

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 1, Nº 2 - Segundo trimestre 2005



Demanda interna, nuevo motor regional
Petróleo: China, siempre China
Crecimiento, aún con aliento
Gastando el *Windfall* petrolero II
Crece "Burbuja de Liquidez"

Indice

Fecha de cierre: 31 de Marzo de 2005

Editorial

1. Entorno Internacional

Economía de USA se acerca al potencial	3
América Latina: Demanda interna, nuevo motor regional	5
China, siempre China	7

2. Entorno Macroeconómico

Crecimiento aún con aliento	8
Gastando el Windfall petrolero II	11
Frágil contención inflacionaria	13
Recuadro: Contabilidad del Crecimiento	14

3. Entorno Monetario y Financiero

Crece la “burbuja de liquidez”	15
Recuadro: Nueva Ley del Deudor Hipotecario	17

4. Artículos

Crecimiento, elecciones y petróleo	19
La transmisión monetaria en Venezuela	21

5. Indicadores y proyecciones

Servicio de Estudios Económicos BBVA:

Director:

José Luis Escrivá

Subdirector:

David Taguas

Economistas Jefes:

Latam y Mercados Emergentes: Javier Santiso

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Joaquín Vial

Colombia: Daniel Castellanos

Perú: David Tuesta

Venezuela: Giovanni Di Placido

Norteamérica: Jorge Sicilia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Europa: Manuel Balmaseda

Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Escenarios Financieros: Maite Ledo

Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

Director:

Giovanni Di Placido

giovanni_diplacido@provincial.com

Subdirector:

Rodolfo Méndez

rodolfo_mendez@provincial.com

Economistas:

M^a. Gabriela González

maria_gonzalez@provincial.com

Samir El Jesser

jesser_samir@provincial.com

Erikson Castro

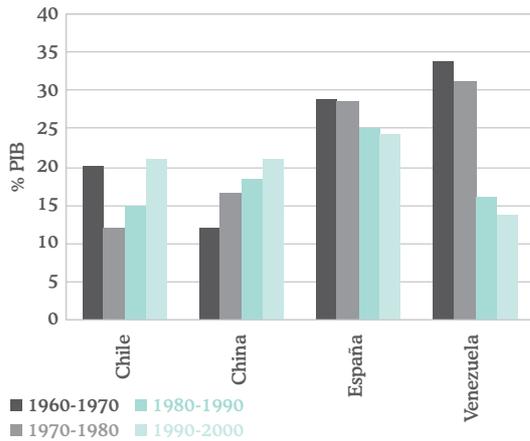
erikson_castro@provincial.com

Indicadores de Pobreza

	1997	2003
Total Hogares	4.790.520	5.901.012
Hogares pobres	48,1%	55,1%
Hogares pobres extremos	19,3%	25,0%

Fuente: "Reporte Social", No.2, Año 2004, Instituto Nacional de Estadística (INE)

Inversión (%PIB) en unidades comparables internacionalmente



Fuente: Penn Worl Table 6.1

Dilemas del *windfall* petrolero

Venezuela es un país con un alto nivel de pobreza, al punto que la mayoría de su población lo es y más de la quinta parte padece pobreza extrema. Una situación como esta, plantea serios dilemas a un Estado democrática, entre los que se encuentra la administración del actual incremento extraordinario de los ingresos petroleros del país (*windfall* petrolero).

Un Estado democrático y petrolero con escasos niveles de pobreza, como el Noruego, en estos tiempos de "vacas gordas", sólo se permite destinar al consumo presente una porción pequeña de sus recursos adicionales y el resto los ahorra en activos financieros seguros o los invierte en el sector productivo doméstico, de modo que cuando vengan los tiempos de las "vacas flacas" se cuente con ahorros y/o con una mayor capacidad productiva interna que permita contrarrestar el impacto en el consumo futuro de la caída de los ingresos externos. De este modo, dicha sociedad logra extraer del *windfall* los máximos beneficios para el ciudadano medio, tanto a corto como a largo plazo.

Pero la situación es más compleja en una sociedad democrática donde la mayoría de la población es pobre. Para uno de tantos venezolanos que hoy vive sumido junto a su familia en la más extrema pobreza, el mañana es muy incierto, por lo que sus esperanzas se centran desesperadamente en el presente, en virtud de lo cual, lo que exigirá prioritariamente al Gobierno de turno con su voto, es que le transfiera recursos que le permitan cubrir o cuando menos aliviar de forma inmediata las insatisfechas necesidades básicas de consumo de él y los suyos,...aunque sea al precio de aumentar su probabilidad de padecer mañana niveles mayores de penuria que los que hoy sufre o del sacrificio de la posibilidad de transferencias futuras de cuantía mayor.

Este crudo dilema es para Venezuela más difícil hoy que en pasados *windfalls*, por que al mismo tiempo que los ingresos adicionales son relativamente pequeños, la pobreza es mucho mayor y se requiere de forma perentoria un incremento apreciable de los niveles de inversión para detener el ascenso de la pobreza a largo plazo.

El presente *windfall* representará para el país ingresos adicionales por 11.700 millones de dólares (11,2% del PIB de 2004) durante el lapso 2004-2005, pero dicho monto, en términos de dólares con el mismo poder de compra, representa tan sólo un 55% de los que se obtuvieron en el *windfall* ocurrido en el período 1974-1980.

Por otra parte, a causa del abrupto descenso (en 15 puntos porcentuales del PIB) de los niveles de inversión entre 1974 y 2004, el ingreso medio por habitante (PIB per cápita) se redujo en 23% en el mismo período, trayendo consigo un abrupto incremento del porcentaje de hogares pobres en el período, que pasó de 26,13% en 1974 a más de 50% en la actualidad. Hoy el nivel de inversión en el país es muy inferior al de los países que han logrado en las últimas décadas superar los escasos niveles de industrialización y desarrollo que, al igual que Venezuela, tenían en 1974, tales como China, España y Chile.

No hay solución fácil ni única al dilema, pero quienes tienen en sus manos la administración del actual *windfall* deben actuar con plena conciencia de las consecuencias muy distintas para el bienestar de los venezolanos de hoy y de mañana que resultarán de optar por una u otra distribución de los recursos adicionales entre el ahorro, la inversión productiva y el consumo (sin duda, enfatizando en este último caso la atención a las necesidades materiales inmediatas de los venezolanos en situación de pobreza extrema).

1. Entorno Internacional

Crecimiento de EEUU se acerca al potencial

El dinamismo del consumo privado y el fuerte impulso de la inversión continuarán siendo los principales soportes de la expansión económica en 2005-06, período en el cual el crecimiento económico de Estados Unidos se acercará al potencial, aunque a un menor ritmo que en 2004. Una de las bases de esta expectativa es la fortaleza del consumo privado, que se ha mantenido elevado tanto durante la recesión como después de ésta. Cuatro factores sugieren que la tendencia de expansión del gasto de las familias continuará durante los próximos dos años.

Primero, el crecimiento de la productividad se moderará en torno a su tendencia de largo plazo (2-2.5%). Pese a ello, estas tasas de crecimiento permitirán mantener ganancias importantes en el ingreso real de las familias. Segundo, el mantenimiento de bajas tasas de interés reales seguirá empujando la expansión del gasto en bienes duraderos. Tercero, el aumento en el precio de las acciones, pero principalmente el incremento en el valor de las viviendas, seguirá permitiendo un crecimiento significativo en la riqueza de las familias, lo que a su vez apoyará el consumo. De hecho, la razón entre riqueza e ingreso disponible ha estado creciendo significativamente en los últimos años y actualmente se encuentra en 5.4, muy por arriba de su tendencia de largo plazo de 4.8. Por último, la recuperación del mercado laboral cobra fuerza y será un factor más de apoyo. Durante enero-febrero se generaron un promedio de casi 200 mil nuevos empleos frente a 190 mil en 4T04 y 137 mil en 3T04; lo que muestra la confianza de las empresas en la sostenibilidad de la recuperación.

La inversión, que se ha acelerado notablemente en el último año después de la fuerte caída que experimentó tras la recesión de 2001, continuará aportando al crecimiento económico. La sólida situación financiera de las empresas y el crecimiento de la demanda permitirán que se mantenga el dinamismo de la inversión, aunque a un ritmo más moderado al registrado durante 2004. Las empresas continuarán beneficiándose del cambio tecnológico, de la reestructuración interna, ajuste de sobre capacidad y sobre contratación, y del bajo costo del capital. Esto les permitirá mantener un elevado flujo de efectivo, incluso por arriba de lo registrado en los noventa. Además pese al previsible incremento de las tasas de interés y de la prima de riesgo empresarial, no prevemos un impacto significativo en los planes de expansión de las empresas. El buen desempeño de las utilidades empresariales facilitará que gran parte del financiamiento del capital se realice con recursos propios, sin gran dependencia del crédito bancario o del acceso a los mercados de capitales. Finalmente, la demanda continuará apoyando la inversión, expectativa ya incorporada en el aumento reciente de los inventarios.

La inflación se mantendrá baja

Pese a encontrarnos en un momento avanzado del ciclo económico, la inflación tenderá a mantenerse baja y estable, dado que la elevada credibilidad del Fed ha permitido anclar las expectativas de inflación, lo que asegura que el proceso de formación de precios sea menos volátil y acorde a los objetivos implícitos del banco central. Por otra parte, los precios de algunos productos industriales seguirán bajos en la medida que los procesos de producción continúen beneficiándose de la globalización, principalmente a través de importaciones baratas provenientes de China. Además, la elevada flexibilidad de los mercados domésticos, particularmente el laboral, asegura que los posibles choques negativos tengan un efecto transitorio y menos costoso. Por último, los elevados márgenes y utilidades empresariales, así como la capacidad ociosa, seguirán permitiendo a las empresas absorber mayores costos y no trasladar totalmente sus incrementos a mayores precios.

PIB

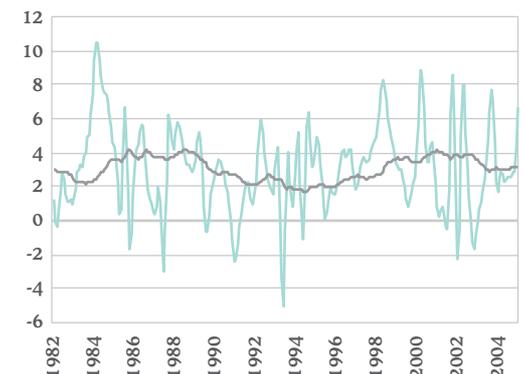
var. % interanual



Fuente: U.S. Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis y cálculos propios

Ingreso disponible

(var. % real anual y pm 5 años)



Fuente: U.S. Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis y cálculos propios

Utilidades empresas no financieras

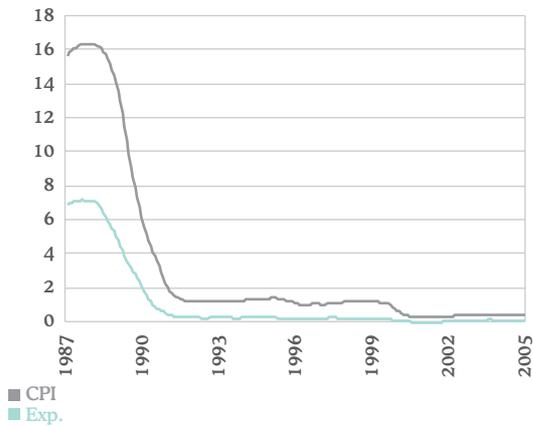
% sector, después de impuestos



Fuente: U.S. Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis

Varianza durante 10 años

CPI y expectativas de inflación próximos 12 meses

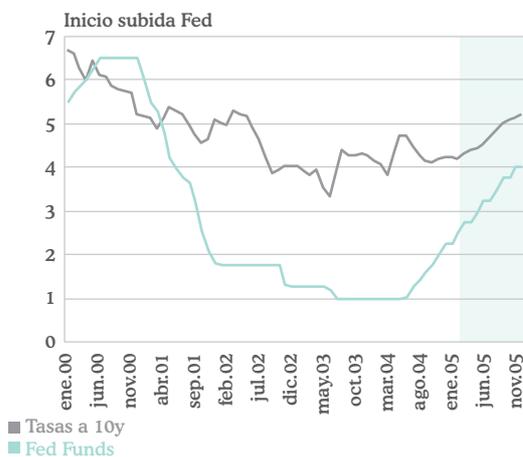


Fuente: U.S. Department of Labor. Bureau of Labor Statistics

	2004	2005	2006
PIB (var % real anual)			
Producto interno bruto	4,4	3,6	3,2
Gasto personal en consumo	3,8	3,4	3,2
Inversión fija bruta	13,2	6,6	4,9
Exportaciones totales	8,5	4,9	4,5
Importaciones totales	9,9	5,9	4,5
Consumo del gobierno	2,0	2,8	2,3
CPI (% promedio anual)	2,7	2,6	2,6
Balance fiscal (% PIB)	-3,6	-3,4	-2,9
Cuenta corriente (% PIB)	-5,6	-5,9	-5,6

Fuente: U.S. Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis y cálculos propios

EEUU: Tasas de interés



Fuente: Bloomberg y cálculos propios

No obstante, los riesgos de observar una mayor inflación en 2005 se han incrementado en los últimos meses. Esto obedece a los aumentos en los precios de las materias primas, de los energéticos y de los precios de las importaciones, parcialmente debido a la debilidad del dólar.

Aunado a lo anterior, el menor crecimiento de la productividad y mayores costos laborales podrían generar presiones inflacionarias adicionales si las empresas se ven obligadas a transmitir los mayores costos de producción a los precios finales. De continuar estas presiones, la inflación difícilmente disminuirá de sus niveles actuales del 3%.

Los desequilibrios internos se corregirán gradualmente

Sin duda, uno de los elementos que más preocupación genera es la ampliación de los desequilibrios internos. El déficit fiscal podría tender a reducirse en los próximos años con la continuación de la recuperación económica y las posibles menores necesidades de gasto en defensa y seguridad nacional. Pese a ello, el déficit no se reducirá significativamente en 2005 (alcanzará 3.4% del PIB) y se mantendrán las dudas sobre su evolución futura si continúa la escalada del gasto militar y se hacen permanentes las reducciones de impuestos. En conjunto, las perspectivas podrían no ser tan negativas en un contexto en que el componente cíclico del balance fiscal se ha corregido y el estructural ha detenido su deterioro.

Por su parte, el déficit en cuenta corriente se incrementará en 2005 y comenzará a reducirse moderadamente en 2006. Esta evolución obedece al sólido crecimiento económico de EUA, superior al de sus principales socios comerciales, altos precios de los energéticos y materias primas, y el incremento del déficit comercial con China.

Entorno financiero

En los países industrializados, las tasas de interés de largo plazo se mantienen en niveles muy bajos, a pesar de que el crecimiento mantiene un buen tono, y de que a medida que se prolonga la expansión económica en condiciones de notable expansión monetaria y fiscal, las presiones inflacionarias podrían empezar a repuntar. En este contexto de tasas de interés de largo plazo el proceso de búsqueda de rentabilidades se intensifica y los diferenciales de la deuda corporativa o de los países emergentes continúan reduciéndose.

En el caso de EEUU, las tasas de interés en el tramo largo de la curva se sitúan en niveles inferiores a los observados en junio del año pasado cuando la Reserva Federal comenzó a aumentar sus tasas de interés. La autoridad monetaria de EEUU ha seguido aumentando sus tasas de interés a un ritmo de 25 puntos básicos en cada una de sus reuniones, siguiendo un camino gradual de normalización de las condiciones monetarias. Ahora bien, a medida que las tasas de interés oficiales se aproximan a niveles del 3%, que previsiblemente alcanzarán en la reunión del 3 de mayo, surge una mayor incertidumbre sobre el ritmo al que la autoridad monetaria implementará los siguientes aumentos de tasas de interés. Por un lado, las tasas de interés nominales se situarán ya en el límite de la zona considerada como "neutral" y que normalmente se identifica con tasas de interés entre el 3 y el 5%. Esto podría conducir a la autoridad monetaria a hacer depender más los aumentos posteriores de tasas de interés de la información económica disponible, reduciendo la certidumbre en la que se ha movido la política monetaria en los últimos meses. Un factor que puede introducir alguna volatilidad en el resto de la curva de deuda. Por otro lado, en el cuarto año consecutivo de crecimiento, la economía estadounidense sorprende con una fortaleza superior a la esperada, a pesar de los aumentos del precio del petróleo. Ello podría indicar que la economía tiene menos recursos ociosos de los que se presuponían hace unos meses. Una situación que unida a la moderación del crecimiento de la productividad, a la notable expansión fiscal, al aumento de los precios de producción e importación mundiales y a la depreciación del dólar podría conducir a que la Reserva Federal modificara al alza el

sesgo de la inflación, lo que podría llevar a continuar con subidas de tasas hasta cerrar el año 2005 en 4%.

