidencia de la política fiscal en Venezuela*. Caracas-Venezuela. 181 pp.

Fuentes Electrónicas

Banco Central de Venezuela. (2013). *Información estadística: agregados económicos*. [Datos en línea]. Disponible en: www.bcv.org.ve/. [Consulta: 2014, Junio 26].

Banco Central de Venezuela. (2013). *Informe Económico*, años 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011 y 2012. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/c1/Publicaciones.asp?Codigo=122&Operacion=2&Sec=True> [Consulta: 2014, Septiembre 7].

Banco Mundial. (2013). *Información estadística: agregados económicos*. [Datos en línea]. Disponible en: <http://www.bancomundial.org/>. [Consulta: 2014, Agosto 14].

BBC Mundo. (2009). *Radiografía de la Crisis Crediticia*. [Documento en línea]. Disponible en: http://www.bbc.co.uk/mundo/economia/2009/09/090902_crisis_financiera_radiografia_mes.shtml [Consulta: 2014, Octubre 14].

Board of Governors of the Federal Reserve System. (2008). [Datos en línea]. Disponible en: <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/2008.htm> [Consulta: 2014, Abril 12].

Consejo Nacional Electoral. (2013). *Resultados de los procesos electorales período 2000-2013*. [Datos en línea]. Disponible en: <http://www.cne.gob.ve/web/index.php> [Consulta: 2014, Septiembre 7].

Fondo Monetario Internacional. (2013, Abril). *Perspectivas de la Economía Mundial*. Washington- Estados Unidos. 89 pp. Disponible en: <http://www.imf.org> [Consulta: 2013, Agosto 13].

Fondo Monetario Internacional. (2013, Mayo). *Perspectivas Económicas: Las Américas*. Tiempo de Reforzar las Defensas Macroeconómicas. Washington- Estados Unidos. 75 pp. Disponible en: <http://www.imf.org> [Consulta: 2013, Agosto 13].

Instituto Nacional de Estadística.(2013). *Información estadística*. [Datos en línea]. Disponible en: www.ine.gov.ve/. [Consulta: 2014, Junio 30].

JP Morgan. *Información estadística (2009)*. [Datos en línea]. Disponible en: <https://www.jpmorgan.com/pages/jpmorgan> [Consulta: 2014, diciembre 2014].

Lucas, Robert. (1973). Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs. *American Economic Review*, Vol.63, N° 3, (June), pp. 326-334. Disponible en: <https://www.aeaweb.org/aer/top20/63.3.326-334.pdf> [Consulta: 2015, Abril 11].

Real Academia Española.(2014). [Consulta en línea]. Disponible en: <http://www.rae.es/> [Consulta: 2014, Abril 10].

Oficina Nacional de Crédito Público.(2014). *Información estadística: Deuda pública interna y externa de Venezuela*. [Datos en línea]. Disponible en: <http://www.oncp.gob.ve/> . [Consulta: 2014, Agosto 2].

Official Government Edition. (2011, Enero). **The financial crisis inquiry report**. Washington- Estados Unidos. 663pp. Disponible en: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf> [Consulta: 2014, Agosto 10].

Organización de Países Exportadores de Petróleo. (2014). *Información estadística: evolución anual de los precios de petróleo*. [Datos en línea]. Disponible en: www.opec.org/. [Consulta: 2014, Agosto 2].

Vera, L. (2010). *¿Por qué la economía Venezolana ha sido afectada por la crisis económica global?* Caracas: UCV-FACES. Escuela de Economía. 30 pp. Disponible en: <http://www.redalyc.org/pdf/177/17731135007.pdf> [Consulta: 2013, Mayo 18].

Zambrano, L. (Julio, 2012). *La gran Recesión y la Crisis Europea: Lecciones y Dilemas de Política Económica*. Caracas-Venezuela. 20 pp. Disponible en: www.ildis.org.ve . [Consulta: 2013, Mayo 3].

