

Crisis de las hipotecas *subprimes* y su impacto en la economía venezolana

*Mortgage subprimes crisis and its impact
on the venezuelan economy*

Marysergia Esther Peña Guerra* y Luisa Maribel Rivero de Elcure**

Código JEL: E32, E62, G12, Q33

Recibido: 31/01/2016, Revisado: 03/03/2016, Aceptado: 29/03/2016

Resumen

El objetivo de este artículo es analizar el impacto de la crisis de las hipotecas *subprimes* del 2008 sobre la economía venezolana. El estudio se presenta en dos secciones: primero, se caracterizan los factores desencadenantes de la crisis a través de la teoría de Minsky, y en la segunda, se analiza, haciendo uso de estadística descriptiva, su impacto en los agregados macroeconómicos de Venezuela. Se concluye que la crisis se transmitió a la economía venezolana por dos vías: por el canal comercial, especialmente por su impacto sobre los mercados energéticos y, en menor grado, por el canal financiero, a través de la caída de la inversión extranjera.

Palabras clave: hipotecas *subprimes*, *shocks* externos, mercado petrolero, finanzas públicas venezolanas.

Abstract

The purpose of this paper is to analyze the impact of 2008 mortgages subprime crisis on the venezuelan economy. The study is presented in two sections: first, we characterized the triggers of the crisis through Minsky's theory, and the second, is analyzed, using descriptive statistics, its impact on macroeconomic aggregates Venezuela. We conclude that the crisis was transmitted to the Venezuelan economy in two ways: by the commercial channel, especially its impact on energy markets and, to a lesser significant, by the financial channel, through the fall in the foreign investment.

Key words: subprime mortgages, external shocks, oil market, venezuelan public finances.

* Departamento de Economía. Facultad de Ciencias Económicas y Sociales. Universidad de los Andes. Mérida. Teléfono: +58 274 2401017. Zona Postal 5101. Venezuela. Correo electrónico: marysergia@gmail.com

** Departamento de Economía. Facultad de Ciencias Económicas y Sociales. Universidad de los Andes. Mérida. Teléfono: +58 274 2401017. Zona Postal 5101. Venezuela. Correo electrónico: luisamaribel@gmail.com

1. Introducción

Venezuela es un país productor y exportador de petróleo, cuya industria ha aportado 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 (PIB) de origen petrolero aportó en promedio el 14,57% al PIB total para el mismo período.¹ En ese mercado Estados Unidos ha mantenido un elevado grado de influencia motivado a su importante demanda energética, que luego de la crisis financiera que sufriera en 2008, parece haber afectado la tendencia estable del comportamiento de los precios del petróleo y generado una volatilidad muy marcada que fue desestimada por los hacedores de la política económica venezolana, por lo que se persigue evaluar y describir el nivel de incidencia de esa economía foránea sobre el comportamiento de las magnitudes macroeconómicas venezolanas luego de la crisis financiera.

En tal sentido, la investigación caracteriza los factores desencadenantes de la crisis de las *subprimes* haciendo mención a la teoría de Minsky, e identifica los rasgos característicos que mejor contrastan la relación de causa-efecto entre el comportamiento de la economía estadounidense y las principales variables macroeconómicas venezolanas, con lo que será posible comprender cómo la crisis de las hipotecas *subprimes* generó *shocks* en el mercado petrolero e incidió sobre el comportamiento de la economía venezolana.

El estudio considera, en la primera sección el contexto histórico-teórico y factores desencadenantes de la crisis de las hipotecas *subprimes* en Estados Unidos haciendo mención a la teoría de inestabilidad financiera propuesta por Hyman Minsky, en la segunda sección se analiza el comportamiento de la economía estadounidense luego de la crisis de su mercado hipotecario, así como la afectación del mercado petrolero mundial y su impacto en los ingresos fiscales venezolanos, en la tercera sección se describe el comportamiento de la balanza comercial de Venezuela, así como la evolución de la inversión extranjera directa en el país, antes y después de la crisis financiera estadounidense, en la cuarta

sección se describen los mecanismos de transmisión de la crisis financiera norteamericana sobre el Producto Interno Bruto Real venezolano y en la quinta sección se presentan las conclusiones derivadas del estudio.

En este trabajo se hizo uso de la estadística descriptiva para presentar en términos corrientes, reales y porcentuales, indicadores económicos de Venezuela y Estados Unidos.

2. Contexto histórico-teórico y factores desencadenantes de la crisis financiera 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, fue el resultado de un largo período de desregulación financiera en las dos últimas décadas del siglo XX, que se manifestó en el sistema bancario estadounidense con la puesta en práctica de operaciones de apalancamiento e innovaciones financieras.

La primera medida del programa de desregulación 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, se evidenció un período de ascenso de los tipos de interés, razón por la cual las instituciones de ahorro y crédito inmobiliario se encontraron en dificultades financieras, por el otorgamiento en períodos previos, de préstamos a largo plazo con bajas tasas de interés.

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, p. 72).

Estas legislaciones generaron un círculo vicioso, 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 ampliaran 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 banca de inversión, hecho que fomentó la innovación financiera a gran escala. 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 moral estaba presente, debido a que las entidades de ahorro y crédito inmobiliario sintieron incentivos para dedicarse a conductas de alto riesgo.

Hyman Minsky desarrolló una serie de construcciones teóricas con las que buscó 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.