En este contexto de mayor incertidumbre sobre la política monetaria y de un posible sesgo al alza en inflación, cabe esperar que las tasas de interés de largo plazo en EEUU vayan aumentando gradualmente hasta situarse al cierre del año en el 5,2%.

Esto ocurriría en un contexto de ajuste gradual en los mercados financieros, en los que el dólar en su cruce con el euro terminaría en niveles próximos al 1,35. Frente a la ampliación de diferenciales de rentabilidad entre EEUU y Europa, que podría favorecer al dólar, la divisa estadounidense se ve negativamente afectada por los elevados déficit fiscal y corriente de esta economía. En Europa, la reactivación progresiva de la actividad económica, permitirá al Banco Central Europeo comenzar a aumentar sus tasas de interés en el otoño, aunque las subidas serán en todo caso de magnitud moderada. Los diferenciales de la deuda corporativa o de los países emergentes corregirían parte de sus recientes ganancias, pero lo harían de una manera limitada, ya que no se esperaría un escenario de fuerte volatilidad en las rentabilidades en los países industrializados. De hecho las volatilidades de los bonos se mantienen en niveles moderados tras el aumento de años anteriores.

El escenario de riesgo es que la Reserva Federal haga una pausa en sus subidas de tasas, y que el mantenimiento de una elevada expansión monetaria lleve a que se acumulen mayores riesgos al alza en la inflación. En esta situación probablemente el ajuste de las variables financieras sería más abrupto, con subidas significativas de tasas en el tramo largo de la curva de deuda y con una mayor depreciación del dólar. Este escenario se traduciría en Europa en un retraso en las subidas de tasas de interés oficiales, ante el deterioro de las expectativas de crecimiento en un entorno de euro más apreciado.

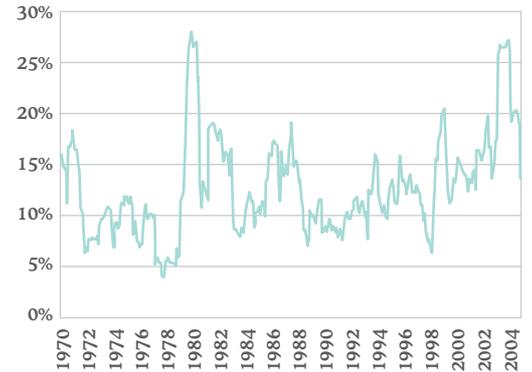
Frente a este escenario de mayor inflación y ajustes bruscos al alza en las tasas de interés, el segundo escenario de riesgo está relacionado con el bajo nivel de ahorro de las familias estadounidenses y con su alto grado de endeudamiento. Un choque negativo de confianza puede precipitar un descenso de la actividad, sin presiones inflacionarias, que detendría las subidas de tasas de la Reserva Federal y que mantendría las tasas de interés de largo plazo durante todo el año 2005 en niveles próximos a los actuales.

América Latina: Demanda interna, nuevo motor regional

Durante los últimos 25 años el desempeño de las economías latinoamericanas ha sido decepcionante, sobre todo si se le compara con el de otras regiones emergentes. La tasa de crecimiento promedio anual de América Latina ha estado alrededor del 2,8%, por debajo de la observada a nivel mundial (3,3%) y sensiblemente menor a la lograda por los países del sudeste asiático (7,7%). Esta diferencia en tasas de crecimiento supuso un incremento en la brecha entre los niveles de ingreso de la región y los observados en países ricos o en otros emergentes.

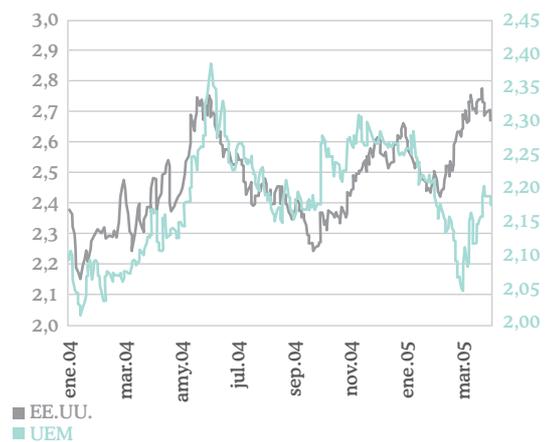
Sin embargo, durante 2004 observamos una fuerte recuperación de la economía latinoamericana con una tasa de crecimiento del 6%, superior a la histórica. Más aún, por primera vez en más de un cuarto de siglo, todas las economías de la región crecieron a tasas positivas. Esta sincronización en el crecimiento y las condiciones externas e internas que se vislumbran para la región nos hacen ser optimistas respecto al nuevo ciclo económico y más especialmente, respecto a 2005. En este sentido, esperamos que los mismos factores que promovieron la recuperación del año pasado, sigan teniendo un impacto positivo sobre la región aunque sea de manera más atenuada: términos de intercambio favorables, crecimiento mundial sólido anclado por la demanda americana y china, entorno de tasas de interés históricamente bajos (aunque al alza) y surgimiento de la demanda interna como principal motor del crecimiento.

Volatilidad histórica de los tipos de interés a 10 años en EEUU



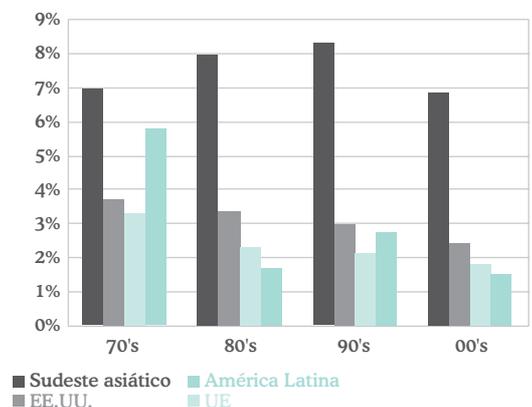
Fuente: BBVA

UEM y EEUU: Inflación descontada en el mercado de bonos



Fuente: BBVA

Crecimiento promedio



Fuente: BBVA

La demanda doméstica como motor del crecimiento en América Latina

Una de las principales consecuencias de la recuperación observada durante el 2004 ha sido la mejora en el poder de compra de las familias latinoamericanas y el renovado optimismo en la región. Lo anterior ha resucitado a la demanda interna como principal motor del crecimiento (ver gráfico adjunto). Más aún, el comienzo de este ciclo económico ha sido impulsado por ganancias en la productividad de las empresas sin mayores incrementos en el empleo. De esta manera, conforme la demanda doméstica vaya aumentando, se prevé que durante 2005 observemos un incremento del personal contratado y consecuentes mejoras en el ingreso de las familias.

Por otro lado, una de las características fundamentales de esta recuperación ha sido el mayor crecimiento del crédito bancario. En particular, el incremento anual de los préstamos ha alcanzado tasas de entre 20 y 30% en Argentina, Brasil y México. Mientras que en Chile, Colombia, Perú y Venezuela la tendencia de esta variable es al alza. En este sentido, varios factores pueden ser mencionados para explicar dicho fenómeno. Por ejemplo, un factor que ha ayudado a las economías de la región a reactivar su sistema financiero ha sido la mejora en la cartera crediticia de los bancos. En particular, excluyendo a Argentina, el promedio de la tasa de mora para las principales economías de la región se sitúa en niveles inferiores a los observados en otros países emergentes (4,9 vs. 10,3% en Asia durante el 2003). Este saneamiento financiero, necesario después de las distintas crisis sufridas, ha permitido una posición más frugal y proclive al crédito.

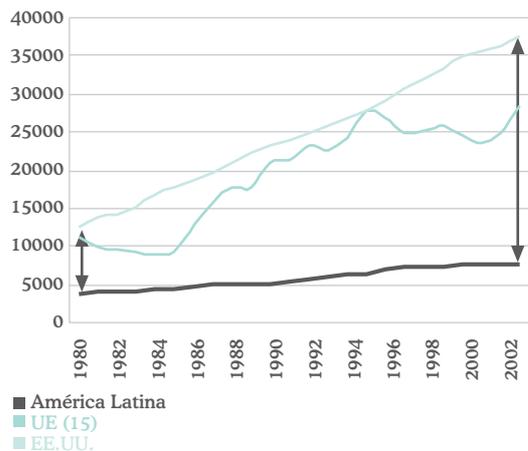
Otro factor que ha incentivado los préstamos ha sido la estabilidad económica alcanzada por países como México o Chile, que ha permitido un cambio en la mentalidad de los agentes económicos. En particular, las condiciones observadas en estos países han permitido que se alarguen los horizontes de inversión y que se desarrollen mercados de largo plazo como el hipotecario. En este sentido, el caso de México es ejemplar ya que el número de créditos en este sector se incrementó un 122% durante el año pasado y la tendencia de la tasa de crecimiento de los préstamos es al alza (26% en diciembre de 2004). El efecto de un mayor crédito a la vivienda ya ha tenido un impacto sobre la economía del país. En particular, la tasa real de crecimiento del sector construcción ha estado por encima de la observada por el resto de la economía y en niveles cercanos al 6%, con lo cual se ha convertido en uno de los principales sectores generadores de empleo en México.

El precio de las materias primas se mantendrá en niveles históricamente elevados

El comportamiento del precio de las materias primas fue fundamental para explicar el buen desempeño de las economías de América Latina a lo largo del 2004. Más aún, durante los primeros meses del 2005 los precios de las principales exportaciones de la región (petróleo, cobre, café y azúcar) han permanecido en niveles relativamente altos o se han incrementado. Lo anterior es importante debido, en primer lugar, al elevado peso que estos bienes tienen en el total de las exportaciones de la región. Las ventas al exterior de materias primas representaron más del 31% del total de las exportaciones de América Latina en 2004. Sin embargo, este número subestima la importancia del comercio de este tipo de bienes en la región debido a la presencia de México, país cuya política comercial le ha permitido diversificar su producción e incrementar sustancialmente sus exportaciones no petroleras. Si eliminamos al país norteamericano del cálculo anterior, obtenemos que el 45% de las exportaciones latinoamericanas son de materias primas.

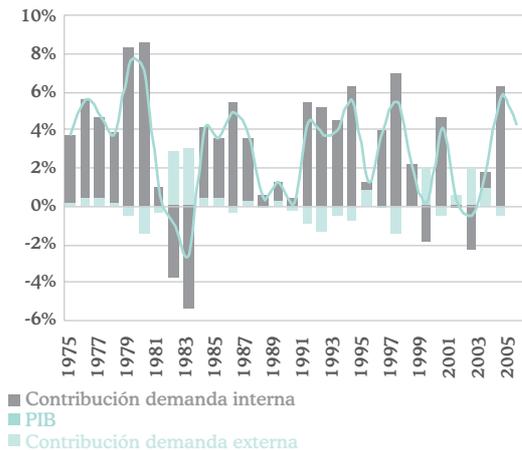
En segundo lugar, y dada la situación arriba subrayada, no sorprende que exista una relación positiva entre los precios de las materias primas y el ciclo económico en América Latina (ver gráfico adjunto). Por lo tanto, es fundamental comprender cuál será el comportamiento del coste de este tipo de bienes durante los próximos meses para poder entender mejor cuáles serán las perspectivas para la región. En este sentido, nuestras previsiones muestran que seguimos pensando que habrá un ajuste a la baja en los precios de las materias primas durante los meses siguientes. Sin embargo, esperamos que el cambio no sea sustancial y que los precios se mantengan en niveles relativamente altos con respecto a la serie histórica.

Evolución del PIB per cápita (\$ PPP)



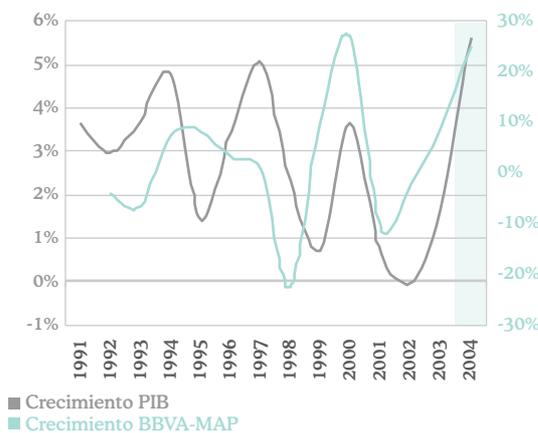
Fuente: BBVA en base a FMI

Crecimiento en América Latina



Fuente: BBVA

PIB y BBVA-MAP Latam



Fuente: BBVA

Petróleo

China siempre China

El principal foco de atención de los participantes en el mercado petrolero en la actualidad es sin duda China. Cualquier declaración o nuevo dato sobre el consumo energético y la evolución económica de ese país bastan para perturbar los precios del petróleo. China se ha convertido en el segundo importador de crudo después de Estados Unidos. En 2004 sus importaciones registraron un aumento del 34,8%. Sin embargo, las importaciones chinas sólo representan el 34% de la demanda de los Estados Unidos y el equivalente al 30% de los requerimientos de crudo importado de ese país. Por lo que cabe preguntarse ¿porqué tienen un mayor impacto sobre los precios del petróleo las noticias sobre China que las referidas a Estados Unidos? En particular, ¿por qué no se han percibido presiones a la baja sobre el precio del petróleo dada las perspectivas actuales del consumo energético estadounidense?.

Los inventarios de productos petroleros estadounidenses han venido recuperándose hasta el punto en que puede afirmarse que Estados Unidos esta hoy bien abastecido. Los inventarios de gasolina están un 5% por encima del nivel máximo de los últimos cinco años. El stock de crudos supera en 16% al que se mantenía en abril del año pasado. Estos inventarios, los de gasolina y crudo, son los relevantes de cara a los próximos dos trimestres (primavera y verano). En lo que va de año los mismos se han incrementado en un promedio de 375 mil barriles diarios. El resto de los productos, destilados y propano, debido al fuerte invierno, entran a la primavera en el nivel más alto de los últimos cinco años (propano) y cerca del nivel mínimo de los últimos cinco años (destilados). A pesar de estas buenas noticias respecto a los inventarios y a la reducción prevista en el ritmo de crecimiento de esta economía en 2005 (lo que reducirá el ritmo de incremento de la demanda de petróleo estadounidense a 1,6%, casi la mitad que la del año previo), el mercado ha seguido dominado por el temor a la escasez impulsando así los precios a niveles record.

Pero la pasión del mercado petrolero por el devenir chino, no sólo ha restado protagonismo a la economía estadounidense sino también a la OPEP. Los precios alcanzaron niveles históricos máximos el miércoles 16 de marzo, coincidiendo con la inesperada decisión del Consejo de Ministros de la OPEP de incrementar las cuotas de producción del cartel en un total de 500.000 barriles diarios y autorizar al Presidente de la organización a aprobar (previa consulta telefónica con los restantes ministros) un nuevo incremento de la producción antes de junio (fecha de la próxima reunión ministerial) en 500.000 barriles de mantenerse los altos niveles de precios.

La explicación de este rol estelar cobrado por China en el mercado petrolero obedece al hecho de que en los últimos cinco años el 75% del incremento de la demanda que se ha generado se ha debido a países emergentes y principalmente de China. Las perspectivas sobre el consumo energético chino no sólo están determinadas por el creci-

miento de su economía, sino que obedece también a la decisión del Gobierno Chino de adquirir petróleo equivalente a 30.000 millones de dólares, para la construcción de reservas estratégicas. En tres o cinco años, planean que las reservas de China podrían llegar hasta los 30 días de consumo, y hasta los 90 días en el año 2015, lo que representará unos 550 millones de barriles. Dados estos elementos, el mercado percibe un gran potencial de crecimiento adicional de la demanda petrolera china, que ya representa un 35% del crecimiento que se espera para este año, con un incremento de las necesidades de crudo importado por el orden del 20%. Sin embargo, el mercado parece estar sobre-estimando este potencial en lo que respecta al corto plazo, dado que la probabilidad de que el Gobierno Chino pueda comenzar a construir de manera agresiva este stock de inventarios en el corto plazo es baja, en virtud de que los requerimientos de infraestructura que conlleva esta estrategia imponen limitaciones a su ejecución masiva e inmediata. Constituye, sin embargo, un elemento a vigilar de cara a los próximos años.