ANEXOS

Anexo N° 1:

Tasa de crecimiento de los principales componentes de la demanda agregada y tasa de desempleo de la economía Estadounidense (2000-2013)									
Años	Consumo final de los hogares	Inversión total	PIB EEUU	Desempleo total	Importaciones de bienes y servicios	Exportaciones de bienes y servicios	Gasto del Gobierno Central		
2000	5,10%	5,93%	4,09%	4,10%	13,02%	8,56%	1,55%		
2001	2,60%	-4,17%	0,98%	4,80%	-2,83%	-5,84%	3,53%		
2002	2,60%	0,66%	1,75%	5,90%	3,67%	-1,73%	3,84%		
2003	3,10%	3,90%	2,81%	6,10%	4,46%	1,77%	1,73%		
2004	3,80%	7,31%	3,79%	5,60%	11,41%	9,75%	1,52%		
2005	3,50%	5,16%	3,35%	5,20%	6,33%	6,25%	0,79%		
2006	3,00%	2,31%	2,67%	4,70%	6,32%	9,03%	1,10%		
2007	2,20%	-2,20%	1,77%	4,70%	2,52%	9,27%	1,40%		
2008	-0,30%	-6,80%	-0,26%	5,90%	-2,56%	5,73%	2,52%		
2009	-1,60%	-21,82%	-2,80%	9,40%	-13,72%	-8,79%	3,75%		
2010	1,90%	16,35%	2,53%	9,70%	12,71%	11,90%	0,11%		
2011	2,30%	2,91%	1,60%	9,00%	5,47%	6,85%	-2,65%		
2012	1,80%	6,15%	2,32%	8,20%	2,33%	3,26%	-0,60%		
2013	2,40%	3,02%	2,22%	7,40%	1,14%	3,04%	-1,32%		
Fuente: Banco Mundial (2015)									

Anexo N° 2:

PRODUCTO INTERNO BRUTO DE LOS ESTADOS UNIDOS (EXPRESADO EN MILLONES DE \$) Período: 2000-2013	
Período	PIB E.U.
IV Trim 2013	4.272.552,39
III Trim 2013	4.229.452,64
II Trim 2013	4.166.397,24
I Trim 2013	4.133.063,15
IV Trim 2012	4.130.928,63
III Trim 2012	4.106.880,09
II Trim 2012	4.020.762,77
I Trim 2012	4.052.621,65
IV Trim 2011	3.934.533,07
III Trim 2011	3.876.795,52
II Trim 2011	3.913.017,24
I Trim 2011	3.870.894,77
IV Trim 2010	3.770.638,91
III Trim 2010	3.823.166,40
II Trim 2010	3.687.211,87
I Trim 2010	3.628.515,17
IV Trim 2009	3.620.330,74
III Trim 2009	3.624.175,85
II Trim 2009	3.628.573,49
I Trim 2009	3.562.830,79
IV Trim 2008	3.617.912,87
III Trim 2008	3.650.087,43
II Trim 2008	3.710.044,48
I Trim 2008	3.739.420,39
IV Trim 2007	3.693.626,13
III Trim 2007	3.674.531,36
II Trim 2007	3.624.226,33
I Trim 2007	3.584.273,88
IV Trim 2006	3.566.224,73
III Trim 2006	3.479.262,02
II Trim 2006	3.494.606,90
I Trim 2006	3.424.464,95
IV Trim 2005	3.343.009,52
III Trim 2005	3.295.941,60
II Trim 2005	3.199.621,49
I Trim 2005	3.195.253,80
IV Trim 2004	3.201.783,15
III Trim 2004	3.089.482,46
II Trim 2004	3.065.344,19
I Trim 2004	2.982.177,82
IV Trim 2003	2.998.939,80
III Trim 2003	2.920.883,85
II Trim 2003	2.873.348,28
I Trim 2003	2.834.125,64
IV Trim 2002	2.809.114,03
III Trim 2002	2.755.086,88
II Trim 2002	2.803.944,25
I Trim 2002	2.677.902,83
IV Trim 2001	2.673.086,86
III Trim 2001	2.689.669,07
II Trim 2001	2.627.062,37
I Trim 2001	2.596.051,69
IV Trim 2000	2.678.844,06
III Trim 2000	2.576.543,45
II Trim 2000	1.734.887,63
I Trim 2000	2.451.205,59

Fuente: Economic Reports of the President of the United States

Anexo N° 3:

PRECIO DE REFERENCIA DEL PETRÓLEO OPEP (EXPRESADO EN \$) Período: 2003-2013	
Período	Precio del barril de crudo
IV Trim 2013	106,44
III Trim 2013	106,90
II Trim 2013	100,92
I Trim 2013	109,48
IV Trim 2012	107,26
III Trim 2012	106,58
II Trim 2012	106,74
I Trim 2012	117,40
IV Trim 2011	107,90
III Trim 2011	108,52
II Trim 2011	112,36
I Trim 2011	100,99
IV Trim 2010	83,75
III Trim 2010	73,76
II Trim 2010	76,59
I Trim 2010	75,40
IV Trim 2009	74,32
III Trim 2009	67,70
II Trim 2009	58,51
I Trim 2009	42,91
IV Trim 2008	52,51
III Trim 2008	113,49
II Trim 2008	117,63
I Trim 2008	92,67
IV Trim 2007	85,07
III Trim 2007	71,59
II Trim 2007	64,97
I Trim 2007	54,65
IV Trim 2006	56,11
III Trim 2006	65,68
II Trim 2006	64,72
I Trim 2006	57,66
IV Trim 2005	52,71
III Trim 2005	56,35
II Trim 2005	49,28
I Trim 2005	44,07
IV Trim 2004	39,84
III Trim 2004	38,98
II Trim 2004	34,37
I Trim 2004	30,71
IV Trim 2003	28,80
III Trim 2003	27,45
II Trim 2003	25,88
I Trim 2003	30,47
Fuente: OPEC	

Anexo N° 4:

GOBIERNO CENTRAL GESTIÓN FISCAL 2000-2012 (MILLONES DE BOLÍVARES DE 2007)							
Frecuencia Trimestral							
TRIMESTRE	Ingresos ordinarios	Ingresos extraordinarios	Egresos ordinarios	Egresos extraordinarios	INGRESOS REALES TOTALES	GASTOS REALES TOTALES	SALDO
I TRIMESTRE 2000	4.354.465,74	1.808.560,50	5.408.884,91	843.071,80	6.163.026,24	6.251.956,71	-88.930,47
II TRIMESTRE 2000	4.670.447,58	1.286.075,09	5.285.216,40	1.174.574,47	5.956.522,67	6.459.790,88	-503.268,21
III TRIMESTRE 2000	5.771.075,83	3.443.598,84	6.741.202,27	1.224.818,74	9.214.674,66	7.966.021,00	1.248.653,66
IV TRIMESTRE 2000	4.721.257,04	1.619.501,14	6.100.770,02	1.417.495,46	6.340.758,18	7.518.265,49	-1.177.507,31
I TRIMESTRE 2001	5.319.496,75	1.310.240,16	5.641.348,76	1.315.847,05	6.629.736,90	6.957.195,81	-327.458,91
II TRIMESTRE 2001	5.514.434,68	4.212.838,56	7.826.638,81	1.456.380,95	9.727.273,24	9.283.019,77	444.253,47
III TRIMESTRE 2001	4.128.595,74	2.376.710,30	5.322.122,92	1.434.151,51	6.505.306,03	6.756.274,43	-250.968,39
IV TRIMESTRE 2001	3.243.389,97	3.533.951,63	5.548.838,30	1.477.923,52	6.777.341,60	7.026.761,82	-249.420,22
I TRIMESTRE 2002	5.670.661,25	2.282.706,60	4.493.513,92	1.499.676,60	7.953.367,85	5.993.190,53	1.960.177,33
II TRIMESTRE 2002	7.374.515,71	2.445.295,26	6.054.507,88	2.308.995,39	9.819.810,97	8.363.503,28	1.456.307,69
III TRIMESTRE 2002	7.462.942,96	3.060.548,50	6.180.049,84	2.461.209,70	10.523.491,47	8.641.259,54	1.882.231,93
IV TRIMESTRE 2002	4.857.339,09	2.419.063,54	5.954.696,93	1.995.392,09	7.276.402,63	7.950.089,02	-673.686,39
I TRIMESTRE 2003	4.184.550,77	3.000.045,47	9.208.052,11	1.944.185,64	7.184.596,24	11.152.237,76	-3.967.641,52
II TRIMESTRE 2003	5.493.156,21	5.232.583,60	9.531.102,27	3.780.314,20	10.725.739,81	13.311.416,46	-2.585.676,66
III TRIMESTRE 2003	5.760.781,44	3.322.100,89	8.790.085,96	1.622.721,09	9.082.882,33	10.412.807,05	-1.329.924,72
IV TRIMESTRE 2003	5.549.330,96	3.725.847,29	6.214.669,00	1.812.512,79	9.275.178,25	8.027.181,79	1.247.996,46
I TRIMESTRE 2004	6.675.705,95	3.704.910,66	7.427.755,73	1.435.970,87	10.380.616,61	8.863.726,61	1.516.890,00
II TRIMESTRE 2004	6.594.774,39	3.386.199,12	7.786.133,31	1.429.162,62	9.980.973,51	9.215.295,94	765.677,58
III TRIMESTRE 2004	7.779.721,36	2.733.516,97	8.619.351,17	1.529.955,75	10.513.238,33	10.149.306,92	363.931,41
IV TRIMESTRE 2004	7.453.892,98	5.120.101,32	7.968.626,43	1.467.346,89	12.573.994,29	9.435.973,33	3.138.020,97
I TRIMESTRE 2005	10.591.332,58	2.648.910,82	8.512.510,59	1.505.753,31	13.240.243,40	10.018.263,90	3.221.979,50
II TRIMESTRE 2005	9.723.396,22	3.021.492,97	8.829.273,70	1.303.059,16	12.744.889,19	10.132.332,86	2.612.556,33
III TRIMESTRE 2005	10.925.696,83	1.745.247,10	11.894.797,52	1.175.896,55	12.670.943,93	13.070.694,07	-399.750,14
IV TRIMESTRE 2005	10.255.135,99	2.873.114,82	10.195.410,18	1.633.408,43	13.128.250,81	11.828.818,61	1.299.432,19
I TRIMESTRE 2006	11.570.241,87	1.055.375,44	14.557.116,64	1.732.215,80	12.625.617,31	16.289.332,44	-3.663.715,14
II TRIMESTRE 2006	14.087.531,79	3.974.816,18	10.863.269,53	959.191,77	18.062.347,97	11.822.461,30	6.239.886,66
III TRIMESTRE 2006	12.328.148,66	2.694.746,21	16.063.671,27	802.488,60	15.022.894,88	16.866.159,86	-1.843.264,99
IV TRIMESTRE 2006	11.496.276,78	1.643.946,89	10.841.741,18	2.234.146,86	13.140.223,67	13.075.888,03	64.335,64
I TRIMESTRE 2007	13.879.367,85	1.000.488,20	12.742.085,86	1.048.151,51	14.879.856,05	13.790.237,37	1.089.618,68
II TRIMESTRE 2007	11.128.718,65	391.019,74	10.695.669,29	483.431,80	11.519.738,39	11.179.101,09	340.637,31
III TRIMESTRE 2007	10.528.326,57	2.694.979,11	14.056.672,47	767,98	13.223.305,67	14.057.440,45	-834.134,78
IV TRIMESTRE 2007	14.846.438,09	2.097.921,06	11.785.820,53	801.325,32	16.944.359,16	12.587.145,84	4.357.213,31
I TRIMESTRE 2008	10.333.760,24	3.566.450,22	13.315.997,16	762.982,99	13.900.210,46	14.078.980,15	-178.769,69
II TRIMESTRE 2008	12.570.945,28	887.619,59	13.127.285,97	385.413,36	13.458.564,87	13.512.699,32	-54.134,45
III TRIMESTRE 2008	9.133.414,27	1.105.475,11	12.724.921,18	160.000,00	10.238.889,38	12.884.921,18	-2.646.031,80
IV TRIMESTRE 2008	11.049.808,65	672.788,71	10.281.201,97	446.789,49	11.722.597,36	10.727.991,46	994.605,90
I TRIMESTRE 2009	7.590.058,38	3.509.565,80	10.431.897,84	307.402,58	11.099.624,18	10.739.300,41	360.323,77
II TRIMESTRE 2009	8.286.740,13	2.886.604,22	10.535.013,77	898.823,23	11.173.344,35	11.433.837,01	-260.492,65
III TRIMESTRE 2009	7.423.370,30	5.527.228,02	12.559.311,20	775.514,94	12.950.598,32	13.334.826,13	-384.227,81
IV TRIMESTRE 2009	8.219.819,32	1.379.222,92	9.269.175,63	501.497,78	9.599.042,24	9.770.673,40	-171.631,16
I TRIMESTRE 2010	7.369.351,41	4.153.867,46	10.214.893,62	412.555,58	11.523.218,87	10.627.449,20	895.769,67
II TRIMESTRE 2010	7.033.565,36	5.173.101,31	9.594.054,66	941.774,06	12.206.666,67	10.535.828,72	1.670.837,95
III TRIMESTRE 2010	6.957.034,11	2.600.437,99	10.507.146,05	840.279,52	9.557.472,10	11.347.425,57	-1.789.953,47
IV TRIMESTRE 2010	8.258.739,32	2.798.785,68	11.284.845,05	700.942,85	11.057.525,00	11.985.787,90	-928.262,90
I TRIMESTRE 2011	8.387.253,40	3.042.129,14	9.212.256,66	678.443,05	11.429.382,54	9.890.699,70	1.538.682,84
II TRIMESTRE 2011	8.783.311,12	9.502.321,74	11.080.353,59	984.648,51	18.285.632,86	12.065.002,10	6.220.630,76
III TRIMESTRE 2011	8.847.025,53	8.312.118,89	17.948.396,75	118.632,97	17.159.144,43	18.867.029,72	-1.707.885,30
IV TRIMESTRE 2011	5.873.969,86	3.066.594,07	11.797.965,78	810.911,30	8.940.563,93	12.608.877,08	-3.668.313,16
I TRIMESTRE 2012	8.522.662,51	6.153.328,56	12.338.876,77	583.382,53	14.675.991,07	12.922.259,30	1.753.731,77
II TRIMESTRE 2012	2.918.232,17	1.636.477,38	3.488.410,21	241.252,07	4.554.709,55	3.729.662,28	825.047,26