Una secuela inmediata de la inestabilidad endógena del capitalismo es que una economía de mercado totalmente libre, es económica y políticamente imposible, debido a que desastres financieros y depresiones económicas se producen con frecuencia (Minsky, 1986, p. 4).² La hipótesis de inestabilidad financiera considera al capitalismo como un sistema que exhibe características de inestabilidad endógena, debido a la volatilidad presente en sus mercados financieros. Plantea que los *shocks* externos no son la fuente de las crisis financieras, sino que son desencadenados por el funcionamiento del propio sistema capitalista, por ende, la apertura comercial y los procesos de globalización, solo fungen como elementos que aceleran o agudizan los episodios de crisis.

Durante el transcurso del 2001 la Reserva Federal adoptó en sucesivas ocasiones una política monetaria expansiva a través de la reducción de las tasas de interés activas (Figura 1),³ con la finalidad de generar

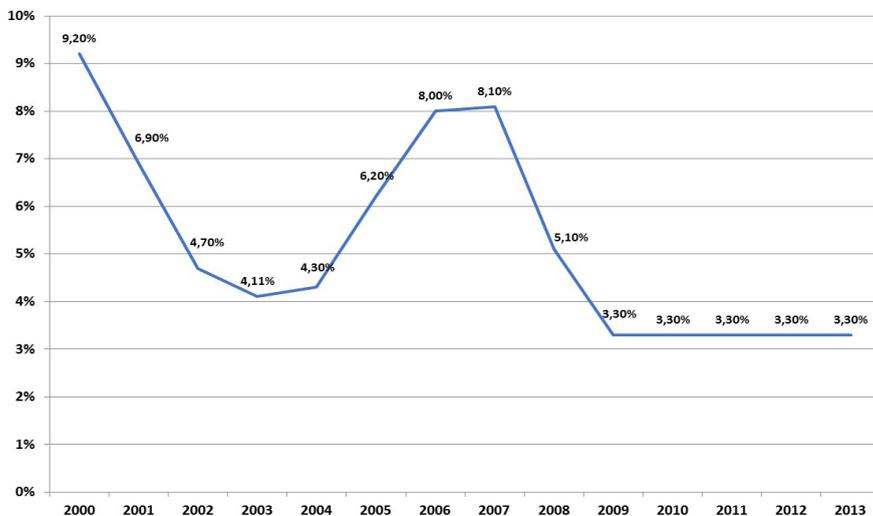


Figura 1. Tasa de interés activa de los Estados Unidos (2000-2013). Fuente: Banco Mundial (2015).

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, constituyendo un factor agravante el ataque terrorista del 11 de septiembre de 2001.

La reducción de las tasas de interés generó gran afluencia de masa monetaria ($M2$ y $M3$)⁴ en manos del público con bajo costo de financiamiento asociado, buena parte del cual parece haberse destinado al mercado de bienes raíces para la adquisición de inmuebles. Como consecuencia los préstamos hipotecarios de las familias de Estados Unidos experimentaron un crecimiento exponencial, pasando de 5.520 mil millones de dólares en el tercer trimestre de 2001 a 11.027,9 mil millones de dólares en el tercer trimestre de 2007.⁵

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 actividades propias de un casino, es probable que aquel se realice mal (Keynes, 1965, p. 166). La inestabilidad surge de las etapas de crecimiento “aparentemente estable” del ciclo, lo cual degenera en un *boom* especulativo. El segundo teorema de la hipótesis de inestabilidad financiera plantea que: “luego de períodos de prolongada prosperidad, la economía transita de las relaciones financieras que hacen estable el sistema, hacia las relaciones financieras que la hacen inestable.” (Minsky, 1992, p. 8).⁶

La estabilidad financiera que se experimenta en la fases 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.

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 deuda. 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 solo 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.

La caída en las tasas de ahorro (Figura 2) 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 del ahorro. Minsky (1992), considera que durante el proceso de financiamiento (adquisición de activos financieros o inmuebles) los agentes económicos pueden adoptar tres posiciones diferentes:

a) Posición o perfil cubierto (*Hedge units*): donde 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

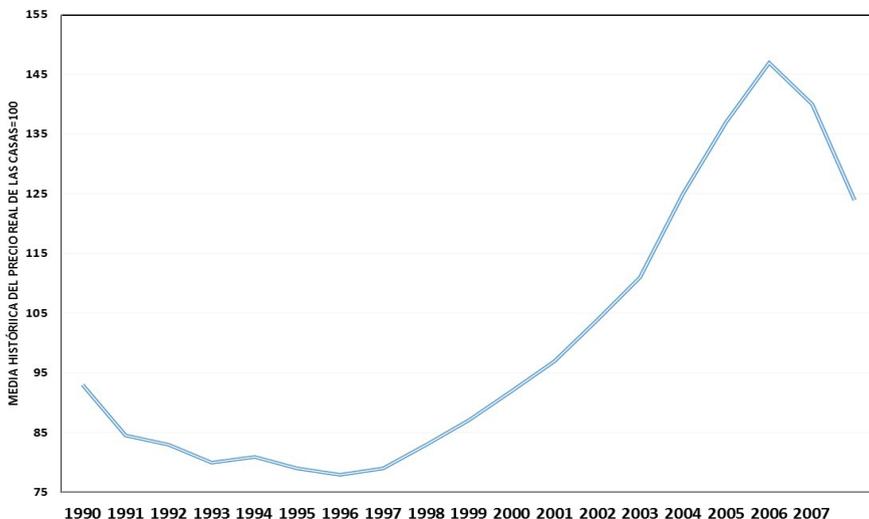


Figura 2. Evolución del precio real de las casas en los Estados Unidos (1990-2007).

Fuente: Soros (2009, p. 128).

encuentra garantizado el monto del capital (pasivo más los intereses derivados de la deuda).