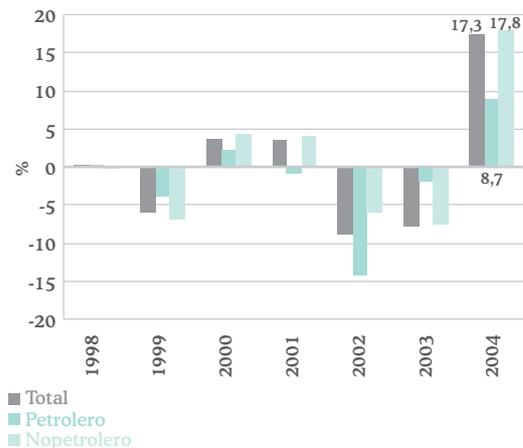
\$/b	Escenario Base		\$/b	Escenario Base	
	WTI	Brent		WTI	Brent
2002:I	21,6	21,1	2005:I	49,0	47,6
2002:II	26,3	25,1	2005:II	44,5	43,3
2002:III	28,3	27,1	2005:III	42,7	41,5
2002:IV	28,2	26,8	2005:IV	41,0	39,8
2003:I	33,9	31,3	2006:I	39,3	36,0
2003:II	30,0	27,0	2006:II	38,9	36,7
2003:III	31,0	28,6	2006:III	38,3	37,2
2003:IV	29,9	28,5	2006:IV	37,4	36,3
2004:I	35,2	31,8	2002	26,1	25,0
2004:II	38,4	35,5	2003	31,2	28,9
2004:III	44,1	41,7	2004	41,2	38,6
2004:IV	47,1	45,3	2005	44,3	40,6
			2006	38,5	36,1

Fuente: EIA, estimaciones propias

Primavera atenuará las presiones

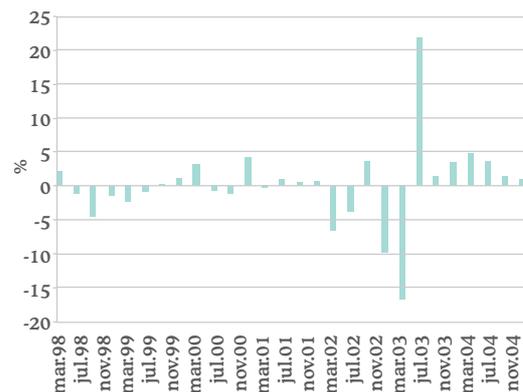
Descontando que el crecimiento de la demanda de crudo importado chino no será superior al 20%, el mercado se aproxima a la Primavera mejor abastecido que los últimos tres años. Las reservas son de mejor calidad, lo que hará que, ante la caída estacional de la demanda de productos propia de este período, se entre a la “temporada de manejo” del verano con un elevado nivel de inventarios de gasolina y crudos que permitirán que se produzca un ajuste a la baja en los niveles de precios, que estimamos se ubique en torno al 8,7% en el segundo trimestre en términos promedio. Sin embargo, los temores que mantienen muchos participantes en el mercado de un sorpresivo incremento en la demanda china se ha constituido un factor alcista, que nos conduce a una revisión de nuestro escenario anterior, que se traduce en un alza de 9% en el precio del Brent que pronosticábamos en nuestro escenario previo, para una media en 2005 de 40,6 dólares por barril.

Producto interno bruto (Variación Anual)



Fuente: BCV y cálculos propios.

Variación del PIB total Desestacionalizado



Fuente: BCV y cálculos propios.

Ventas totales de vehículos



Fuente: CAVENEZ

2. Entorno Macroeconómico

Crecimiento mantiene aún su aliento

Los indicadores disponibles acerca de la actividad económica en el primer trimestre no permiten discernir la ocurrencia de alteraciones en el ritmo de expansión del PIB del sector no petrolero en el primer trimestre, el cual mantendría el vigor de los trimestres recientes. Sin embargo, antes de entrar a analizar en detalle estos indicadores, nos detendremos un poco en el análisis del año 2004 a la luz de las cifras oficiales del cuarto trimestre, publicadas por el Banco Central de Venezuela (BCV) en febrero de 2005.

De acuerdo a las cifras oficiales del cuarto trimestre de 2004, el producto interno bruto total (PIB) se expandió en 11,2% respecto al cuarto trimestre de 2003, a pesar de la contracción experimentada por el sector no petrolero de 5,9%, y gracias al empuje del sector no petrolero que se expandió en 14,2%. Dada esta evolución durante el último trimestre, la actividad económica venezolana culminó el año 2004 con un vigoroso crecimiento de 17,3% respecto al año previo, lo que ubica nuestra previsión tan sólo 0,1 puntos porcentuales pp por encima del dato oficial.

Sin embargo, para tener una idea más justa del vigor del crecimiento económico en 2004, es conveniente evitar la comparación con 2003 ó 2002 dado el efecto atípico y puntual del paro general, y comparar con los años 2000 y 2001. Esta última comparación da una visión muy distinta al mostrar que el PIB de 2004 es sólo superior en 2,0% al de 2000 mientras que es inferior en 1,3% al de 2001, revelando que la mayor parte de la variación con respecto a 2003 es un mero efecto de rebote estadístico. Sin embargo, la observación de las variaciones entre trimestres consecutivos (eliminando el efecto estacional!) indica que más allá del efecto estadístico la economía ha crecido desde mediados de 2003 a un ritmo realmente alto en comparación a fases de expansión pasadas (ver gráfico). En particular, esta variación fue de 4,8% en el primer trimestre, de 2,6% en el segundo, de 1,5% en el tercero y 0,9% en el cuarto, reflejando el alto ímpetu del crecimiento en el primer semestre pero también su desaceleración en el segundo, tendencia esta última que, por razones que se repasan al final de este artículo, esperamos que se mantenga.

La expansión observada en 2004 estuvo motorizada principalmente por el sector no petrolero el cual se expandió en 17,8% respecto a 2003, crecimiento que se apalancó en gran medida en la fuerte expansión del gasto del gobierno central. En el mismo período la demanda agregada interna creció en 27,9%, lo que se explica por el incremento de la inversión bruta fija (43,0%), el consumo final privado (16,6%) y el consumo final de gobierno (13,9%).

Dentro del sector no petrolero todas las actividades se expandieron, siendo los sectores que presentaron mayor crecimiento: construcción (32,1%), instituciones financieras y seguros (26,6%), transporte y almacenamiento (26,4%), comercio (25,5%) y manufactura (25,4%). Por su parte el sector petrolero experimentó una expansión de 8,7% respecto al 2003, pero los paros petroleros de 2002 y 2003 hacen una vez más que esta cifra sea engañosa, pues al comparar el año 2004 con los años 2000 y 2001 se observan contracciones de 9,3% y 8,5% respectivamente, reflejando un deterioro en la producción del sector, lo cual es producto del efecto combinado de la insuficiente inversión y de la intensa reorganización de PDVSA.

A la fecha de cierre de la presente publicación aún no se han dado a conocer cifras oficiales acerca del PIB del primer trimestre de 2005, pero existen algunos indicadores mensuales que nos brindan pistas

sobre el ritmo de crecimiento que mantuvo la actividad económica en el primer trimestre.

En particular, centraremos el análisis en la evolución, durante el primer trimestre del año, de tres indicadores: las ventas de vehículos (en unidades), el consumo de energía (en Gwh) y el nivel de crédito de la banca (en términos reales). El cuadro adjunto muestra la alta correlación de estos indicadores con el PIB en frecuencia mensual².

Para el primer trimestre de 2005, se observa que: las ventas de vehículos continúan la tendencia ascendente que vienen experimentando desde el cuarto trimestre del 2003 ubicándose en 39.497 unidades el primer trimestre del año, lo que equivale a un crecimiento de 68,6% respecto a igual período de 2004. Dicho crecimiento se debe principalmente al incremento abrupto que sufren las ventas de vehículos importados las cuales se incrementan en 267,6%, lo cual hace que este rubro aumente a su vez su participación de mercado en 15,1 puntos porcentuales para ubicarla en 28,0%. Por su parte la venta de vehículos nacionales se incrementó en 39,3% y ahora representa el 72,0% de las ventas totales en el primer trimestre del año.

A pesar del crecimiento mostrado trimestre contra trimestre, al observar las variaciones intertrimestrales desestacionalizadas la serie se mantiene casi invariable en el primer trimestre del 2005 con una caída 0,5%, lo que podría constituir una primera señal de alerta debilitamiento de la expansión económica, por lo que habrá que estar atentos a la evolución de este indicador en los próximos meses.

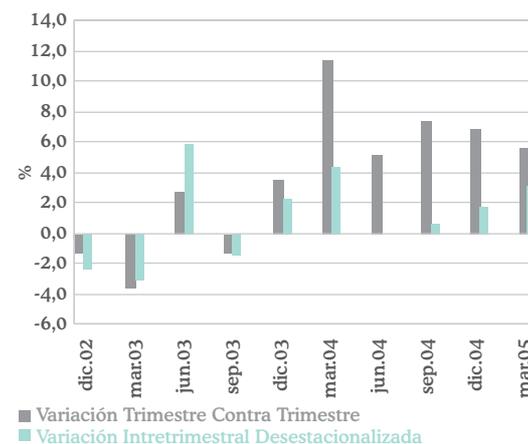
La energía consumida en el primer trimestre mantiene la leve tendencia creciente que muestra desde marzo de 2003. Para el primer trimestre de 2005, ésta se ubica en 24.358 Gwh, incrementándose en 5,6% respecto al primer trimestre de 2004 y en 17,7% respecto a 2003. Crecimiento que se mantiene incluso en las variaciones intertrimestrales desestacionalizadas donde se observa un crecimiento de 3,2%. Por otra parte, la energía máxima demanda en el trimestre fue de 14.193 MW superior en 7,9% y 16,7% a los primeros trimestres de 2004 y 2003 respectivamente. En definitiva este indicador apunta más bien al sostenimiento del ritmo expansivo de la economía.

Por último, el crédito bruto real otorgado por la banca comercial y universal para el primer trimestre de 2005 mantiene el ritmo de crecimiento mostrado desde el primer trimestre de 2004, expandiéndose en 59% respecto al mismo trimestre de 2004, mientras que en términos desestacionalizados la variación inter-trimestral arroja un crecimiento de 13%, reforzando la tesis de que el ritmo de crecimiento se ha mantenido sin alteraciones este primer trimestre del año.

Pasando ahora al sector laboral, nos encontramos con que la tasa de empleo, siguiendo su patrón pro-cíclico, mejoró en 3,7 pp entre diciembre 2003 y diciembre 2004, lo que se traduce en un incremento de 612.474 empleos. El número de empleados asciende a 10.882.601 personas de las cuales el 51,3% pertenece al sector formal y el otro 48,7% al sector informal, dentro de este último 30,9% son trabajadores por cuenta propia no profesionales, 13% empleados y obreros, 3,6% patronos ó empleadores y 1,3% ayudantes familiares no remunerados.

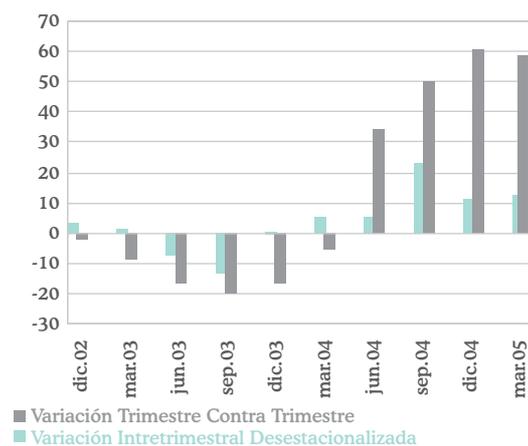
El sector público generó el 39% de los nuevos empleos cerrando el año con 239.254 nuevos empleados, por su parte el sector privado generó el otro 61% (373.220 pers.) de los cuales el 83% se generó en el grupo de empleados y obreros, 0,16% son trabajadores por cuenta propia, 0,08% son patronos y empleadores, 1,3% pertenecen a sociedades de personas (Este grupo hasta julio de 2004 se regis-

Energía consumida



Fuente: BCV y cálculos propios

Cartera de crédito bruta real del Sistema Financiero



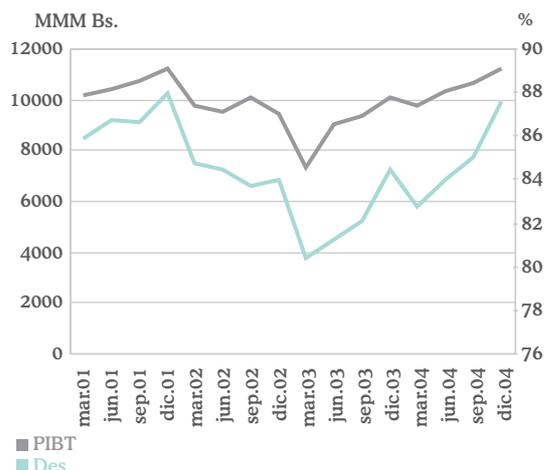
Fuente: BCV y cálculos propios

Matriz de Correlaciones de las Variables en nivel

	PIB Total
Venta de Vehículos	76,8%
Energía Consumida	57,9%
Crédito Bruto Real	44,9%
Tasa de Empleo	68,8%

Fuente: cálculos propios

PIB Vs. Tasa de empleo



Fuente: INE y cálculos propios

Brecha del producto no petrolero (PIBNP-producto potencial)



Fuente: cálculos propios

traba como cooperativa), el grupo de ayudantes familiares disminuyó 0,18% y en las cooperativas se generó una caída de 1,2% (caída que se explica por la exclusión de las sociedades de personas, el peso neto es de 0,1%)

Cifras preliminares del mes de febrero publicadas por el instituto nacional de estadística (INE), indican que la tasa de empleo se incrementó en 1,5 pp respecto al mes anterior y 3,1 pp respecto a febrero 2004. Discriminado por sexo, en el sector de las mujeres el empleo aumentó 6,0 pp y representan el 38,6% de la población total activa, mientras que en los hombres se incrementó la tasa de empleo en 3,0 pp y representa el 61,4% de la población total activa. Con lo cual el indicador refuerza aún más los signos de un sostenimiento del ritmo de crecimiento.

En definitiva no existen señales que nos lleven a alterar nuestro escenario base para el primer trimestre, el cual prevé un crecimiento del PIB de 7,9%, impulsado por un aumento de 9,7% del PIB No Petrolero. Para el año nuestro escenario base prevé: crecimiento de 3,9% para el PIB total, de 4,6% para el sector no petrolero y de 1,5% para el sector petrolero.

Reafirmamos sin embargo nuestra cautela acerca de la sostenibilidad de la expansión, dado que estimamos que la economía está produciendo ya por encima de su "producto potencial" (nivel sostenible del PIB), lo que hace prever el inminente inicio de una prolongada fase de desaceleración del ritmo expansivo que será más brusca cuanto más tiempo se mantenga el fuerte ritmo expansivo actual (*hard landing*). En este sentido consideramos que los riesgos que amenazan a la actividad real en la actualidad son asimétricos, hay una alta probabilidad de que crezcamos menos que lo que prevemos en nuestro escenario base y sólo una baja probabilidad de que crezcamos más.

- 1 La desestacionalización se realizó con el método Tramo/Seat, considerando los datos del cuarto trimestre de 2002 y primer trimestre de 2003 como datos atípicos.
- 2 El pib trimestral fue mensualizado por el método de Chow-Lin utilizando los índices mensuales de volumen de ventas comerciales y manufactureras que publica el BCV.