Fuente: Banco Central de Venezuela. Cálculos propios.

Anexo N° 5:

IMPORTACIONES Y EXPORTACIONES ENTRE VENEZUELA Y LOS ESTADOS UNIDOS		
Periodo: 2001-2012		
Expresado en Dólares Estadounidenses		
Trimestre	Exportaciones Venezolanas con destino hacia los Estados Unidos	Importaciones Venezolanas provenientes de los Estados Unidos
I Trim 2001	3.778.007.981,99	1.566.396.046,07
II Trim 2001	3.535.608.557,11	1.621.001.924,54
III Trim 2001	3.031.226.699,64	1.542.505.974,24
IV Trim 2001	2.504.157.211,26	1.528.083.857,15
I Trim 2002	2.189.795.390,78	1.085.724.376,52
II Trim 2002	2.816.438.774,48	1.230.855.046,14
III Trim 2002	3.747.477.847,17	1.006.632.512,60
IV Trim 2002	3.270.487.447,57	976.175.376,74
I Trim 2003	1.747.553.601,90	477.213.983,07
II Trim 2003	3.253.714.614,77	546.890.927,71
III Trim 2003	3.275.600.876,17	782.720.586,48
IV Trim 2003	3.357.803.099,16	960.372.432,74
I Trim 2004	3.810.302.191,26	1.023.753.524,39
II Trim 2004	4.217.148.268,64	1.208.734.045,09
III Trim 2004	4.231.186.325,76	1.285.270.517,58
IV Trim 2004	4.687.616.366,34	1.468.269.848,94
I Trim 2005	6.050.580.087,81	1.553.838.730,28
II Trim 2005	6.667.171.964,72	1.641.842.613,23
III Trim 2005	7.483.026.891,48	1.827.855.710,55
IV Trim 2005	6.774.332.223,98	1.870.781.809,94
I Trim 2006	8.035.871.734,99	1.980.692.230,17
II Trim 2006	8.131.364.750,29	2.237.721.497,46
III Trim 2006	9.069.566.813,50	2.427.613.931,51
IV Trim 2006	7.030.841.373,22	2.704.981.404,86
I Trim 2007	5.879.194.162,03	2.431.548.547,81
II Trim 2007	7.453.991.816,24	2.982.749.042,48
III Trim 2007	7.916.335.770,99	2.914.080.967,39
IV Trim 2007	9.762.989.250,74	2.806.439.119,95
I Trim 2008	10.561.143.213,92	2.455.902.073,44
II Trim 2008	13.547.561.182,89	2.980.698.038,89
III Trim 2008	15.719.884.729,14	3.383.508.495,06
IV Trim 2008	8.382.221.874,06	3.707.445.584,47
I Trim 2009	4.506.204.454,57	2.825.359.861,38
II Trim 2009	4.944.738.366,87	2.532.604.970,65
III Trim 2009	6.357.909.739,35	2.244.382.223,46
IV Trim 2009	5.963.017.439,21	2.497.426.904,16
I Trim 2010	6.534.615.955,88	1.992.529.471,97
II Trim 2010	6.663.470.436,52	2.518.309.181,14
III Trim 2010	6.902.421.098,10	2.441.015.539,13
IV Trim 2010	6.320.755.509,51	2.799.767.804,16
I Trim 2011	10.507.699.682,79	2.080.956.898,89
II Trim 2011	12.455.340.583,79	2.645.294.221,25
III Trim 2011	11.086.871.319,73	2.808.332.516,12
IV Trim 2011	9.818.314.413,69	2.904.093.214,97
I Trim 2012	9.568.000.000,00	4.087.050.000,00
II Trim 2012	8.285.727.272,73	4.713.940.000,00
III Trim 2012	8.856.272.727,27	5.355.350.000,00
IV Trim 2012	9.056.818.181,82	5.237.870.000,00
I Trim 2013	7.134.606.250,00	3.801.270.000,00
II Trim 2013	7.195.941.837,27	4.008.661.932,00
III Trim 2013	7.409.503.533,64	3.373.415.483,90
IV Trim 2013	7.523.727.272,73	3.358.740.000,00