- b) Posición o perfil especulativo (*Speculative units*): donde 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 conducta aventurera, de menor aversión al riesgo, apostando a que las fluctuaciones futuras que experimentarán los precios de los bienes les favorecerán.
- c) Posición o perfil Ponzi (*Ponzi units*): donde 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 torna negativo para el prestamista.

Por otra parte, el exceso de demanda respecto a la oferta de viviendas localizadas en Estados Unidos generó (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. 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. El refinanciamiento de los inmuebles se transformaba en una especie de *caja chica*, en un mecanismo usado por los hogares norteamericanos de manera indiscriminada para obtener efectivo fácil.⁷ 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.

Lo expuesto pone de manifiesto la adopción de la posición *ponzi*, ya que 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 propietarios venden sus activos a fin de obtener liquidez que permita amortizar la deuda, hecho que genera la descapitalización de empresas o individuos. Así, 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*.⁸

En esencia, desde la perspectiva teórica, 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 abandonan las posiciones *hedge* para adoptar perfiles con mayores niveles de riesgo. 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.

Entonces, el excesivo circulante de masa monetaria en la economía norteamericana, proveniente de esas prácticas, generó un aumento

de la demanda agregada debido al crecimiento del consumo, hecho que provocó un incremento de la tasa de inflación de Estados Unidos, que para diciembre de 2004 cerró en 2,7%.⁹ En este escenario, la Reserva Federal a mediados del 2004 inició 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 del año,¹⁰ hecho que afectó el mercado tradicional de hipotecas, por lo que las instituciones bancarias a fin de hacer sostenibles sus ingresos crearon productos financieros y derivados sin ningún tipo de control institucional, y flexibilizaron 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 elevadas,¹¹ eliminación de la cuota inicial para la adquisición del inmueble, 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, surgiendo así un mecanismo para que las instituciones bancarias redujeran el riesgo extrayendo los créditos de su contabilidad, liberando capital para realizar nuevas inversiones.

La superburbuja combina tres tendencias principales, cada una con al menos un defecto. Primero está la tendencia de largo plazo 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 (Soros, 2009, p. 135).

Durante el procedimiento de titulización o securitización (Figura 3) 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 ejercieron 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*. "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" (Blackburn, 2008, p. 62).

El proceso de innovación financiera no culminó allí. Surgió el proceso de retitulización o resecuritización (Figura 4) donde los *Mortgage Backed Securities* (MBS) se reagrupan para conformar los *Collateralized Debt Obligation* (CDO). Los bancos de inversión adquirieron los paquetes de CDO 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 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 sino también por inversionistas especulativos que no poseían 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.

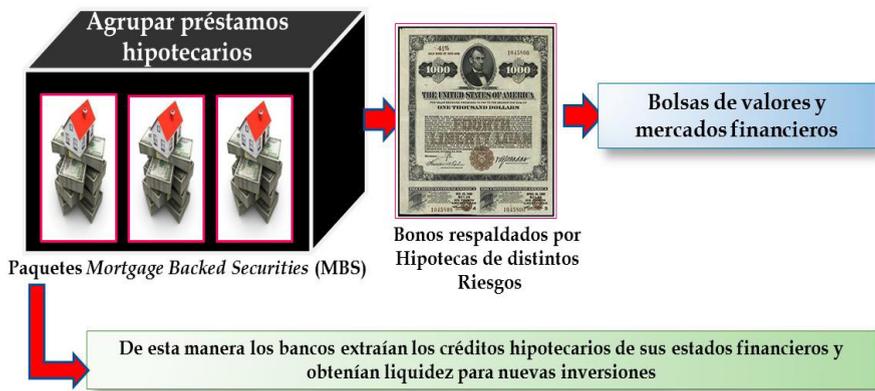


Figura 3. Innovaciones financieras: Proceso de titulización o securitización.

Fuente: Elaboración propia.

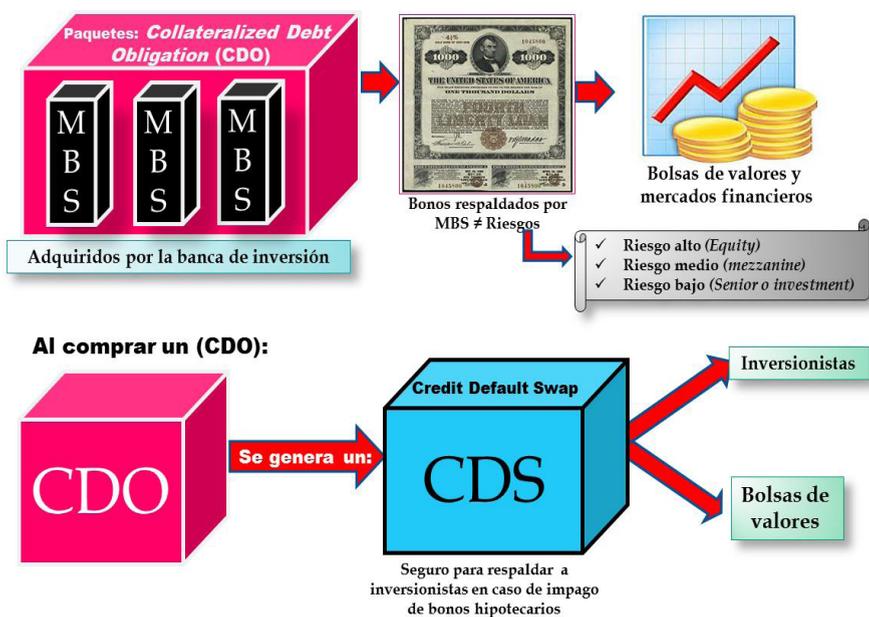


Figura 4. Innovaciones financieras: Proceso de Re-titulización o Re-securitización.