Política Fiscal

Gastando el windfall petrolero II

En el primer trimestre del año el gasto primario ejecutado por el Gobierno Central se ubicó en Bs. 11,4 billones, cifra que supera en un 49% al gasto ejecutado en el primer trimestre del año anterior y triplica el gasto realizado en el primer trimestre de 2002. Al evaluar el gasto en términos reales se observa que el nivel alcanzado en este período es el más alto realizado en los últimos 13 años, superando en un 27 % al ejecutado el año anterior y un 89% al ejecutado en el primer trimestre de 2002. El alza más importante se registró en el mes de marzo, donde el gasto primario repuntó en un 51% en con respecto al ejecutado en el mes de febrero.

Esta evolución del gasto primario evidencia una acentuación de la política fiscal expansiva que viene caracterizando a la economía venezolana desde el segundo semestre de 2003. Este comportamiento es típico de los períodos de alza de los precios del petróleo.

La primera consecuencia de los ingresos fiscales imprevistos (windfall fiscal revenues) asociado a este ciclo petrolero, es un cambio de nivel en la relación Gasto Fiscal/PIB, similar a la ocurrida en los años 70', donde el ratio paso de un promedio de 16% hasta 1973 al 25,8% entre 1974-1978, para luego retroceder al 20% en la década de los 80'. En la actualidad se encuentra en 32% del PIB, mientras en los 90' se ubicó en 22%.

La consecuencia de este ajuste posterior en el nivel del gasto en la actividad dependerá en que fase del ciclo se encuentra la economía. Si esta cerca o por debajo del potencial, el impacto será fuertemente recesivo, mientras que de encontrarse por encima impactará poco al crecimiento. Sin embargo en cualquiera de los escenarios, tendrá un claro impacto en el bienestar de los grupos receptores de estas transferencias.

Buena parte del destino de este cambio estructural ha sido destinado a transferencias directas a la población, e incrementar el tamaño del Estado, este último hecho se evidencia recientemente en el incremento del 40% del gasto de consumo del Gobierno Central que paso de 4,4% a 6,1% del PIB. En menor medida ha sido para financiar proyectos de inversión que históricamente han mostrado una baja tasas de retorno.

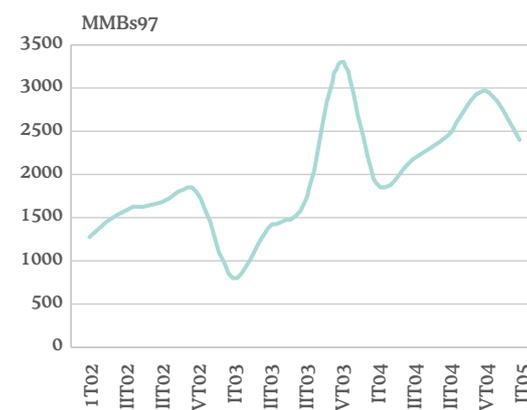
En el boom de los 70', adicionalmente, la respuesta de Venezuela fue anticipar ingresos petroleros futuros mediante endeudamiento, hecho que se evidenció en el incremento del ratio deuda/PIB de 9,5% en 1973 a niveles del 24% en 1978. Situación similar ocurre en la actualidad, al pasar el endeudamiento de 30,2% del PIB en 2001 al 42,8% en 2004. El factor central es la prociclicidad al acceso al crédito que tiene las economías petroleras en tiempo de altos precios del petróleo, que se expresa en el mayor apetito por papeles de estos países, dado que los agentes también descuentan una mayor probabilidad de pago, vistos los ingresos futuros.

En líneas generales se puede afirmar que esta fase, es muy similar a la registrada en el windfall de los 70', sin embargo el matiz esta, sin entrar a valorar la productividad y el tipo de inversión pública, esta se duplicó al pasar de 5% del PIB en 1974 a 10% en 1978, mientras que entre 2002 y 2004 ha disminuido de 8% a 6% del PIB, mientras que el gasto corriente y las transferencias se han incrementado de manera importante.

¿Cual es el tamaño del windfall?

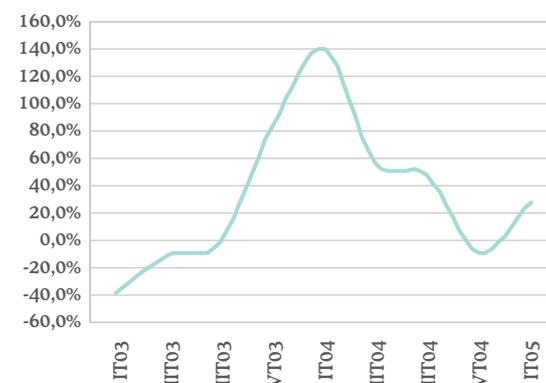
El actual boom petrolero debemos colocarlo en perspectiva ya que existen factores que condicionan su cuantía con respecto a los observados en otros ciclos alcista de los precios del petróleo. La primera consideración, tiene que ver con la comparación del precio del petróleo. Si observamos el precio promedio para la cesta venezolana en lo que va de año, se tiene un promedio de 40 dólares el barril, visto en perspectiva es 20% inferior en términos reales al observado en promedio entre 1974-1980, donde fue 49,5 dólares el barril, llegando a cotizarse en 67,1 dólares reales el barril en 1980. El segundo factor es el nivel de produc-

Gasto Primario Real Trimestral



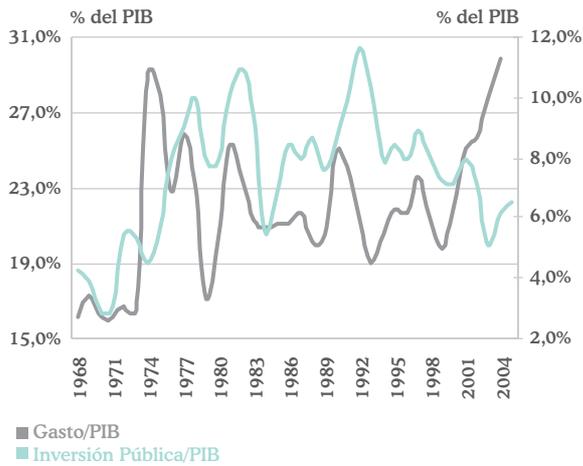
Fuente: Ministerio de Finanzas. Estimaciones y cálculos propios

Crecimiento Real Trimestral Interanual



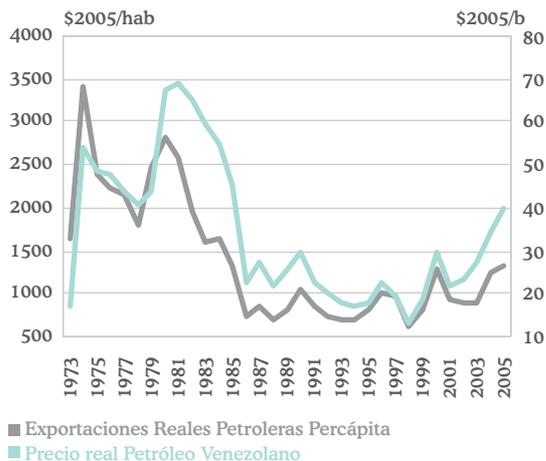
Fuente: Ministerio de Finanzas. Estimaciones y cálculos propios

Gasto Fiscal vs Inversión Pública



Fuente: Ministerio de Finanzas y BCV. Cálculos y Estimaciones Propias

Comportamiento Exportaciones Petroleras reales



Fuente: Ministerio de Energía y Petróleo. Cálculos y Estimaciones Propias

ción. Luego del paro de actividades y reestructuración de la industria ocurrida a finales de 2002 y 2003, se ha generado una caída del 15% en el nivel de producción, que representa la mitad de la caída que registró la industria petrolera venezolana entre 1973-1975 asociada al proceso de nacionalización de la industria. El último factor es el relativo al tamaño de la población. Mientras entre 1974-1980 las exportaciones petroleras en términos reales valorados a precios del 2005, fueran en promedio 2464 dólares por habitante, para 2004 fue de 1262 dólares, mientras que estimaciones propias, ubican dicho ratio para 2005 en 1318 dólares. Si se utiliza como proxy para la mediación del windfall, la comparación de las exportaciones petroleras por habitante en términos reales se tiene que este windfall es un 47% inferior, al registrado en el período 1974-1980.

Otra media de windfall 2004-2005 es evaluar las exportaciones petroleras utilizando como referencia una medida de precio de petróleo de largo plazo que hemos estimado en 30,3 dólares reales de 2005 el barril, se tendría un windfall equivalente a 11.700 millones de dólares, equivalente al 11,2% del PIB de este año. Si hacemos el mismo análisis con respecto al período 1974-1980 y lo valoramos para dos años promedio de dicho período, el mismo se ubica en 26.370 millones de dólares de 2005, equivalente al 25% del PIB. Es decir, el windfall actual sería un 55% inferior al registrado en la década de los 70'.

¿Qué hacer con el windfall?

Las experiencias más exitosas en el manejo de windfall asociados a materias primas, están en países que han intentado aislar los ciclos de estos commodities y hacer menos vulnerable estas economías a los shocks. Ejemplo de ello, es Noruega que es el tercer exportador de petróleo que creo un Fondo de estabilización pre-fiscal con la única regla que de el se utiliza lo necesario para cubrir la brecha fiscal y el resto se acumula con la finalidad de financiar los requerimiento futuros de seguridad social asociados al envejecimiento de la población. Otra experiencia exitosa es Chile, que ha logrado establecer un mecanismo que aísla del presupuesto de las variaciones cíclicas del cobre son respecto a un precio de largo plazo, determinando por un panel de expertos independientes. En ambos casos, estos instrumentos han coadyuvado adicionalmente a una mejor gestión macroeconómica.

En Venezuela, se intentó utilizar la figura del Fondo de Estabilización Macroeconómico para aislar las variaciones del precio del petróleo con respecto al promedio móvil de los últimos cinco años, sin embargo el no respecto a las reglas de acumulación y desacumulación del Fondo, así como la tentación de utilizarlo como fungible, hizo que se gastará y luego se endeudara para colocar los recursos, hechos que terminaron por hacer poco efectivo el instrumento, en un período que el déficit promedio se ubicó sobre el 3% del PIB.

Es claro que una de las decisiones más complicadas para un hacedor de políticas es tomar la decisión de ahorrar/invetir los ingresos fiscales repentinos asociados al alza de los precios del petróleo ó destinarlos a atender una población con una mayoría en situación de pobreza y con fuerte distorsiones en la distribución del ingreso, esto sin lugar a duda constituye un nudo gordiano difícil de romper que no es más que una decisión intertemporal entre resolver necesidades perentorias de muy corto plazo vs el mediano y largo plazo.

De hecho, un elemento diferenciador entre ambos períodos es el nivel de pobreza. Mientras que en 1974 sólo un 26,13% de los hogares se encontraba en situación de pobreza, en la actualidad lo está más de un 50%. El desempleo latente, que incluye los desempleados más la población económicamente activa que trabajan menos de 20 horas a la semana, se ubicaba entre 1974-1980 en 8,3%, mientras que para 2002 era 24%.

Es claro que las necesidades son asimétricas entre un período y otro, sin embargo la experiencia nos enseña que el costo de sacrificar estabilidad es muy alto. Este tipo de políticas de corto plazo termina, pasado el boom, con una peor distribución del ingreso que la que existía previamente, mientras que mejora en aquellos países que logran aislar los efectos temporales de los ciclos de materias primas. Nuestra experiencia pasada da fe de ello.

Inflación

Frágil contención inflacionaria

Las cifras del Banco Central de Venezuela reflejan un incremento acumulado en el índice de precios al consumidor (IPC) de 3,3% para el primer trimestre del año, cifra menor en 3,0 puntos porcentuales (pp) a la registrada el primer trimestre de 2004 y 6,1 pp a la registrada el primer trimestre de 2003. Dicha disminución en la inflación trimestral acumulada respecto al primer trimestre de 2004 fue general, solo tres (3) de los trece (13) rubros que componen el IPC crecieron por encima de la cifra registrada el período anterior, comunicaciones 3,5 pp, salud 0,7 pp, servicios de vivienda excepto teléfono y gas 0,5 pp. De los diez (10) rubros restantes los que disminuyeron en mayor magnitud fueron; alimentos y bebidas no alcohólicas 6,4 pp, transporte 6,1 pp, bebidas alcohólicas y tabacos 5,7 pp.

Los rubros que presentaron mayor incidencia¹ o peso en la inflación del trimestre a nivel del consumidor fueron; transporte 0,85 pp, restaurantes y hoteles 0,44 pp, alimentos y bebidas alcohólicas 0,40 pp y salud 0,33 pp. El aporte de los bienes y servicios controlados² ascendió a 1,75 pp lo que representa el 52,2% del trimestre.

La inflación acumulada para el primer trimestre 2005 del índice de precios al por mayor se ubicó en 5,5%, lo que se traduce en una inflación represada ó no trasladada al consumidor final de 2,1 pp. La inflación en los productos nacionales alcanzó 5,5%, mientras que los precios de los productos importados crecieron en 5,3%.

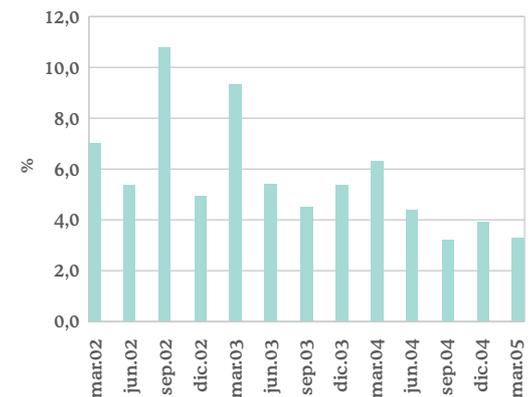
Por otra parte, la inflación núcleo acumulada del trimestre se ubicó en 4,4%, cifra menor en 3,8 pp a la registrada el primer trimestre de 2004 y 1,1 pp a la inflación efectiva.

Nuestras previsiones apuntan a una aceleración del ritmo inflacionario para los próximos trimestres del año respecto a lo ocurrido en este trimestre, con una inflación trimestral promedio en torno al 6% finalizando el año con una inflación acumulada cerca de 22%. Esto debido principalmente a tres factores;

- El impacto de la devaluación ocurrida el 3 de marzo, al elevarse el tipo de cambio oficial Bs/US\$ en 12% pasando de 1920 a 2150. Aunque no se prevean nuevos ajustes en el año, el impacto inflacionario de la devaluación ocurrida aún no se ha agotado, dado el rezago de los bienes sujetos a control.
- El incremento salarial anunciado por el presidente de la república que entrará en vigencia a partir del 1 de mayo, donde el salario mínimo se incrementará aproximadamente 25% pasando de Bs. 321.000 a Bs. 401.000.
- La previsible expansión monetaria vía incremento del gasto público mensual a lo largo del año.

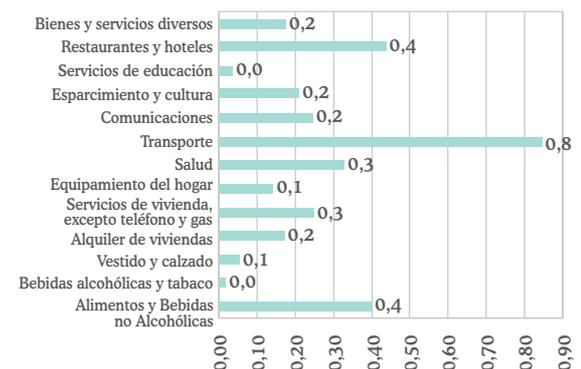
1 Para determinar la incidencia se utilizó el peso de los rubros que corresponde a marzo 2003
2 Entre los bienes y servicios controlados se encuentran los alimentos y bebidas alcohólicas, servicios de electricidad, comunicaciones y transporte.