Fuente: Banco central de Venezuela

Anexo N° 6:

INVERSIÓN DIRECTA EN VENEZUELA	
(MILLONES DE DÓLARES)	
PERÍODO: 2000-2013	
Trimestre	Inversión Directa en Venezuela
I Trim 2000	554
II Trim 2000	2.059
III Trim 2000	535
IV Trim 2000	1.553
I Trim 2001	666
II Trim 2001	1.042
III Trim 2001	769
IV Trim 2001	1.206
I Trim 2002	90
II Trim 2002	78
III Trim 2002	251
IV Trim 2002	363
I Trim 2003	546
II Trim 2003	1.057
III Trim 2003	427
IV Trim 2003	10
I Trim 2004	301
II Trim 2004	540
III Trim 2004	350
IV Trim 2004	292
I Trim 2005	182
II Trim 2005	876
III Trim 2005	867
IV Trim 2005	664
I Trim 2006	-1441
II Trim 2006	624
III Trim 2006	-173
IV Trim 2006	482
I Trim 2007	502
II Trim 2007	-498
III Trim 2007	1.291
IV Trim 2007	210
I Trim 2008	792
II Trim 2008	-215
III Trim 2008	128
IV Trim 2008	1.036
I Trim 2009	821
II Trim 2009	-2.040
III Trim 2009	-961
IV Trim 2009	11
I Trim 2010	2.233
II Trim 2010	415
III Trim 2010	-874
IV Trim 2010	75
I Trim 2011	574
II Trim 2011	1.098
III Trim 2011	1.049
IV Trim 2011	1.057
I Trim 2012	529
II Trim 2012	1.368
III Trim 2012	-275
IV Trim 2012	1.594
I Trim 2013	1.016
II Trim 2013	1.720
III Trim 2013	913

Fuente: Banco Central de Venezuela

Anexo N° 7:

PRODUCTO INTERNO BRUTO DE VENEZUELA			
Desestacionalizado			
Período : 2000-2013			
Trimestre	TASA DE VARIACIÓN DEL PIB (%)	Miles de bs. a precios de 1997	
I Trim 2000	3,319		10.241.733,33
II Trim 2000	-0,122		10.229.231,72
III Trim 2000	-1,382		10.087.896,36
IV Trim 2000	2,789		10.369.258,76
I Trim 2001	1,867		10.562.829,74
II Trim 2001	1,054		10.674.190,49
III Trim 2001	-1,185		10.547.692,53
IV Trim 2001	0,090		10.557.201,90
I Trim 2002	-3,517		10.185.951,99
II Trim 2002	-3,903		9.788.392,26
III Trim 2002	0,264		9.814.220,84
IV Trim 2002	-9,395		8.892.220,41
I Trim 2003	-15,328		7.529.256,70
II Trim 2003	22,697		9.238.138,16
III Trim 2003	-0,989		9.146.733,39
IV Trim 2003	5,181		9.620.584,12
I Trim 2004	6,715		10.266.579,45
II Trim 2004	1,365		10.406.739,05
III Trim 2004	2,020		10.616.937,61
IV Trim 2004	1,992		10.828.437,43
I Trim 2005	3,487		11.206.005,92
II Trim 2005	3,414		11.588.552,62
III Trim 2005	0,920		11.695.156,80
IV Trim 2005	2,161		11.947.897,97
I Trim 2006	2,893		12.293.607,30
II Trim 2006	2,444		12.594.053,11
III Trim 2006	1,756		12.815.179,52
IV Trim 2006	3,589		13.275.091,44
I Trim 2007	1,848		13.520.450,22
II Trim 2007	0,714		13.616.939,66
III Trim 2007	3,623		14.110.300,28
IV Trim 2007	0,815		14.225.297,09
I Trim 2008	0,750		14.331.962,99
II Trim 2008	2,162		14.641.750,55
III Trim 2008	0,576		14.726.054,98
IV Trim 2008	0,263		14.764.757,35
I Trim 2009	-1,933		14.479.383,10
II Trim 2009	-1,565		14.252.788,46
III Trim 2009	-1,492		14.040.083,87
IV Trim 2009	-0,725		13.938.246,31
I Trim 2010	-1,169		13.775.253,41
II Trim 2010	1,634		14.000.408,99
III Trim 2010	-0,041		13.994.734,22
IV Trim 2010	0,310		14.038.104,79
I Trim 2011	2,550		14.396.110,93
II Trim 2011	-0,099		14.381.847,01
III Trim 2011	1,510		14.598.970,02
IV Trim 2011	0,975		14.741.371,76
I Trim 2012	3,352		15.235.551,06
II Trim 2012	-0,263		15.195.461,73
III Trim 2012	1,386		15.406.120,00
IV Trim 2012	0,888		15.542.907,88
I Trim 2013	-1,392		15.326.621,53
II Trim 2013	1,661		15.581.164,88
III Trim 2013	-0,001		15.581.001,09