Fuente: Elaboración propia.

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. En este contexto, los agentes económicos se encontraban imposibilitados para cubrir sus obligaciones (pasivos) ya que éstas superaban los flujos de ingresos provenientes de las inversiones realizadas, situación que provocó la renegociación de créditos, a través del aumento de la demanda de financiamiento y, posteriormente, generó la venta de activos para obtener liquidez, proceso que desencadenó una espiral deflacionaria, que constituyó la génesis de la crisis. Este proceso es denominado por Krugman (2012) la paradoja del desapalancamiento, según la cual mientras más pagan los deudores más deben, debido a que los agentes están intentando amortizar sus deudas y, al mismo tiempo, ocasionando una reducción del valor de los activos, agravándose su posición financiera. Posteriormente, hace mención a la paradoja de la flexibilidad:¹² “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” (Krugman, 2012, p. 62).

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 2003)¹³ medida que generó desincentivos que se tradujeron 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.

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 que 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 ella” (Krugman, 2012, p. 124). Ante la dificultad de vender las propiedades para cancelar las hipotecas, aumentó la morosidad en los pagos.

A fines de 2006 y durante el 2007 las calificadoras Standard & Poor's, y Moody's, degradaron los CDO y otros bonos respaldados por

hipotecas, lo cual generó una reducción de la demanda de *Structured Investment Vehicles* (SIV),¹⁴ 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, p. 56).

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 para obtener márgenes de ganancia. Lo expuesto evidencia que el auge y no los *shocks* externos, constituyen una fuente de 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. 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 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 2007. El impago de las hipotecas ocasionó una reducción de la demanda de CDO, ya que los inversionistas, debido a la incertidumbre, migraron hacia instrumentos financieros más líquidos y de menor riesgo.¹⁵ Esto provocó una caída en el valor de los CDO. Cuando los bancos no tienen la posibilidad de vender los créditos hipotecarios que han otorgado, empaquetándolos en bonos, se reducen 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.

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 America 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.

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

Cuadro 1. 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

La reducción de la propensión marginal al consumo de las familias parece haber impactado considerablemente a la economía de Estados Unidos, donde el agregado consumo representó alrededor de un 67,47% del PIB para el período 2000-2013 (Cuadro 1). A fin de estimular la economía estadounidense, la Reserva Federal durante 2008 redujo las tasas de interés de 3% en el mes de enero a 0% en diciembre.¹⁶ 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 millones de dólares,¹⁷ 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, y sus consecuencias se analizan más adelante.

3. Crisis de las hipotecas *subprimes*: afectación del mercado petrolero mundial y su impacto en los ingresos fiscales venezolanos

La desaceleración económica y posterior 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. Según cifras del Banco Mundial en 2008 se redujo en 0,26% el PIB de los Estados Unidos, respecto al año previo, mientras que en el 2009 se evidenció un descenso de 2,80%.

La aplicación de una política monetaria restrictiva por parte de la Reserva Federal a mediados de 2006, surgió como una medida para atenuar las presiones inflacionarias¹⁸ que experimentaba la economía estadounidense debido a la creciente liquidez derivada de 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 cuadro 1 se visualiza como la variable consumo (67,47%) es la que tiene mayor incidencia en el comportamiento del PIB de 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. Por otra parte, la inversión extranjera directa (IED) tam-

bién experimentó un descenso como consecuencia de la crisis, pasando de 332.734 millones de dólares en el 2008 a 153.788 millones de dólares para 2009.¹⁹ La volatilidad presente en la variable Inversión Extranjera Directa estadounidense, parece explicarse por el factor expectativa de los agentes económicos.

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).²⁰ Se evidenció además, un descenso en la inversión total de Estados Unidos desde 2005,²¹ que se agudizó en 2009 con una caída de 21,82%, luego del estallido de la crisis de las hipotecas *subprimes*.

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 segundo 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, según cifras de la OPEP). 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.

Al iniciarse la caída en los precios del petróleo en 2008, el ingreso fiscal de origen petrolero venezolano experimentó una contracción, al pasar de 71,77% en el 2007 a 67,99% en 2008 según cifras del BCV y cálculos propios. En estas condiciones y ante la rigidez de ciertas partidas de gastos²² 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 parecen haberse incorporado a la econo-

mía recursos provenientes del Fondo de Desarrollo Nacional (FONDEN) destinado a proyectos sociales y otros conceptos de gasto corriente,²³ lo que generó un aumento de la liquidez monetaria.

Antes de que se reformara la Ley del Banco Central de Venezuela 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 FONDEN no se incluyen en el presupuesto de la nación y provienen del diferencial de divisas percibidas por las exportaciones de crudo que realizó PDVSA, una vez que este organismo cubre sus gastos operativos y que transfiere al Banco Central de Venezuela (BCV) 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. Según cifras del BCV para el III trimestre de 2005 M3 representaba Bs 167.645.633.492,47, mientras que para el IV trimestre de 2013 ascendió a Bs 3.402.704.269.000,00, evidenciándose un crecimiento exponencial de esta variable (1.929,7%) entre el III trimestre de 2005 y el IV trimestre de 2013.

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 según cifras del BCV. Esta situación determinó que en términos reales tanto el ingreso como el gasto fiscal en 2008, reflejaran una tendencia descendente.