Tasa de Inflación Trimestral



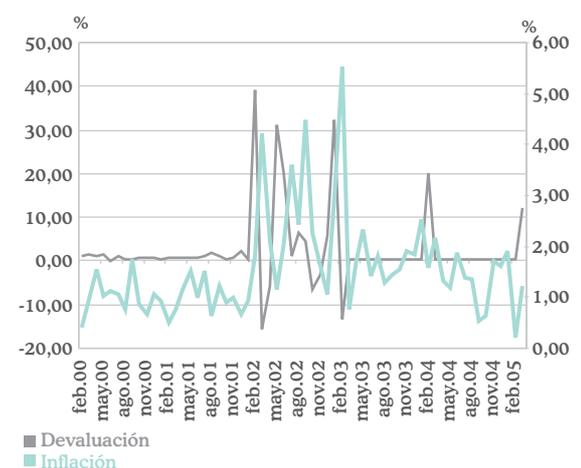
Fuente: BCV y cálculos propios

Incidencias en la Inflación por Rubros en el Primer Trimestre 2005



Fuente: BCV y cálculos propios

Tasa de Devaluación Vs. Inflación



Fuente: BCV y cálculos propios

La economía venezolana padece décadas de estancamiento, es decir, más allá de sus bruscas fluctuaciones de corto plazo, es incapaz de crecer de forma sostenida por encima del crecimiento de su población, con lo cuál el PIB por habitante, el indicador central del nivel de vida del ciudadano medio de un país, sigue una senda secularmente descendente.

Es vital por ello, comprender las causas por las que la economía es incapaz de experimentar fases sostenidas de crecimiento. Esto no es muy difícil de lograr, pues la ciencia económica ha avanzado mucho en los últimos 50 años en el estudio de los determinantes del crecimiento a largo plazo o de la capacidad de crecimiento sostenido, identificando cuatro elementos básicos: el crecimiento del stock físico de capital (infraestructura física productiva de un país), el crecimiento de la fuerza de trabajo (población apta y disponible para ser empleada) y la evolución de la productividad de estos dos factores de producción (la cual se asocia a la difusión e innovación tecnológica y a la capacitación media del recurso humano).

Un ejercicio sencillo de "contabilidad del crecimiento" permite cuantificar para el caso venezolano el papel que han tenido cada uno de estos elementos en la evolución que sigue la economía venezolana a largo plazo (omitimos los tecnicismos pero el lector interesado encontrará una explicación del ejercicio en <http://www.eumed.net/tesis/ata/c4.htm>). El cuadro adjunto sintetiza los resultados del ejercicio, la primera columna muestra la tasa de crecimiento anual promedio del PIB durante el período señalado, y las columnas siguientes muestran que parte o porción de este crecimiento medio es explicado por cada uno de los elementos señalados (capital, trabajo y productividad).

Los hechos más resaltantes que muestra el cuadro son los siguientes: a partir de 1977 se inició el estancamiento de la economía (la economía ha crecido a una tasa anual promedio de 1,57% mientras la población lo ha hecho a una tasa superior al 2%), el estancamiento se ha agudizado en los últimos años, producto de las bajas tasas de incremento del stock de capital (asociadas a escasos niveles de inversión) y el descenso continuo de la productividad, lo que indica que la renovación tecnológica de las empresas y/o las mejoras en la formación media del trabajador venezolano han sido escasas en el período.

En términos más detallados, se observa que la tasa de crecimiento promedio del PIB se ha deteriorado de manera importante luego del período 1950-1977, cuando dicha tasa se ubicó en un extraordinario 6,6% lo que representa una caída del crecimiento promedio entre éste período y el período 1978-1998 de 5,1 puntos porcentuales pp, mientras que entre el primer período y el período más reciente (1999-2004) la caída es de 6,3 pp, lo que implica una caída adicional de 1,2 pp entre el segundo período y el tercero. Se observa que el factor trabajo ha mantenido su contribución en el crecimiento de la actividad casi constante. Para el segundo período éste incrementa su participación en 0,1 pp respecto al primer período, mientras que en el tercero disminuye 0,4 y 0,5 pp en relación al primer y segundo período respectivamente. sin embargo no se pudo decir lo mismo del aporte de los factores capital y la productividad los cuales se han deteriorado considerablemente al punto que la tecnología tiene una contribución negativa en el cre-

cimiento del PIB y el aporte del capital ha decrecido en 3,78 pp ubicándose en 0,54% para el período 1999-2004.

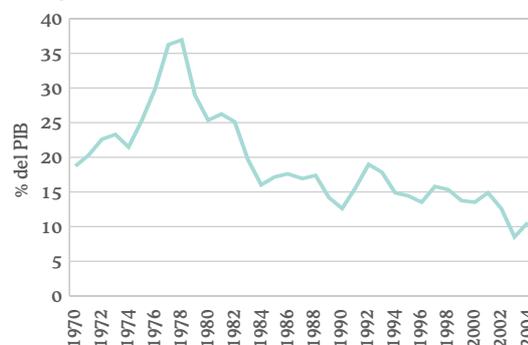
La conclusión que se desprende del ejercicio es simple y a la vez contundente, la vía más expedita que tienen las autoridades públicas para sacar a la economía del secular estancamiento en que se encuentra es creando condiciones que alienten una elevación apreciable de los niveles de inversión (como porcentaje del PIB) por encima de su promedio histórico. Además de su efecto directo en la acumulación del stock de capital físico, la inversión privada abundante tiene asociada una intensa difusión tecnológica que incide asimismo positivamente en la productividad, y crea además incentivos para la formación del capital humano al hacerle más rentable. Las cifras son contundentes, la inversión ha mostrado un declive continuo por décadas en el país, que aún no se detiene (ver gráfico), lo que coloca la tasa de inversión venezolana muy por debajo de la que poseen las economías que han logrado emerger del subdesarrollo a la industrialización en años recientes (ver gráfico).

Tabla de Contabilidad del Crecimiento

Período	Variación del PIB	Contribución del Capital	Contribución del Trabajo	Contribución de la Tecnología
1950 a 1977	6,63	4,32 (65,1%)	1,24 (18,6%)	1,08 (16,2%)
1978 a 1998	1,57	1,05 (66,5%)	1,25 (79,3%)	-0,72 (-45,8%)
1999 a 2004	0,31	0,54 (173,1%)	1,20 (386,9%)	-1,43 (-460,0%)

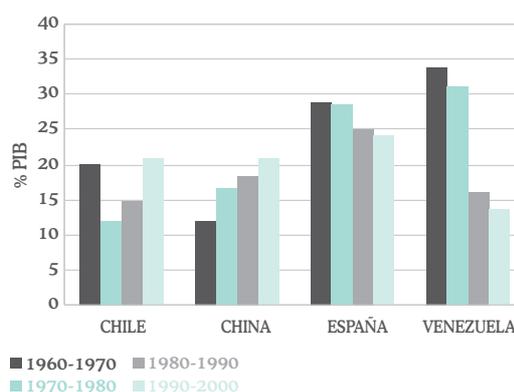
Fuente: BCV y cálculos propios

Inversión Venezolana a precios de 1984



Fuente: BCV y cálculos propios

Inversión en unidades comparables internacionalmente



Fuente: Penn Worl Table 6.1 y cálculos propios

3. Entorno Monetario y Financiero

Crece “Burbuja de liquidez”

Luego del importante crecimiento de la Liquidez y la Base monetaria observados en el último trimestre de 2004, la evolución de los agregados monetarios ha sido matizada de manera significativa durante el primer trimestre del 2005. De esta manera, el crecimiento nominal de la Liquidez monetaria, entre el cierre de 2004 y el 25 de marzo del presente año, se ubicó en 2,47%, cifra ostensiblemente inferior al crecimiento de 26,42% observado el trimestre anterior. Por su parte, el nivel nominal de la Base Monetaria mostró un leve descenso (-0,81%) en el periodo equivalente de 2005, que igualmente contrasta con el incremento del trimestre precedente, ubicado en 32,16%.

Si bien el comportamiento reseñado de las variables monetarias es congruente con su patrón estacional, factores como la presión monetaria expansiva inducida por el gasto público y una menor esterilización monetaria por la vía cambiaria, estimularon la intervención activa de la autoridad monetaria, constituyéndose ésta en el factor determinante de los resultados observados.

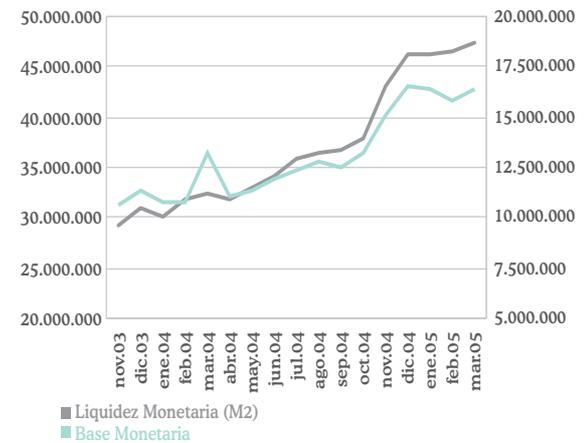
Aún cuando el descenso estacional del gasto primario del Gobierno Central se expresó en una caída de 15,97% en el primer trimestre del año respecto al trimestre precedente, el monto trimestral de gasto continuó siendo bastante alto, al ubicarse, en términos nominales, 48,77% por encima de su similar de 2004. De hecho, el gasto primario promedio mensual del primer trimestre del año se situó en el orden de Bs 3,79 Billones, 10,5% sobre el monto de gasto primario promedio mensual de 2004.

Por otra parte, los niveles de esterilización monetaria realizados a través del mecanismo cambiario se vieron disminuidos, al descender los montos de divisas liquidadas por el Banco Central en los primeros meses del año en relación a los montos que se venían liquidando durante el último semestre del 2004, así el saldo promedio mensual de divisas liquidadas entre enero y febrero del 2005 (969 Millones de Dólares), representó el 66,5% del monto promedio mensual de divisas liquidadas en el segundo semestre del año anterior. Este comportamiento es debido fundamentalmente al descenso estacional de los requerimientos de divisas asociadas a las importaciones realizadas en el país.

En ese entorno y en ausencia de colocaciones significativas de deuda pública en el mercado interno, la participación del Banco Central en el primer trimestre del año se caracterizó por su tono netamente contractivo, materializado en el crecimiento de 51,9% en el stock de instrumentos de créditos emitidos por el ente. Ello se ha traducido en el incremento de la “burbuja de liquidez” esterilizada por el BCV, cuyo monto en proporción a la base monetaria pasó del 43,5% al cierre del 2004, hasta el 66,6% el 25 de marzo del año en curso.

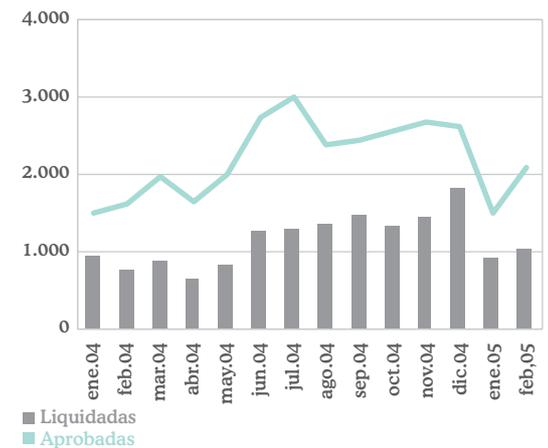
Durante el 2004 el stock de dinero esterilizado por el BCV mostró una tendencia descendente, apoyada en la flexibilización del régimen cambiario y en la necesidad de que los agregados monetarios operaran un movimiento expansivo, dado el mayor dinamismo económico derivado del crecimiento de la actividad real de la economía en ese año. Sin embargo, el menor ritmo de crecimiento esperado y la importante presión monetaria ejercida por la política fiscal expansiva en el 2005 permiten anticipar mayores exigencias sobre los mecanismos de esterilización monetaria, más aún si se desea ajustar la incidencia monetaria sobre la inflación, de manera que esta se aproxime al 15% anual propuesto en el presupuesto fiscal del 2005.

Base y Liquidez Monetaria (Millones de Bs.)



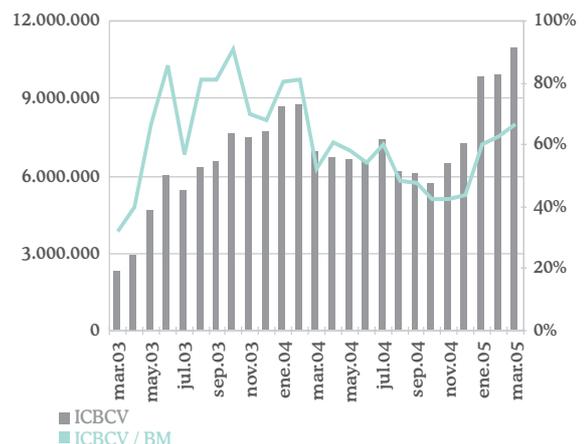
Fuente: BCV

Divisas aprobadas por CADIVI y liquidadas por el BCV. (Millones de US\$)



Fuente: CADIVI y BCV

Instrumentos de Crédito Emitidos por el BCV (ICBCV) (M de Bs. y % de la BM)



Fuente: BCV y cálculos propios

Crece los Activos Externos en poder del BCV

Como resultado de las condiciones favorables para Venezuela propiciadas por la coyuntura del mercado petrolero internacional y la disminución del ritmo de liquidación de divisas antes aludido, las reservas internacionales del país mostraron en el primer trimestre del año un crecimiento de 6,0%, que ubicó el monto total de las mismas, al cierre de marzo, en US\$ 25.661 Millones (US\$ 714 corresponden al FEM).

Este resultado incrementa la perspectiva de una mayor flexibilización cambiaria en el resto del año, al permitir una mayor holgura en la profundización del mecanismo como medio de esterilización monetaria. La Liquidez monetaria ha disminuido su relación proporcional con respecto al monto de reservas internacionales netas mantenidas por el BCV, al representar 90,8% de estas en marzo, luego de ubicarse en 103,2% al cierre del año anterior.

Tasas de interés estables, pero en descenso

El nivel promedio de las tasas de interés activas y pasivas nominales del sistema ha mantenido un importante nivel de estabilidad en el transcurso del año, situándose el promedio trimestral de las tasas activas de los seis principales bancos del sistema en 16,27%, mientras que en el caso de las pasivas (depósitos a 90 días), este promedio fue de 12,77%. La aseveración sobre la estabilidad de las tasas se fundamenta en el comportamiento de la desviación estándar de las tasas citadas sobre observaciones móviles de seis meses, observándose una disminución progresiva de la variabilidad de tasas, como se ilustra en el gráfico respectivo.

Sin embargo, al incorporar el efecto descendente esperado sobre la tasa activa, dada la entrada en vigencia de la normativa regulatoria del crédito hipotecario y los topes máximos de tasas asociados al mismo, debemos esperar un descenso de las tasas nominales en los próximos meses.

De acuerdo al panorama presentado, las tasas de interés reales continuarán propensas a mostrar niveles negativos o muy cercanos a cero, dependiendo su evolución, esencialmente, del comportamiento de la inflación.

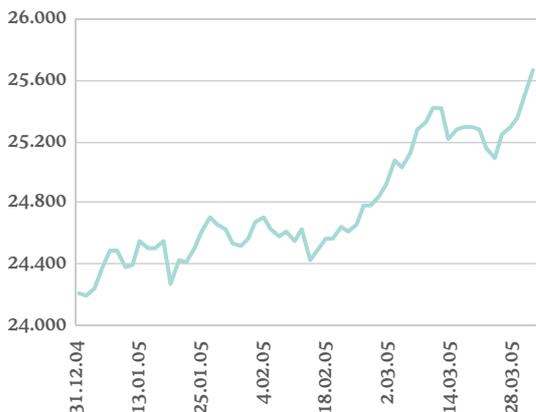
Perspectivas

La política fiscal expansiva continuará siendo el factor fundamental en la explicación del impulso expansivo sobre los agregados monetarios durante el resto del año. En el contexto del régimen cambiario vigente, las necesidades de esterilización monetaria dirigidas al control de la inflación deberán manifestarse en una mayor flexibilización cambiaria y en la implementación de una política monetaria activa de carácter restrictivo, atenuada solo por la intensidad de la liquidación de divisas y por la realización de importantes operaciones de endeudamiento público interno que drenen, al menos temporalmente, recursos monetarios del sistema.

En este sentido debe destacarse que el entorno monetario hasta ahora descrito crea un escenario favorable a la emisión de deuda pública interna, denominada tanto en bolívares como en divisas (pagadera en bolívares). Esta última modalidad de colocación seguirá contando con las condiciones propicias que crea el control de cambios: la existencia de una demanda de divisas insatisfecha, estimulada por la existencia de tasas de interés real negativas para el ahorro, en el marco de legalidad dudosa alrededor de los mecanismos no oficiales para su adquisición.