Fuente: Banco Central de Venezuela

Anexo N° 8:

TASA DE INFLACIÓN DE VENEZUELA	
PERÍODO: 2000-2013	
Período	Tasa de inflación (%)
I Trim 2000	3,00
II Trim 2000	3,64
III Trim 2000	3,52
IV Trim 2000	2,52
I Trim 2001	2,17
II Trim 2001	3,62
III Trim 2001	3,36
IV Trim 2001	2,51
I Trim 2002	6,92
II Trim 2002	5,28
III Trim 2002	10,49
IV Trim 2002	4,87
I Trim 2003	9,17
II Trim 2003	5,36
III Trim 2003	4,50
IV Trim 2003	5,26
I Trim 2004	6,22
II Trim 2004	4,35
III Trim 2004	3,24
IV Trim 2004	3,89
I Trim 2005	3,30
II Trim 2005	4,43
III Trim 2005	3,31
IV Trim 2005	2,48
I Trim 2006	1,33
II Trim 2006	4,10
III Trim 2006	6,49
IV Trim 2006	3,89
I Trim 2007	2,63
II Trim 2007	4,91
III Trim 2007	2,89
IV Trim 2007	10,09
I Trim 2008	8,00
II Trim 2008	7,40
III Trim 2008	5,80
IV Trim 2008	6,80
I Trim 2009	5,30
II Trim 2009	6,50
III Trim 2009	7,00
IV Trim 2009	5,20
I Trim 2010	6,30
II Trim 2010	9,40
III Trim 2010	4,30
IV Trim 2010	4,50
I Trim 2011	7,40
II Trim 2011	6,40
III Trim 2011	5,70
IV Trim 2011	6,20
I Trim 2012	3,50
II Trim 2012	3,80
III Trim 2012	3,70
IV Trim 2012	7,50
I Trim 2013	7,70
II Trim 2013	15,10
III Trim 2013	10,60
IV Trim 2013	12,10

Fuente: Banco Central de Venezuela

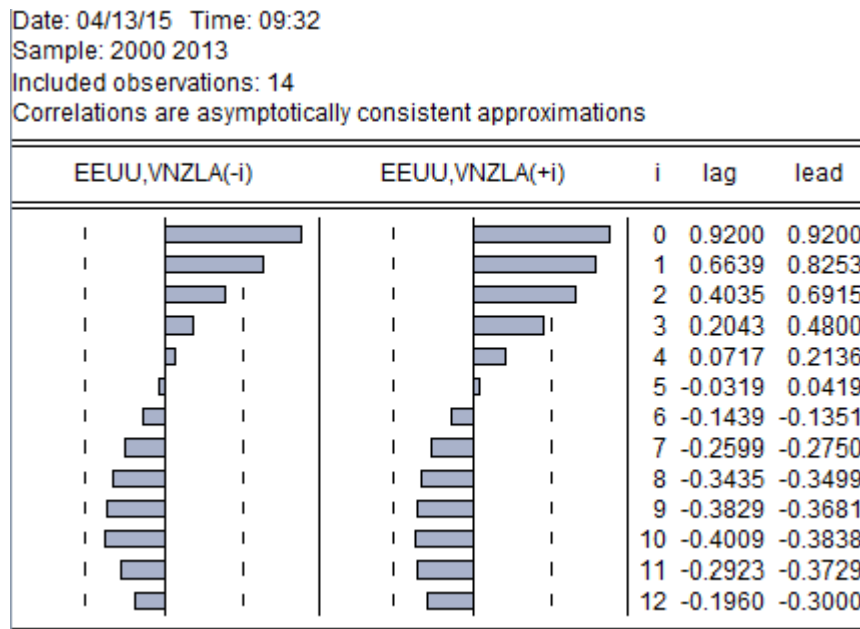
Anexo N° 9:

LIQUIDEZ AMPLIADA M3	
EXPRESADA EN MILES DE BS.	
Período: 2000-2013	
Trimestre	LIQUIDEZ AMPLIADA M3
I Trim 2000	37.762.924,26
II Trim 2000	38.677.255,78
III Trim 2000	39.893.266,73
IV Trim 2000	45.821.380,47
I Trim 2001	46.586.967,22
II Trim 2001	44.600.538,54
III Trim 2001	45.474.553,27
IV Trim 2001	48.736.607,23
I Trim 2002	45.903.419,27
II Trim 2002	45.181.010,76
III Trim 2002	48.881.189,29
IV Trim 2002	54.810.595,75
I Trim 2003	57.570.632,79
II Trim 2003	64.265.782,21
III Trim 2003	71.963.391,96
IV Trim 2003	85.767.144,75
I Trim 2004	94.456.719,43
II Trim 2004	99.181.027,44
III Trim 2004	109.161.405,55
IV Trim 2004	127.518.648,32
I Trim 2005	141.343.733,77
II Trim 2005	149.376.243,60
III Trim 2005	167.645.633,49
IV Trim 2005	198.235.938,42
I Trim 2006	216.105.310,58
II Trim 2006	244.839.473,41
III Trim 2006	345.604.338,43
IV Trim 2006	406.211.601,99
I Trim 2007	440.981.140,81
II Trim 2007	430.707.280,14
III Trim 2007	467.017.722,51
IV Trim 2007	511.796.605,40
I Trim 2008	527.168.177,32
II Trim 2008	538.214.852,06
III Trim 2008	574.751.359,54
IV Trim 2008	634.197.615,29
I Trim 2009	651.732.513,59
II Trim 2009	667.228.562,36
III Trim 2009	725.637.960,43
IV Trim 2009	731.631.410,97
I Trim 2010	739.787.542,20
II Trim 2010	751.530.477,30
III Trim 2010	797.615.617,29
IV Trim 2010	849.209.476,47
I Trim 2011	907.666.038,00
II Trim 2011	973.399.419,00
III Trim 2011	1.082.474.009,00
IV Trim 2011	1.250.301.563,00
I Trim 2012	1.373.317.415,00
II Trim 2012	1.505.485.706,00
III Trim 2012	1.685.443.857,00
IV Trim 2012	1.999.880.816,00
I Trim 2013	2.225.399.641,00
II Trim 2013	2.431.193.596,00
III Trim 2013	2.757.969.168,00
IV Trim 2013	3.402.704.269,00

Fuente: Banco Central de Venezuela

Anexo N° 10:

Correlación Cruzada entre el PIB real Estadounidense y el PIB real Venezolano para el período 2000-2013, realizada a través del programa E-views.



Se evidencia para el período 0, una fuerte correlación (0,92) entre ambas variables, lo cual muestra que el comportamiento del PIB real venezolano se encuentra explicado en gran medida por el comportamiento del PIB real de Estados Unidos.

Para períodos de rezago o adelanto de 1 año la correlación cruzada sigue siendo fuerte. En los gráficos presentados en las páginas 130 y 131 del trabajo, se muestra que el ciclo recesivo de la economía estadounidense evidenciado en el segundo semestre de 2007 como consecuencia de la crisis financiera, se transmitió al ciclo venezolano al transcurrir un año, es decir en el segundo semestre de 2008, lo cual se corrobora en la correlación cruzada (0,82) calculada a través del E-views.

**Regresión entre el PIB real de Venezuela y el PIB real de Estados Unidos
para el período 2000-2013, realizada a través del programa E-views.**

Dependent Variable: VNZLA
 Method: Least Squares
 Date: 04/13/15 Time: 09:34
 Sample (adjusted): 2001 2013
 Included observations: 13 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EEUU(-1)	0.030504	0.002452	12.43809	0.0000
C	-2.36E+11	3.19E+10	-7.398186	0.0000
R-squared	0.933617	Mean dependent var		1.60E+11
Adjusted R-squared	0.927583	S.D. dependent var		2.82E+10
S.E. of regression	7.60E+09	Akaike info criterion		48.48084
Sum squared resid	6.35E+20	Schwarz criterion		48.56776
Log likelihood	-313.1255	Hannan-Quinn criter.		48.46298
F-statistic	154.7062	Durbin-Watson stat		1.257240
Prob(F-statistic)	0.000000			

El modelo resultó significativo, por lo que la variable PIB real EEUU explica en 93,36% el comportamiento del PIB real de Vzla. No se evidenciaron problemas de autocorrelación ni errores de especificación en el modelo.