En 2009, la expansión 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\$/b;²⁴ siendo el precio de 60US\$/b la premisa económica considerada para la formulación del presupuesto venezolano en el 2009, situación que conllevó al ejecutivo 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 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 2008.

La caída en el ingreso fiscal de origen petrolero durante 2009, fue compensada en cierta medida mediante la decisión de incrementar la presión fiscal interna, principalmente vía aumento de la alícuota del Impuesto al Valor Agregado (IVA), cuya tasa pasó del 6 al 12%²⁵ 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 interno, cuyo crecimiento desde entonces ha sido exponencial, ya que el creciente riesgo país²⁶ dificultó las posibilidades de acceso al financiamiento a través de deuda externa.

Según cifras de la Oficina Nacional de Crédito Público, 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 millones. Estos recursos 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, en concordancia a los mecanismos establecidos en la reforma a la Ley del Banco Central de Venezuela en noviembre de 2009.

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 ya que la deuda adquirida por el gobierno provino del sistema bancario y de las reservas del banco central, hecho que se corrobora con el crecimiento exponencial de la liquidez ampliada M3.

En 2009, con la promulgación de la tercera reforma parcial de la Ley 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%²⁷ de la deuda interna para el período 2008-2013, hecho que presionó aún más al alza de la liquidez monetaria y de la tasa de inflación.

Durante el 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 petróleo por lo que el precio del crudo se cotizó por encima de los 100 dólares por barril. Por esta razón el ingreso fiscal de origen petrolero aumentó 5,9 puntos porcentuales posicionándose en 40,61% del ingreso fiscal total del gobierno central, frente al 35,12% reflejado en el año precedente.

Pese al clima de incertidumbre que generaba la desaceleración de las principales economías de Europa hacia los dos primeros trimestres del 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 100 dólares 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 alimentaran fondos extrapresupuestarios, parafiscales o cuasi fiscales,²⁸ para financiar el gasto público como: el Fondo Conjunto Chino Venezolano, FONDESPA,²⁹ Fondo Bicentenario, Fondo Miranda, Fondo RENOT,³⁰ Fondo súbito y Fondo Independencia, entre otros; lo que generó un uso discrecional de los ingresos provenientes de excedentes petroleros, excedentes tributarios³¹ 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 oferta,³² 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 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 confirma 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 responde a la situación de la economía mundial en el que la influencia de la economía estadounidense es 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 histéresis³³ del gasto público, el cual una vez que ha alcanzado cierta magnitud en períodos de bonanza parece no regresar a sus niveles iniciales.

4. Comportamiento de las importaciones y exportaciones de Venezuela, y movimiento de capitales internacionales hacia el país

La crisis financiera que irrumpió en el mercado inmobiliario por el otorgamiento de excesivas hipotecas *subprimes* y el abuso de las finanzas estructuradas, no solo 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 de capitales, 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 2008 y 1,2 MBD en el 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 (Figura 5).

El efecto directo de la reducción de las exportaciones petroleras se sintió en las finanzas públicas, 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%, según cifras del BCV. La caída de las exportaciones petroleras venezolanas originó un déficit en la balanza de mercancías de la balanza de pagos venezolana entre finales del 2008 y principios del 2009, situación que no se reflejaba desde el 2001 ya que

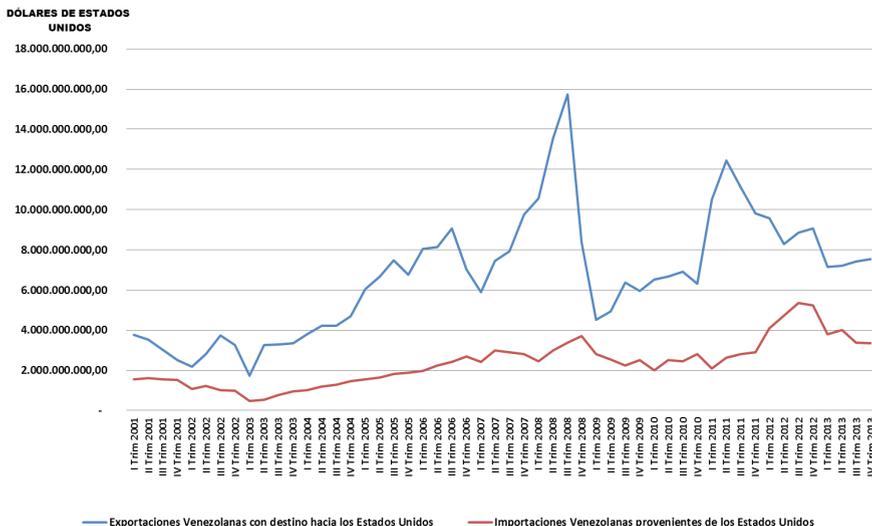


Figura 5. Importaciones y exportaciones entre Venezuela y los Estados Unidos, expresado en dólares. Fuente: Banco Central de Venezuela (2014).

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.