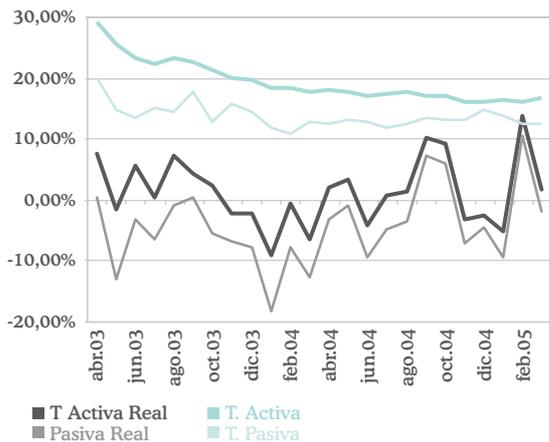
Sin embargo, la importante burbuja de liquidez represada por el Banco Central como su potencial crecimiento, desplazan en el tiempo las presiones monetarias sobre la inflación y obligan a mirar con cautela el devenir de la variable.

Reservas Internacionales totales (MM de US\$)



Fuente: BCV

Tasas de Interés promedio mensual de los 6 principales bancos (%)



Fuente: BCV y cálculos propios

Variabilidad de las Tasas de Interés Nominales (1 Desviación Estándar)



Fuente: BCV y cálculos propios

Nueva Ley Especial de Protección al Deudor Hipotecario de Vivienda

El pasado 3 de enero, fue publicada en la Gaceta Oficial N° 38.098 la “Ley Especial de Protección al Deudor Hipotecario de Vivienda”, cuyas principales disposiciones se exponen y analizan en el presente artículo.

La nueva ley obliga a las instituciones financieras a conceder créditos hipotecarios de vivienda principal en un porcentaje de su cartera de crédito anual que será fijado por el Consejo Nacional de la Vivienda, establecido inicialmente en 10% (3% para créditos hipotecarios a largo plazo destinados a la compra y 7% para créditos a corto plazo destinados a la construcción), sin incluir los otorgados por causa de la Ley de Subsistema de Vivienda y de Política Habitacional.

Simultáneamente la ley fija un techo a la tasa de interés por los préstamos hipotecarios, cuyo nivel se establece de acuerdo a un parámetro referencial que variará dependiendo de la tasa activa semestral promedio ponderada (TAPP), y coloca el cálculo respectivo en manos del Banco Central de Venezuela (BCV). Los cálculos ubican el valor de esta tasa para el primer semestre 2005 en 11,36%.

Algunas implicaciones de la ley

La Ley crea claros incentivos a la demanda de créditos inmobiliarios, pero aumenta las dificultades para la gestión de riesgos de los bancos en virtud tanto de la cuota mínima de cartera establecida como del tope impuesto a la tasa de interés.

En situaciones similares en el contexto de países desarrollados, los bancos pueden hacer frente a este tipo de controles entre otras vías por medio de la utilización de instrumentos de captación asociadas al mercado de capitales con lo cual se obtienen recursos menos costosos, con transformaciones de plazos y un mejor manejo de los riesgos implícitos. Sin embargo, el mercado de capitales venezolano se encuentra en un estado de desarrollo incipiente, en el cual este tipo de operaciones no resulta factible.

En términos de balance el efecto combinado de estos controles genera dos tipos de impacto sobre el margen financiero: el efecto de costo de oportunidad el cual generará una disminución de Bs. 57 millardos en el margen y el efecto precio de los topes de las tasas de interés que generarán una disminución de Bs. 118 millardos. En consecuencia se estima una disminución de 3 puntos básicos en la rentabilidad del 2005 (medida por el ROE). Aunque no es muy significativo el efecto financiero de la gaveta hipotecaria, la medida determinará una recomposición de la cartera de crédito del sistema financiero, tomando en cuenta que sólo tres entidades cumplen con el porcentaje establecido para la gaveta.

Por otra parte, para poder mantener la calidad de la cartera hipotecaria, los créditos se concentrarán en las personas de mayores ingresos, lo que implicará que el subsidio,

planteado a través de los topes de tasas de interés, sea regresivo ya que existirá un sesgo a favor de que los beneficiarios de los créditos sean personas con alta reputación crediticia.

Las condiciones financieras serán susceptibles de modificaciones, lo cual podría traducirse en menores plazos de amortización, implicando una recuperación rápida del crédito y una generación más rápida de recursos para otorgar otros créditos.

En Latinoamericana, la experiencia legislativa más parecida se dio en Colombia. Con la entrada en vigencia de la Ley de Vivienda de 1999 en dicho país, se fijaron ciertas características similares a las expuestas: porcentaje mínimo a destinar anualmente del incremento de la cartera bruta hipotecaria a créditos para viviendas de interés social, se aceptan prepagos totales o parciales, y posteriormente se fija un tope máximo de tasas de interés y, se eliminaron los créditos indexados, entre otros. Estas dos últimas normas determinaron que los saldos hipotecarios se redujeran producto de una adecuación del préstamo a la tasa interés tope, en segundo lugar, impulsó una reorientación hacia los créditos al consumo por parte de la banca y, al eliminar los créditos indexados, se elevó la cuota a cancelar restringiendo el acceso a familias de menores ingresos, todo lo cual tendió a limitar el desarrollo de la expansión del crédito hipotecario en ese país desde entonces. Para contrarrestar estos efectos, el Gobierno colombiano propició la vivienda de interés social a través de los subsidios directos a la demanda (igual a lo planteado en el caso venezolano), logrando de este modo impulsar el crecimiento del crédito hipotecario a familias de menores ingresos.

La titularización de la cartera hipotecaria también ha sido una herramienta efectiva y positiva para el desarrollo del sector hipotecario colombiano, representando una experiencia exitosa.

En el caso venezolano el apoyo a los segmentos de menores recursos incluyendo el establecimiento de subsidios a la demanda se realiza a través de los créditos otorgados bajo la Ley del Subsistema de Vivienda y de Política Habitacional, los cuales afectan sólo a las 15 instituciones financieras que son operadoras de este tipo de créditos. Pero además, este tipo de créditos no se contabilizan en la cuota o gaveta hipotecaria establecida en la nueva ley del deudor hipotecario.

En la mayoría de los países Latinoamericanos se han desarrollado esquemas de expansión del crédito hipotecario a los sectores de menores ingresos y aunque las condiciones financieras difieren de las establecidas en Venezuela, tienen como común denominador la elevada morosidad derivada del “riesgo moral” (*moral hazard*), es decir, la percepción de que los créditos otorgados con recursos del Estado (subsidio a la demanda) no requieren ser pagados. Por otra parte, en condiciones adversas (alto

desempleo, elevada inflación, entre otros), estos créditos tienden a disminuir porque se reduce el empleo en el sector formal y por ende los recursos que se derivan de la contribución del empleado y la empresa a fondos estipulados por la ley, y también por la disminución del poder adquisitivo de la población.

Al analizar la demanda se observa que uno de los segmentos beneficiados en la Ley de Política Habitacional es aquel que tiene ingresos familiares menores o iguales a 55 Unidades Tributarias (Bs. 1.617.000) y para el cual se encuentran contemplados subsidios directos a la demanda. Según la distribución del ingreso en Venezuela, aproximadamente el 90% de los hogares se encuentran en este segmento, sin embargo, la capacidad de ahorro de estas familias es casi nulo.

El costo de la canasta alimentaria para febrero 2005 se ubicó en Bs. 349.369 lo cual implica que los segmentos de ingresos inferiores o iguales a este monto, aproximadamente el 40% de los hogares, escasamente satisfacen sus necesidades

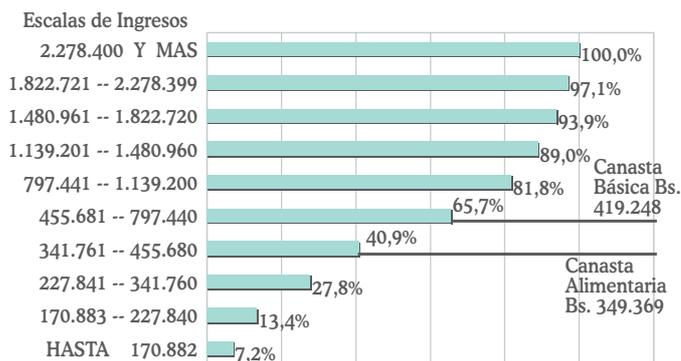
alimentarias básicas sin tomar en cuenta que existen otras a cubrir como el pago de luz, alquiler, agua, entre otros. Esto debilita el impacto de los subsidios directos, ya que estas familias no pueden acceder al crédito complementario para obtener una vivienda, aunado a que parte de esta población no se encuentra en el sistema de ahorro habitacional por ser trabajadores informales.

En este sentido solo un 6,2% de los hogares (con ingresos familiares superiores a Bs. 1.800.000) estarían en capacidad de optar por un financiamiento de vivienda, lo que limitará el potencial de desarrollo del crédito hipotecario en el país a pesar de las favorables condiciones financieras expuestas.

La oferta inmobiliaria por su parte, impone límites estrechos a corto plazo. Según cifras de la Cámara Inmobiliaria Metropolitana el 93% de los precios de los apartamentos se ubica por encima de Bs. 150 millones y el precio promedio de venta se encuentra alrededor de Bs. 100 millones, estos precios exigen una cuota inicial y una capacidad de pago que restringe la demanda potencial de los mismos.

Un bajo poder adquisitivo y una oferta inmobiliaria con precios elevados, implica que a pesar de mejorarse las condiciones financieras de los préstamos hipotecarios, expuestas en la Ley del Deudor Hipotecario, el desarrollo de los mismos no será tan satisfactorio, incluso para aquellos otorgados a través de la Ley de Política Habitacional. Por otra parte, la introducción de una gaveta hipotecaria generará efectos negativos en la rentabilidad bancaria, asimilables por el sistema financiero, sin embargo, generará un efecto de recomposición de la cartera y una mayor exposición a riesgos con una posible merma en la calidad de la cartera hipotecaria.

Frecuencia de los Hogares



Fuente: INE y cálculos propios

Maria Gabriela Gonzalez
maria_gonzalez@provincial.com

4. Artículos

Crecimiento, Elecciones y Petróleo

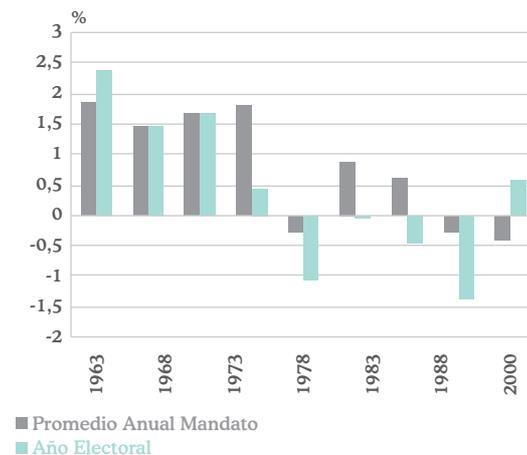
Actualmente se encuentra muy extendida entre analistas especializados y público en general la idea de que si se mantienen los altos niveles de precios del petróleo que han predominado durante el último año, estaría garantizado el sostenimiento en 2005-2006 del alto ritmo de crecimiento inter-trimestral mostrado por el sector no petrolero de la economía venezolana¹ durante 2004, y que por el contrario, una debacle de los precios del petróleo que obligue al Gobierno a contraer su nivel de gasto en términos reales daría al traste con la actual fase de expansión del sector no petrolero. La tesis se sustenta en la idea de que si el gobierno logra mantener y aún aumentar el alto ritmo de gasto público que caracterizó al 2004, entonces la actividad productiva no petrolera del país se vería inevitablemente impulsada por dicho ritmo y, dada la sucesión de eventos electorales que se avecinan en 2005 y 2006, se considera que el gobierno no cederá en su ritmo de gasto a menos que no cuente con los recursos para financiarlo. En su versión más extrema esta extendida opinión cobra formas como la siguiente: “el Gobierno no permitirá de ninguna manera una desaceleración del ritmo de crecimiento económico en pleno período pre-electoral”, afirmación que asume implícitamente que el Gobierno es omnipotente frente al crecimiento económico a corto plazo, al menos mientras pueda financiar una expansión apreciable del gasto público.

Las opiniones de esta naturaleza en realidad cuentan con gran popularidad en casi todo el mundo desde hace mucho tiempo y han sido objeto de la atención de muchos investigadores, quienes han dirigido sus esfuerzos a evaluar su justificación teórica y sustento empírico bajo la denominación general de hipótesis de los “Ciclos Económicos Políticos” (en inglés, “*Political Business Cycles*”). La esencia de estos planteamientos se sintetiza en la hipótesis que sostiene que en los períodos pre-electorales los gobiernos intentan, a como de lugar, expandir el gasto (y/o la oferta monetaria) aún a costa de incrementar el déficit fiscal, y que con ello logran que la actividad económica se expanda en tales períodos, lo que a su vez favorecería las posibilidades electorales del partido o coalición gobernante. Sin embargo, la evidencia empírica acumulada durante décadas de estudio sólo dan cierto soporte a la existencia de ciclos políticos en el gasto público y las variables fiscales (denominados “Ciclos Presupuestarios de Origen Político” o “*Political Budget Cycles*”), pero no corrobora sus supuestos efectos sobre la actividad económica, es decir, la evidencia señala que los gobiernos sí suelen incrementar su gasto al acercarse eventos electorales pero no suelen conseguir con ello afectar positivamente la evolución de la actividad económica². El primer gráfico adjunto, muestra que el caso venezolano no es excepcional en este sentido, pues si se compara la variación anual del PIB no petrolero en el año previo a las elecciones presidenciales con el promedio de todo el mandato presidencial, se observa que rara vez el ritmo de crecimiento se ha incrementado en el período pre-electoral.

La debilidad de esta visión optimista acerca de la capacidad de los Gobiernos de controlar a corto plazo la actividad económica cuando cuentan con suficientes recursos fiscales, radica en que olvida por completo que la capacidad de producción de una economía es siempre limitada y que este límite no puede ser incrementado en el corto plazo ni por el gasto público, ni por los precios del petróleo, ni por ninguna otra variable. La capacidad productiva de una economía sólo puede incrementarse de forma apreciable en el largo plazo, y sólo a través del mantenimiento de niveles de inversión suficientemente altos (superiores a la requerida tan sólo para reposición y mantenimiento), de la difusión e innovación tecnológica y/o de mejoras apreciables en la capacitación técnica promedio del recurso humano del país.