De la figura 5 se desprende que Venezuela mantiene una alta tendencia a exportar productos hacia la economía estadounidense, la cual ha 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 2008, cuando se manifestaba la crisis financiera, las exportaciones promedio hacia los Estados Unidos fueron de 50,90%, y una vez sentido el impacto de la crisis en 2009, las exportaciones hacia Estados Unidos representaron en promedio el 37% (Figura 6) 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 2009.³⁴

La crisis de las hipotecas *subprimes* afectó 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 (Figura 7) 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 es-

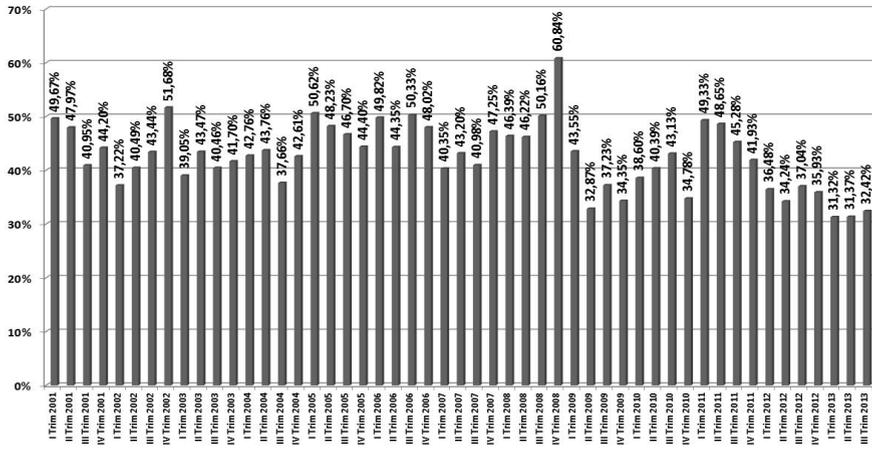


Figura 6. Porcentaje de participación de las exportaciones hacia los Estados Unidos sobre las exportaciones totales de Venezuela. Fuente: Banco Central de Venezuela (2014). Cálculos propios.

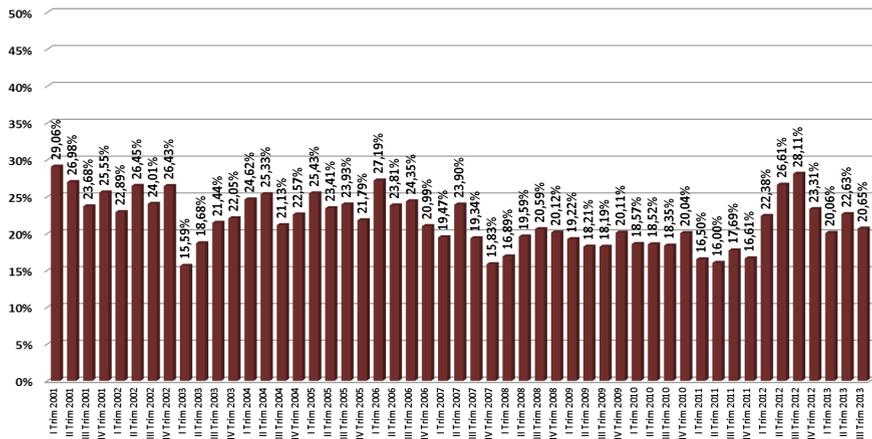


Figura 7. Porcentaje de participación de las importaciones provenientes de Estados Unidos sobre las importaciones totales de Venezuela. Fuente: Banco Central de Venezuela (2014). Cálculos propios.

tadounidenses. 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.

En cuanto al flujo de capitales, está presente una fuerte volatilidad (Figura 8) 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 2002, cuando se inicia un período de incertidumbre ante las formas de conducción de la principal industria nacional, PDVSA.



Figura 8. Flujo de inversión extranjera directa en Venezuela. Fuente: Banco Central de Venezuela (2014).

Las tensiones políticas durante el 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 dólares en 2002 en comparación con la posición alcanzada en el segundo trimestre del 2000, cuando el flujo de inversión extranjera se ubicó en alrededor de los 2.000 millones de dólares. 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 la figura 8, para 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 dólares, situación que se extendió por siete trimestres consecutivos.

Entre 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 2009 el flujo de inversión extranjera fue negativa cercano a los 2.000 millones de dólares, y al final del año se contabilizó un flujo negativo equivalente al 1,22% del PIB venezolano (Figura 9).

Con la recuperación de la economía mundial en 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), generó expectativas positivas por una aparente flexibilización cambiaria y elevó el flujo de inversión extranjera, situándose por encima de los 2.000 millones de dólares. Sin embargo, para el tercer trimestre del 2010, los resultados de las elecciones parlamentarias celebradas en septiembre influyeron sobre las expectativas de los inversionis-

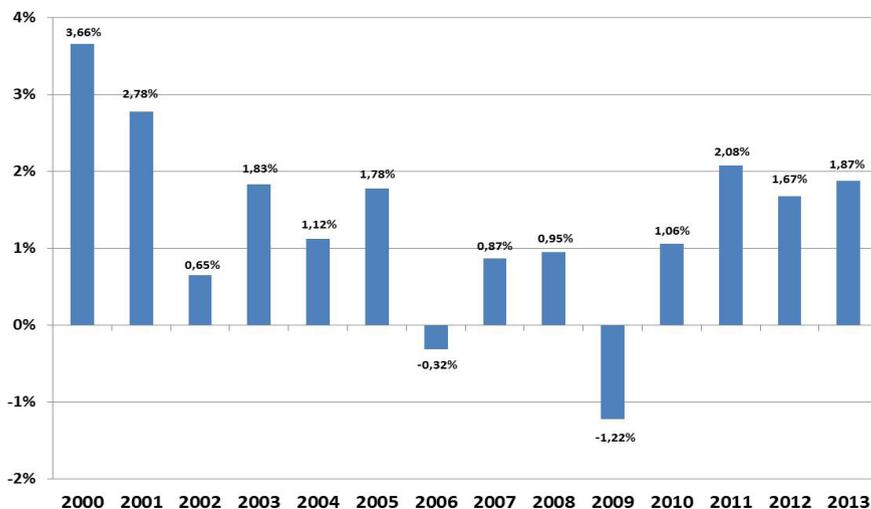


Figura 9. Flujo de inversión extranjera directa en Venezuela como porcentaje del Producto Interno Bruto. Fuente: Banco Central de Venezuela (2014). Cálculos propios.

tas, 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 1.000 millones de dólares.

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

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

El mecanismo de transmisión de la crisis de las hipotecas *subprimes* al PIB real venezolano ocurrió principalmente a través del canal comercial, por la dependencia de los ingresos fiscales nacionales de las exportaciones de

hidrocarburos y, a los precios de este *comodity* en el mercado internacional. 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.

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 2008 y durante el primer semestre de 2009, contrasta con el descenso en el PIB real venezolano, a partir del segundo semestre de 2008 –un año después del inicio del ciclo recesivo de la nación norteamericana– exhibiendo una tendencia decreciente que se prolonga hasta el primer semestre de 2010 (Figuras 10 y 11).

Lo expuesto evidencia la relación existente entre los agregados de crecimiento 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. 156.250.000.000.³⁵

Esta política fiscal contractiva estuvo acompañada de un aumento significativo del endeudamiento interno. 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 millones,³⁶ 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.

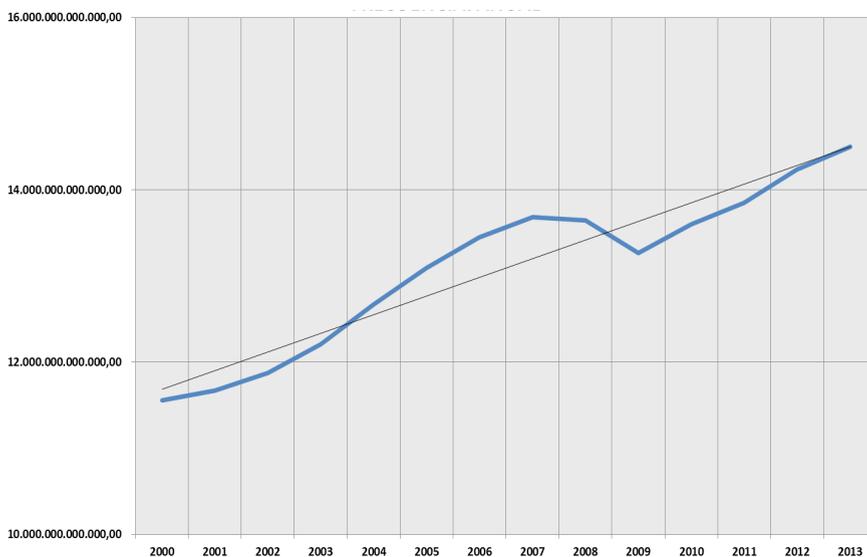


Figura 10. Producto Interno Bruto Real de Estados Unidos, expresado en dólares a precios constantes de 2005. Fuente: Banco Mundial (2015).



Figura 11. Producto Interno Bruto Real de Venezuela, expresado en dólares a precios constantes de 2005. Fuente: Banco Mundial (2015).

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 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 choques, 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 2008.

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.

6. Conclusiones

La hipótesis de inestabilidad financiera desarrollada por Minsky permite explicar los elementos desencadenantes de las crisis financieras en las economías, considerando al capitalismo como un sistema que exhibe características de inestabilidad endógena, debido a la volatilidad presente en sus mercados financieros. El estallido de la crisis de las hipotecas *subprimes* 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 la década de los 90, que desencadenó una situación de riesgo moral, donde las entidades de ahorro y crédito 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.

La inestabilidad surge de las etapas de crecimiento aparentemente estable del ciclo, lo cual degenera en un *boom* especulativo, debido a que los agentes económicos bajo la influencia de las expectativas optimistas abandonan las posiciones *hedge* para adoptar perfiles con mayores niveles de riesgo o posiciones *ponzi*. 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. 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.

La recesión evidenciada en los Estados Unidos 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 internacionales. La demanda de petróleo del país norteamericano se redujo de 2008 a 2009

en 0,7 millones de barriles diarios, constituyendo este factor el principal mecanismo de contagio de la crisis a la economía venezolana. 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 durante los ejercicios fiscales 2008 y 2009, a través de la reducción en un 55% de las exportaciones de crudo hacia los Estados Unidos en esos años.

La crisis financiera con epicentro en los Estados Unidos, incidió negativamente sobre la economía venezolana, principalmente a través del canal comercial, lo cual contribuyó significativamente a la reducción del Producto Interno Bruto de 6,05% 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 basada en el incremento de la recaudación de impuestos indirectos y reducción del gasto público, medidas que amplificaron los efectos de la crisis, dificultando la recuperación de la senda de crecimiento. Adicionalmente, la emisión de creciente deuda interna durante el período en estudio ha generado un incremento exponencial de la liquidez ampliada en la economía, que se ha traducido en fuertes presiones inflacionarias.

Otro mecanismo de contagio de los efectos de la crisis de las hipotecas *subprimes* a la economía venezolana, de menor grado, fue por el 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.

7. Notas

- 1 Datos del Banco Central de Venezuela y cálculos propios.
- 2 Traducción de las autoras.
- 3 Tipo de interés que cobra la banca comercial y de inversión estadounidense a sus clientes por los préstamos otorgados.