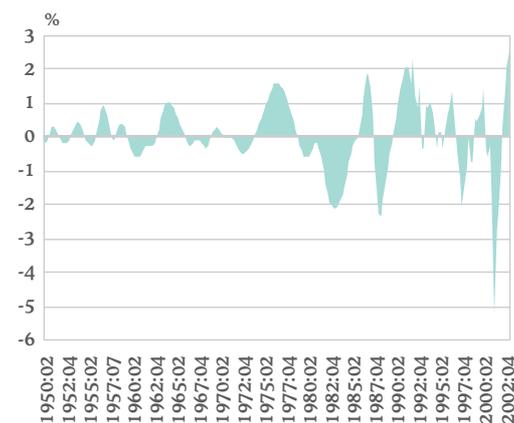
Al tener esto en cuenta, entonces se hace evidente que la magnitud del impacto del gasto público en la actividad económica estará inversamente relacionada con la “brecha del producto”, que no es más que la diferencia o distancia entre el PIB y el “Producto Potencial”

Variación del PIB no Petrolero en períodos pre-electorales



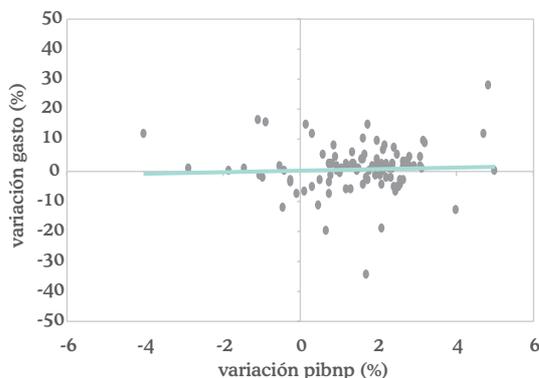
Fuente: BCV y cálculos propios

BRECHA: PIB no Petrolero menos Producto Potencial



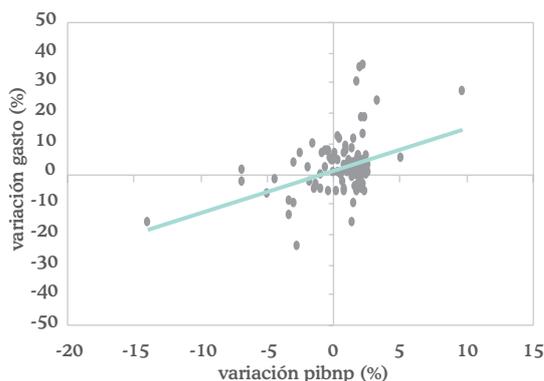
Fuente: BCV y cálculos propios

Crecimiento no Petrolero vs. Variación del Gasto Público (PIBNP > POTENCIAL)



Fuente: BCV y cálculos propios

Crecimiento no Petrolero vs. Variación del Gasto Público (PIBNP < POTENCIAL)



Fuente: BCV y cálculos propios

(el nivel máximo del PIB que resulta sostenible dada la capacidad productiva existente). Cuando el PIB se encuentra muy por debajo del producto potencial, la economía cuenta con una porción alta de su capacidad productiva sin utilizar, y en este contexto una expansión del gasto público es capaz de inyectar cierto impulso a la actividad económica en el corto plazo. Si por el contrario, el PIB es superior al producto potencial entonces la capacidad productiva se encuentra sobre-utilizada y necesariamente el ritmo de crecimiento del producto tenderá a reducirse hasta alinear al PIB con su nivel potencial, y en tal contexto una expansión del gasto tendrá en el mejor de los casos tan sólo un efecto despreciable y fugaz sobre la actividad económica, mientras que, por el contrario, generará fuertes presiones inflacionarias.

Este último punto queda ilustrado para el caso venezolano en los gráficos adjuntos (que utilizan datos trimestrales para el período 1950-2004): el segundo gráfico muestra la trayectoria histórica de la brecha del producto³ en Venezuela, el tercero muestra que en los períodos cuando dicha brecha fue positiva (PIB superior al Producto potencial) la variación del gasto del gobierno central no guardó relación alguna con la variación del PIB, mientras que el tercer gráfico, muestra en que en situaciones en que la brecha fue negativa (PIB inferior al producto potencial) parece surgir una relación positiva aunque débil entre la variación del gasto y la variación del PIB⁴.

Ahora bien, como lo muestra el gráfico de la brecha, el vigoroso y prolongado crecimiento experimentado por el sector no petrolero le han llevado, al cierre de 2004, más allá del límite de su capacidad productiva sostenible, lo cual, por lo dicho antes, determina que sea escaso y efímero el aporte que puede hacer el gasto público (y por ende los precios del petróleo) al desempeño de la actividad económica del sector no petrolero en 2005 y 2006. Por el contrario, de aquí en adelante la presión inflacionaria que ejercerá la expansión del gasto público será muy apreciable, y sólo podrá ser contenida mediante el recurso creciente a las importaciones. En definitiva, el ritmo de crecimiento que mantendrá el PIB no petrolero de Venezuela en 2005 y años siguientes tendrá nada o muy poco que ver con la evolución de los precios del petróleo y el gasto público, los cuales sí incidirán de manera determinante en la inflación y/o en la balanza de pagos.

De hecho, el rumbo de la economía no petrolera en el corto plazo (2005-2006) está ya predeterminado, lo está por los gastos de inversión y cambios tecnológicos y organizativos realizados en el sector en los últimos años. Bajo nuestras estimaciones los bajos niveles de inversión de los últimos años junto a la senda descendente de la productividad, no han permitido que la capacidad productiva abandone el secular estancamiento que ha venido atravesando por décadas, y esto a su vez fundamenta nuestras previsiones de una desaceleración continua y rápida del ritmo de crecimiento del PIB no petrolero en los trimestres por venir, que de no mediar un incremento apreciable en 2005 y 2006 de los niveles de inversión en el sector petrolero (como proporción al PIB) con respecto a su media de los últimos años, darán inevitablemente paso a un período de corrección a la baja del nivel del PIB hasta alinearse con un estancado producto potencial.

Todo ello, ...pase lo que pase con los precios del petróleo.

- 1 Este artículo se centra en la producción del sector no petrolero, en tanto que el sector petrolero requiere un análisis propio dado sus peculiaridades. De cualquier modo, el sector no petrolero es quien motoriza la actividad productiva y el empleo en el país al representar más del 80% del valor total de la producción doméstica de bienes y servicios y concentrar el 99% del total de empleo.
- 2 Para una reseña de estas teorías y de la evidencia empírica acerca de las mismas, ver el trabajo del investigador de la Universidad de Maryland, Allan Drazen, titulado "The Political Business Cycle after 25 years", 2002 (www.yale.edu/leitner/pdf/drazen.pdf). En un trabajo del mismo autor, junto a Adi Brender, "Political Budget Cycles in New Versus Established Democracias" (NBER, Junio 2004, www.nber.org), se presenta evidencia que revela que son fundamentalmente los Gobiernos de las democracias jóvenes o inmaduras los que incurren en ciclos presupuestarios de origen político.
- 3 El método utilizado para la medición del Producto Potencial y la correspondiente brecha del producto para Venezuela fue discutido en el número previo de esta publicación.
- 4 La línea recta del tercero y cuarto gráfico resulta de una regresión simple por mínimos cuadrados entre las variables en cuestión. La estimación de un modelo de regresión con cambio de régimen (régimen 1: brecha positiva, regimen 2: brecha negativa) arroja resultados consistentes a los sugeridos por los gráficos.

La Transmisión Monetaria en Venezuela

Las consecuencias del importante impacto monetario de la gestión fiscal venezolana es uno de los temas que más llama la atención en la actual coyuntura económica, ya que si bien la política monetaria adelantada por el BCV actúa en el sentido de mitigar tal impacto, en el contexto del régimen administrado de divisas esta actuación debe contar con un uso limitado de la destrucción monetaria mediante la venta de divisas, induciendo la acumulación de importantes excedentes de liquidez en el sistema. Así, a pesar del descenso de la inflación y el importante crecimiento económico observado en el 2004, surgen justificadas inquietudes acerca de la posibilidad de un repunte inflacionario y acerca de la continuidad de la estabilidad de las tasas de interés y su contribución efectiva a la expansión económica.

Un poco de teoría....

La manera en que las variables monetarias y reales de una economía interactúan, ha sido motivo de importantes debates y de una amplia gama de estudios, tanto por la importancia práctica del tema, como por sus implicaciones teóricas, teniendo como uno de sus problemas centrales la dinámica de tal interacción, es decir, la manera en que la evolución de los agregados monetarios se traduce en efectos sobre el resto de variables del sistema, a través de las interrelaciones de esas variables en el tiempo.

Sobre el aval de una gran cantidad de estudios empíricos, existe un amplio consenso sobre la naturaleza de las relaciones de largo plazo existentes, a nivel agregado, entre el comportamiento de la cantidad de dinero, el nivel general de precios y el Producto en una economía. Siendo este consenso más estrecho en la consideración de dichas relaciones en el corto plazo.

Así, en el largo plazo, con las diferencias de intensidad propias de cada economía, se espera un comportamiento positivo y altamente correlacionado entre el crecimiento de la oferta monetaria y la inflación, mientras la correlación entre la oferta monetaria y el producto se espera muy pequeña e incluso inexistente. Para el corto plazo, se presentan diferencias de enfoque, que con distinto matiz se ubican entre la visión de aquellos que enfatizan que los precios se ajustan con cierta rigidez a cambios en la oferta monetaria y esperan una respuesta transitoria pero positiva del producto y quienes esperan ante una variación importante de la oferta monetaria del sistema una reacción rápida de los precios sin alguna reacción significativa del producto.

Asociada a la percepción de los efectos agregados de la política monetaria, dada su incidencia en la determinación de los agregados monetarios, la teoría de los mecanismos de transmisión trata el "cómo" de la materialización de tales efectos, así como las condiciones de cuya existencia depende tal resultado. La revisión sucinta de la teoría sobre los mecanismos de transmisión puede ser abordada desde dos perspectivas: la monetaria y la del crédito¹.

Esencialmente la perspectiva monetaria explica los efectos agregados de la política monetaria a partir de la incidencia de esta sobre las expectativas de inflación y las tasas de interés: La inflación anticipada afectará el costo de oportunidad de los saldos mantenidos en efectivo por los agentes de una economía, incidiendo en sus decisiones intertemporales de consumo. Por otra parte, un enfoque si se quiere "tradicional", vincula inversamente los movimientos de la oferta monetaria con movimientos en la tasa de interés, que dado el ajuste lento de los precios, modifican el costo del crédito, actuando sobre la demanda agregada, al hacer viables o no proyectos de inversión, de acuerdo a la rentabilidad marginal de los mismos.

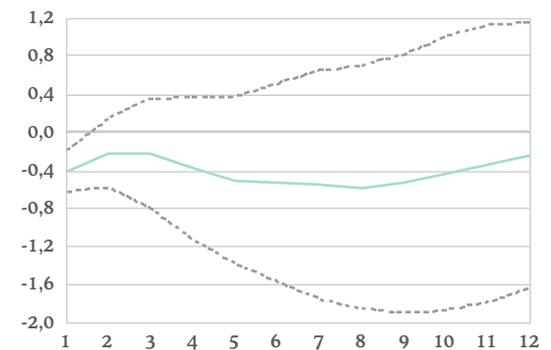
Como extensión de este mecanismo, en una economía abierta, se cuenta con el efecto adicional sobre el tipo de cambio, que incorpora a la dinámica de ajuste los flujos de capital internacionales.

Una visión alternativa y/o complementaria a la perspectiva monetaria es ofrecida por la perspectiva del crédito, que centra la atención en la relación de las acciones de política monetaria y sus efectos sobre los mercados e intermediarios financieros y sobre las condiciones generales que permiten el otorgamiento de créditos, explorando el vínculo entre la política monetaria, las decisiones financieras y el desenvolvimiento de las variables reales de la economía.

Los Mecanismos de Transmisión en Venezuela:

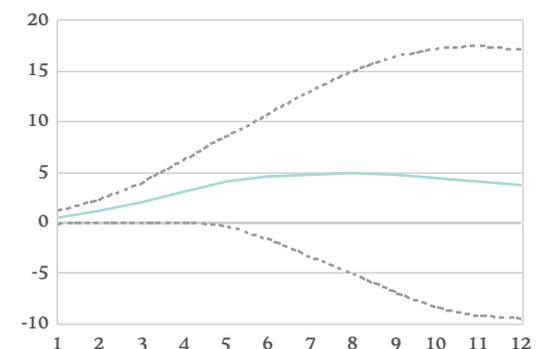
El estudio de los mecanismos de transmisión en Venezuela ha sido tratado, entre otros, en dos importantes trabajos publicados por el BCV. El primero de ellos, presentado por Guerra, Rodríguez y Sánchez (1996)² centra el análisis en el periodo 1985-1995, usando datos de frecuencia trimestral y una combinación de modelos de Vectores autorregresivos y de corrección de errores. Allí se ofrece evidencia de que movimientos en el circulante de la economía (M1), posee una relación contemporánea y directa con el comportamiento de los precios, siendo tal efecto persistente en el tiempo.

Respuesta de TIA ante un Choque en M1 (1 Desv. Estándar)



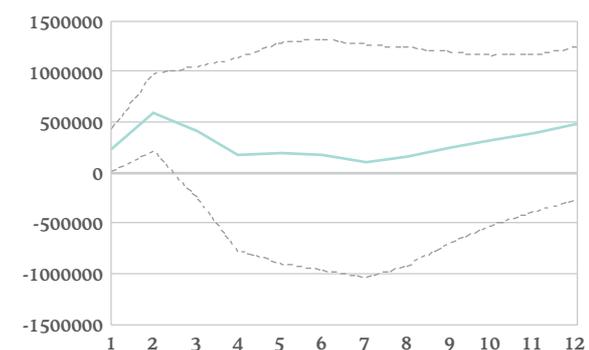
Fuente: cálculos propios

Respuesta de IPC ante un Choque en M1 (1 Desv. Estándar)



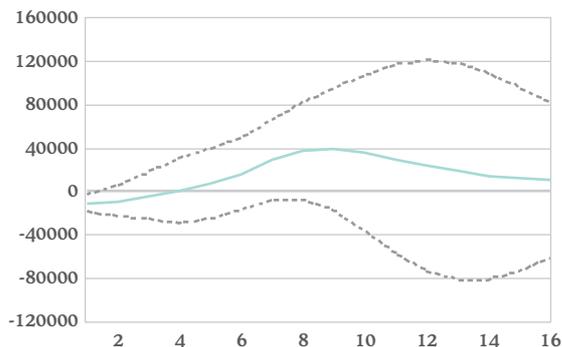
Fuente: cálculos propios

Respuesta de CRED ante un Choque en M1 (1 Desv. Estándar)



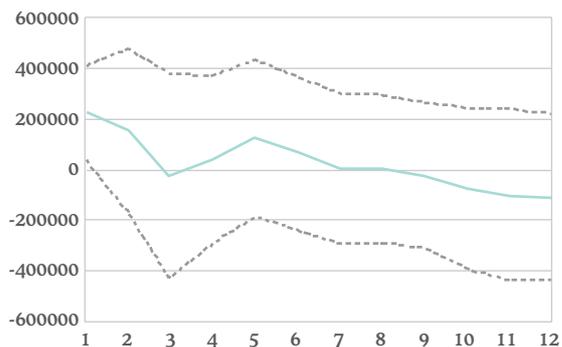
Fuente: cálculos propios

Respuesta de PIB ante un Choque en M1
(1 Desv. Estándar)



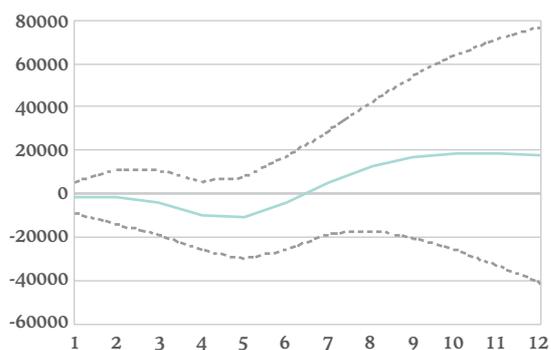
Fuente: cálculos propios

Respuesta de CRED ante un Choque en TIA
(1 Desv. Estándar)



Fuente: cálculos propios

Respuesta de PIB ante un Choque en CRED
(1 Desv. Estándar)



Fuente: cálculos propios

De igual manera, los autores observan el impacto inverso, transitorio y con rezagos, producido por choques en la tasa de interés real sobre la actividad, así como una relación directa entre el crecimiento del producto y la expansión del crédito, dando muestras de la factibilidad de que hayan operado en la transmisión monetaria, en el periodo estudiado, tanto el mecanismo monetario, como el del crédito.

El otro trabajo aludido, realizado por Arreaza, Ayala y Fernández (2001)³ usando Vectores autorregresivos estructurales, sobre datos mensuales del periodo 1989-2000, reafirma la importancia de la relación existente entre los movimientos de los agregados monetarios y el comportamiento de los precios en el corto y largo plazo, manifiesto en el movimiento directo, contemporáneo y permanente, de los precios, ante choques simulados en M1. Reportando, además, una respuesta positiva, pero transitoria de la actividad económica, ante el mismo tipo de impacto.

Sus resultados sugieren la existencia del funcionamiento del mecanismo monetario y ofrecen evidencia de un significativo mecanismo cambiario, dada la respuesta de corto plazo del tipo de cambio real a impulsos de política. También se plantea la posible existencia de un canal del crédito, al observarse una reacción significativa pero transitoria del crédito, en respuesta a las variables de política.