- 4 M2: liquidez monetaria (agregado monetario conformado por monedas, billetes, depósitos a la vista, de ahorro y a plazo) y M3: liquidez ampliada (agregado monetario que incluye a M2 más las cédulas hipotecarias).
- 5 Cifras extraídas de Soros (2009, p. 129).
- 6 Traducción de las autoras.
- 7 Esta modalidad de refinanciamiento en el cual los hogares asumen un segundo crédito hipotecario se denomina *home equity debt*.
- 8 Minsky (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.
- 9 Banco Mundial, datos en línea.
- 10 Datos extraídos de los informes económicos del BCV.
- 11 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. Ver Krugman (2012) y Palma (2008).
- 12 Implícita en el trabajo de Irving Fisher.
- 13 Datos extraídos de los informes económicos del BCV.
- 14 Instrumentos financieros de corto plazo que permiten obtener liquidez. “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” (Blackburn, 2008, p. 65).
- 15 Los inversionistas adquieren bonos del tesoro de Estados Unidos porque poseen confianza en el gobierno y en la solvencia de este instrumento financiero.
- 16 Extraídos de la Reserva Federal de Estados Unidos (*Board of Governors of the Federal Reserve System*), datos en línea.
- 17 Dato extraído de Krugman (2012, p.129).
- 18 La inflación de Estados Unidos para 2006 fue de 3,2%, el nivel más alto desde el 2000. Datos del Banco Mundial.
- 19 Para 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 dólares. Datos del Banco Mundial.
- 20 Datos del Banco Mundial, cálculos propios.

- 21 Período de gestación de la crisis financiera de 2008.
- 22 Por ejemplo la nómina y otros compromisos laborales de los empleados públicos.
- 23 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.
- 24 Representando una caída del 45% respecto al 2008. Datos de la OPEP.
- 25 Informe Económico del BCV (2009, p. 80).
- 26 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.
- 27 Oficina Nacional de Crédito Público. Cálculos propios.
- 28 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.
- 29 Fondo para el Desarrollo Económico y Social del País.
- 30 Recibe los excedentes de Registros y Notarías (RENOT).
- 31 Se producen cuando el SENIAT supera las metas de recaudación establecidas para los tributos internos y aduanales.
- 32 Producidas por la escasez de divisas en manos del sector empresarial destinadas a las exportaciones.
- 33 Autores como Sachs y Larraín (2002) y Mochón (2005), se refieren al efecto histéresis en los mercados laborales, cuando al final de un ciclo recesivo la tasa natural de desempleo supera los niveles que exhibía al inicio del ciclo.
- 34 Según cifras del BCV y cálculos propios.
- 35 Estas cifras se derivan del cambio de las premisas macroeconómicas de la Ley de Presupuesto para el ejercicio fiscal 2009 como respuesta a la caída en los precios del mercado internacional de hidrocarburos, se modificó el valor del crudo a 40 \$/b.
- 36 Cifras de la Oficina Nacional de Crédito Público.

8. Referencias

- Banco Central de Venezuela (2013). *Información estadística: agregados económicos*. Consulta: 26 de junio de 2014. Disponible (on line): www.bcv.org.ve/.
- Banco Central de Venezuela (2013). *Informe Económico*, años 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011 y 2012. Consulta: 14 de Septiembre de 2014. Disponible (on line): <http://www.bcv.org.ve/c1/Publicaciones.asp?Codigo=122&Operacion=2&Sec=True>
- Banco Mundial (2013). *Información estadística: agregados económicos*. Consulta: 14 de agosto de 2014. Disponible (on line): <http://www.bancomundial.org/>.
- Blackburn, Robin (2008). “La crisis de las hipotecas subprime”. *Revista New Left Review*, 50, mayo-junio, pp. 53-95.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2008) [Datos]. Consulta: 12 de Abril de 2014. Disponible (on line): <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/2008.htm>
- JP Morgan. *Información estadística (2009)*. [Datos]. Consulta: 10 de diciembre de 2014. Disponible (on line): <https://www.jpmorgan.com/pages/jpmorgan>
- Keynes, John (1965). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. México: Fondo de Cultura Económica, pp. 356.
- Krugman, Paul (2012). *Acabemos ya con la crisis*. Caracas, Venezuela: Editorial Arte S.A. pp. 251.
- Oficina Nacional de Crédito Público (2014). *Información estadística: Deuda pública interna y externa de Venezuela*. Consulta: 2 de agosto de 2014. Disponible (on line): <http://www.oncp.gob.ve/> .
- Official Government Edition (2011). *The financial crisis inquiry report*. Washington- Estados Unidos. 663 pp. DOI: 10.14195/2183-203x_37_3. Consulta: 10 de agosto de 2014. Disponible (on line): <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>
- Organización de Países Exportadores de Petróleo (2014). *Información estadística: evolución anual de los precios de petróleo*. Consulta: 2 de agosto de 2014. Disponible (on line): www.opec.org/.
- Larraín, Felipe y Sachs Jeffrey (2002). *Macroeconomía en la economía global*. Buenos Aires, Argentina: Editorial Prentice Hall, pp. 756.

- Minsky, Hyman (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. Levy Economics Institute of Bard College, paper 144. DOI: 10.2307/1059346. Consulta: 12 de diciembre de 2015. Disponible (on line): http://digitalcommons.bard.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1143&context=hm_archive
- Minsky, Hyman (1992). *The financial instability hypothesis*. Levy Economics Institute of Bard College, working paper N° 74, May. DOI: 10.2139/ssrn.161024 Consulta: 12 de diciembre de 2015. Disponible (on line): <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>
- Mochón, Francisco (2005). *Economía, teoría y política*. Editorial McGraw Hill: Madrid, España, pp.580.
- Soros, George (2009). *El Nuevo paradigma de los mercados financieros: para entender la crisis económica actual*. Madrid, España: Editorial Taurus, pp. 248.