Con el fin de evaluar la mecánica de transmisión monetaria en el actual contexto cambiario y contrastar los resultados con los trabajos previamente reseñados, se realizó un estudio de la transmisión monetaria en el periodo comprendido entre enero del 2003 y febrero de 2005, usando un modelo VAR (semi-estructural) y sobre datos de frecuencia mensual, que incluye a las siguientes variables⁴:

M1 (circulante) como indicador de política, en la tradición de los trabajos citados, la tasa de interés activa (TIA) de los 6 principales bancos universales y comerciales del sistema, como tasa referencial y variable intermedia de política. La Cartera de Créditos neta del sistema financiero (CRED) como variable del Sector financiero, el Índice de Precios al Consumidor del Área Metropolitana (IPC) como indicador de precios y el Producto Interno Bruto real mensual desestacionalizado (PIB), como variable real⁶.

Los resultados obtenidos se presentan en las funciones de impulso respuesta cuyos gráficos se anexan al artículo, ellas muestran en cada caso, la respuesta de una variable en el tiempo ante un choque positivo simulado (equivalente a la variación en una desviación estándar) en una variable determinada, siendo tal respuesta el producto de la interacción de las variables que conforman el VAR, estimado a partir de las series temporales de dichas variables en el periodo en estudio.

Los resultados son consistentes con las observaciones reportadas para periodos anteriores. La tasa de interés nominal reacciona contemporáneamente, de manera significativa y en sentido inverso al impacto en M1 (gráfico1), mientras los precios reaccionan significativamente de manera contemporánea y en periodos sucesivos, en sentido directo, al choque en el agregado monetario (gráfico 2). Ambos efectos se conjugan produciendo un descenso de cierta persistencia en la tasa real de interés que sugiere la presencia del mecanismo monetario, reflejado en la reacción directa y significativa pero transitoria del crédito ante el impacto de M1 (gráfico3) y la presencia de una respuesta positiva, con rezagos y transitoria del producto (gráfico 4).

Por otra parte se muestra que el estímulo al crédito inducido por la variación en la tasa de interés posee un carácter transitorio y de muy corto plazo, mientras el efecto del crédito sobre el producto se materializa positivamente con rezagos (gráficos 5 y 6).

En atención a las inquietudes planteadas sobre la economía venezolana, la evidencia sustenta la existencia de una presión inflacionaria ejercida por la expansión monetaria. Aún cuando este no es el único factor explicativo de la misma, debe contarse con su incidencia al formular expectativas sobre la inflación en el año, más aún cuando se anticipa una importante expansión fiscal en el marco del control de cambios vigente.

Por otra parte, se hace evidente que el estímulo al crédito por la vía monetaria tiende a ser insuficiente para garantizar una senda de crecimiento crediticio que definitivamente pueda impulsar de manera persistente a la actividad real de la economía.

1 Vease Cecchetti, S. Distinguishing Theories of the monetary Transmission Mechanism. Federal Reserve Bank of St. Louis. Review (May- June), Vol 77, N°3. 1995
 2 Guerra, Rodríguez y Sanchez. El Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria en Venezuela. BCV. Serie Documentos de Trabajo, N° 3. 1996.
 3 Arreaza, Ayala y Fernandez. Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria en Venezuela. BCV, Serie Documentos de Trabajo, N° 34. 2001.
 4 Introducidas al modelo en ese orden.
 5 El análisis que sigue se realiza sobre los resultados obtenidos usando las series en niveles, sin embargo, dado que las series son integradas de orden uno [I(1)], exceptuando el IPC que es integrado de orden dos [I(2)], se estudió el modelo con las series diferenciadas, verificandose lo robusto de los resultados ofrecidos.
 6 Se ha omitido el sector externo, ya que la restricción al flujo de capitales inherente al régimen cambiario vigente desde febrero de 2003, restringe la importancia del canal del tipo de cambio.

Principales variables macroeconómicas de Venezuela

	2001	2002	2003	2004	2005(*)	2006(*)
Actividad Económica						
PIB M.US\$	120.481	78.961	85.855	97.534	104.661	105.031
PIB Total(Var %)	2,8	-8,9	-7,7	17,3	3,9	2,3
PIB Petrolero	-0,9	-12,6	-1,9	8,7	1,5	2,1
PIB No Petrolero	4,0	-7,4	-7,5	17,8	4,6	1,8
Petróleo						
Precio promedio de realización (US\$/b)	20,2	21,94	25,8	33,2	35,8	31,2
Producción (m.M. barriles diarios)	3.216	3.213	2.727	2.620	2.700	2.780
Exportación (m.M. barriles diarios)	2.711	2.890	2.427	2.320	2.395	2.455
Exportación (m.M. US\$)	21.745	21.532	22.052	31.932	31.295	27.958
Demanda Agrega Interna (DAI)(% anual)						
Consumo Total Real	5,0	-5,8	-3,9	11,8	3,4	2,8
Inversión Bruta Real	13,6	-22,0	-38,9	38,3	6,7	4,1
DAI	2,8	-14,3	-10,4	14,9	3,8	2,9
Sector Externo						
Balanza Comercial (M.US\$)	7.456	13.421	16.483	22.053	17.419	15.220
Exportaciones	26.667	26.781	27.170	39.371	36.295	31.680
Importaciones	19.211	13.360,0	10.687,0	17.318	18.876	16.460
Saldo en Cuenta Corriente (M.US\$)	4.080	7.423,0	11.448,0	14.575	11.843	7.965
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	3,4	9,4	11,2	10,9	11,3	7,6
Saldo en Balanza de Pagos (M.US\$)	-2.071	-4.427,0	5.443,0	1.898	1.264	-1.926
Reservas Internacionales Brutas (M.US\$)	12.296	14.786,0	21.299,0	24.172	24.365	22.864
Tipo de Cambio (Bs./US\$)						
Al cierre	758,0	1.403,0	1.600,0	1.920,0	2.150,0	2.580,0
Promedio	724,5	1.161,0	1.608,6	1.885,5	2.130,8	2.544,2
Inflación (%)						
Inflación Puntual	12,3	31,2	27,1	19,2	22,4	28,9
Inflación Promedio	12,5	22,5	31,1	21,7	21,3	26,4
Indicadores Monetarios y Financieros						
Liquidez Monetaria (Var %)	97	15,3	57,5	48,7	30,8	27,3
Tasas de Interés Activa promedio (%)**	24,8	37,1	26,4	18,1	16,4	17,2
Tasas de Interés Pasiva 90d promedio (%)**	14,7	28,3	17,7	12,6	12,8	13,1
Captaciones del Público (Var %)***	10,5	4,5	67,0	57,7	32,4	28,4
Cartera de Créditos Bruta (Var %)***	19,4	-0,3	10,3	99,8	31,7	28,8
Intermediación Crediticia(%)***		59,8	39,5	50,0	46,5	46,6
Situación Fiscal						
Supéavit/Déficit Fiscal(% del PIB)	-4,2	-3,9	-5,9	-1,9	-3,5	-4,6
Deuda Pública Total (% del PIB)	30,4	42,7	45,9	39,0	44,5	47,7
Deuda Pública Interna (% del PIB)	11,5	14,2	17,0	13,9	17,4	18,3
Deuda Pública Externa (% del PIB)	18,9	28,5	28,9	25,1	27,1	29,4
Datos Socio-Económicos						
Población (millones de habitantes)	24,6	25,1	25,6	26,1	26,6	27,0
Tasa de Desempleo (%)	12,8	16,1	15,6	10,9	14,1	14,8
PIB Per Cápita (US\$)	4.892	3.140	3.350	3.737	3.935	3.890

Fuente: Banco Central de Venezuela, Ministerio de Finanzas, Instituto Nacional de Estadísticas, Estimaciones y Cálculos Propios

* Estimaciones

** Seis principales bancos

*** Banca Universal y Comercial

Principales variables macroeconómicas

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
EE.UU.	3,0	4,4	3,6	3,2	1,9	3,4	2,5	2,7
UEM	0,5	1,8	1,9	2,4	2,0	2,4	1,5	1,9
Japón	1,4	2,7	1,5	3,0	-0,4	0,2	0,0	0,3
Tasa oficial (% fin de período) Tipo de cambio (fin de período)								
	23/03/05	jun-05	dic-05	dic-06	23/03/05	jun-05	dic-05	dic-06
EE.UU.	2,75	3,25	4,00	5,00				
UEM (\$/€)	2,00	2,00	2,50	3,75	1,30	1,30	1,35	1,30
Japón (yenes/\$)	0,10	0,10	0,10	0,10	106	104	100	100

América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	8,8	9,0	7,0	4,5	3,7	6,1	10,9	7,1
Brasil	0,5	5,2	3,7	3,0	9,3	7,6	6,0	4,5
Chile	3,3	5,9	5,8	5,3	1,1	2,4	2,8	3,1
Colombia	3,8	4,1	3,8	3,0	6,5	5,5	5,2	4,7
México	1,4	4,4	4,2	4,0	4,0	5,2	4,0	3,9
Perú	3,8	5,1	4,4	4,0	2,5	3,5	2,3	2,5
Uruguay	2,5	11,0	4,0	n.d.	10,2	9,0	8,5	n.d.
Venezuela	-7,7	17,3	3,9	2,3	27,1	19,2	22,4	26,4
LATAM ¹	1,7	6,0	4,4	3,6	7,2	6,8	6,6	5,7
Saldo sector público (% PIB) Saldo cuenta corriente (% PIB)								
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina ²	0,5	2,6	1,8	1,5	6,3	2,1	0,3	0,0
Brasil	-3,6	-2,5	-3,0	-3,0	0,8	1,9	0,7	0,0
Chile ²	-0,4	2,3	1,6	0,8	-0,8	1,5	-1,1	-2,2
Colombia	-2,7	-1,2	-2,7	-2,4	-1,5	-1,3	-1,9	-2,8
México	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-1,5	-1,3	-2,0	-2,1
Perú	-1,9	-1,1	-1,1	-1,0	-1,8	0,0	-0,1	-0,5
Uruguay	-3,2	-2,9	-2,5	n.d.	1,7	0,4	0,6	n.d.
Venezuela ²	-5,1	-3,1	-3,5	-5,0	10,3	13,6	11,1	7,3
LATAM ¹	-1,9	-1,0	-1,3	-1,4	0,8	1,2	0,0	-0,7

¹ Media de los 8 países mencionados. ² Gobierno Central.

	Tipo de cambio (frente \$, fin de período)				Tasas de Interés (% fin de período)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	2,96	2,98	3,00	3,21	3,8	3,1	5,5	7,1
Brasil	2,89	2,72	2,90	3,20	16,5	17,8	18,0	16,5
Chile	599	576	575	575	2,3	2,5	3,8	5,3
Colombia	2778	2390	2676	2810	7,9	7,7	7,7	8,0
México	11,24	11,15	11,80	12,20	6,0	8,7	9,5	9,6
Perú	3,46	3,28	3,30	3,35	2,5	3,0	3,8	5,0
Uruguay	29,34	27,30	29,00	n.d.	4,0	n.d.	n.d.	n.d.
Venezuela	1600	1920	2150	2580	15,1	14,8	12,8	13,6

Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

Caracas www.provincial.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Claves Macroeconómicas y Financieras	Banca Mayorista Global	Caracas, mar. 05
Claves Macroeconómicas y Financieras	Banca Mayorista Global	Caracas, mar. 05
Claves Macroeconómicas y Financieras	Banca Mayorista Global	Caracas, feb. 05
Claves Macroeconómicas y Financieras	Banca Mayorista Global	Caracas, feb. 05
Claves Macroeconómicas para 2005	Fundación Provincial	Caracas, ene. 05
Perspectivas Financieras 2005-2007	Banca de Empresas	Caracas, ene. 05

Lima www.bbvabancocontinental.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Perspectivas Económicas: 2005-2006	Banca Mayorista Global	Lima, mar. 05
Perspectivas Económicas: 2005-2006	Cientes Banca Mayorista Global	Lima, mar. 05
Situación Económica	Banca Mayorista Global	Lima, feb. 05
Perspectivas Económicas: 2005-2006	Cientes Banca Mayorista Global	Lima, feb. 05
Perspectivas para el 2005	Continental Bolsa	Lima, ene. 05
Tendencias Macroeconómicas	Misión Banco Mundial	Lima, ene. 05
Perú: Perspectivas Económicas 2005	Seminario BBVA	Lima, dic. 04

Madrid www.bbva.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Retos de corto y largo plazo de la economía brasileña	Universidad de Deusto	Bilbao, mar. 05
El Urbanismo en España.	Asociación de Bancos de México	México, D.F., mar. 05
América Latina: la economía política de lo posible	BID	Washington, feb. 05
Situación del Mercado Inmobiliario e Hipotecario	Asociación para el Progreso de la Dirección	Barcelona, feb. 05
¿Son sostenibles los niveles actuales de tipos de interés?	Universidad de Oviedo	Oviedo, feb. 05
Brasil: una mirada estructural	ESADE	Barcelona, feb. 05
¿Están las estrellas alineadas?	IESE	Madrid, ene. 05
Unlocking Credit: ¿El vaso medio lleno o medio vacío?	Seminario BID-BBVA	Madrid, ene. 05
Anjo o Demônio para América Latina	BBVA Brasil	Sao Paulo, dic. 04
La incógnita del dólar	Banco Central de Reserva	Lima, dic. 04
Las claves del escenario macroeconómico y financiero	BBVA Continental	Lima, dic. 04
Presentación Nuevas Publicaciones SEE	BBVA Uruguay	Montevideo, dic. 04
Economía Brasileña: doble reto	BBVA Chile	Santiago de Chile, dic. 04

México y EE.UU. www.bancomer.com

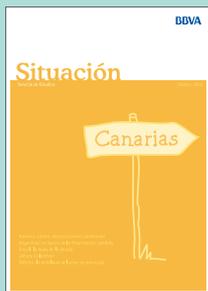
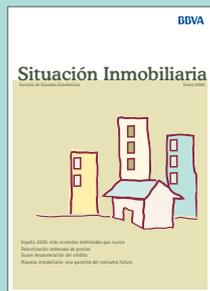
Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Economic and financial outlook in Mexico	Visita Anual del FMI	México, DF, mar. 05
¿Es China una amenaza para la economía mexicana?	Capem - Oxford Econometric Forecasting	México, DF, mar. 05
La estructura del mercado de suelo para vivienda	Asociación de Banqueros de México, Jornada del Suelo para vivienda	México, DF, mar. 05
EUA: mirada estructural	Banca Minorista en los Estados Unidos	Houston, mar. 05
Integración económica México-EUA y más allá	Banca Minorista en los Estados Unidos	Houston, mar. 05
La economía y los mercados en el 2005	Consejos Regionales, Jornadas Asset Management, Servicios Jurídicos	México, DF, feb. 05
El potencial de la banca en México	2do Congreso Universitario, ABM-ITESM (Monterrey, Cd de México, Guadalajara)	México, DF, feb. 05
¿Hacia dónde se dirigen las variables financieras en México?	Cientes Corporativos (Liverpool, Palacio, Pemex, GEO, Aspa, Embajada EUA)	México, DF, ene-mar. 05
Mexico: outlook and challenges	Bear Sterns, Barclays, Bank of Tokyo	México, DF, ene. 05
Perspectivas económicas y financieras de México	Mistubishi y Dresdner Kleinwort Wasserstein	México, DF, ene. 05
	Cientes de Banca Privada y Patrimonial BBVA	México, DF, ene. 05
	Bancomer	México, DF, ene. 05

Santiago de Chile www.bhif.cl

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
De la recuperación al crecimiento	Cientes BBVA	Viña del Mar, mar. 05
Perspectivas Económicas 2005-06	Equipo Directivo PROVIDA	Santa Cruz, mar. 05
Chile: Perspectivas y riesgos	Banco de España	Santiago, mar. 05
Agenda Interna y los TLC	Taller CAF - OEA	Cartagena, Colombia, feb. 05
Recuperación en medio de turbulencias	BBVA clientes por región	Puerto Varas, nov. 04
Panorama Económico Mensual	Banca Corporativa BBVA	Santiago, nov. 04
Panorama Económico 2004-2005	Banca Minorista BBVA	Santa Cruz, nov. 04
Perspectivas Económicas 2004-2005	Constructora Gardilcic	Santiago, oct. 04
Panorama Económico Mensual	Banca Corporativa BBVA	Santiago, oct. 04
Instituciones y Crecimiento Económico	Seminario BBVA	Madrid, oct. 04

Nuestras publicaciones pueden ser descargadas en: www.bbva.com. Para consultas escribanos a servicio_estudios@provincial.com

otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, reconoce el BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección.

El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.