

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 1, N° 3 - Tercer trimestre 2005



América Latina: crecimiento al unísono
Paradojas del mercado petrolero
Señales recesivas
Ajuste cíclico amplía el déficit fiscal
Represión financiera impulsa al crédito
Impacto de la reforma a la Ley del BCV

Indice

Fecha de cierre: 20 de Julio de 2005

Editorial 2

1. Entorno Internacional

USA: Crecimiento sobre sólidos fundamentos	3
América Latina: Creciendo al unísono	3
Tipos Largos: La incógnita continúa	4
Tipos de Cambio: ¿Sólo un impacto cíclico?	5
Las paradojas del mercado petrolero	7

2. Entorno Macroeconómico

Señales recesivas	8
Recuadro: Enigmática caída de la Fuerza Laboral	10
Ajuste cíclico amplía el déficit fiscal	11
Contención inflacionaria importada	13
Hacia una mayor flexibilidad cambiaria	15

3. Artículos

Causas de la baja profundidad crediticia	17
Impacto de la Reforma a la Ley del Banco Central	20

4. 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

Asistente de Investigación:

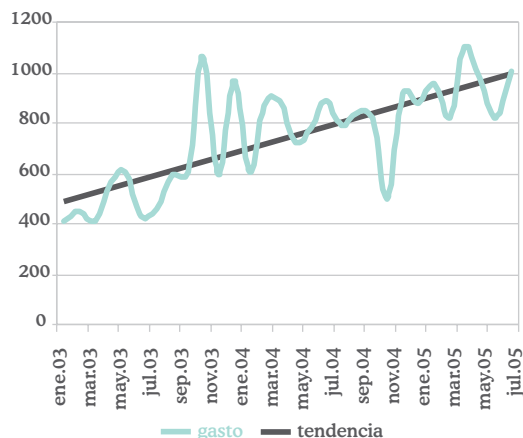
Sergio Guerra

sergio_guerra@provincial.com

Editorial

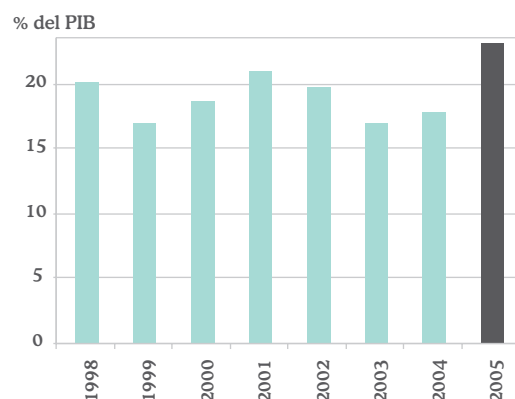
Cómo Aprovechar el Boom Fiscal

Gasto Público Real desestacionalizado (Millardos de Bs de 1997)



Fuente: Ministerio de Finanzas y cálculos propios

Importaciones en el primer trimestre



Fuente: Banco Central de Venezuela y cálculos propios

La actual estrategia de política fiscal, centrada en la expansión del nivel de gasto público y su mantenimiento en niveles elevados en proporción al PIB, tiene posibilidades ciertas de resultar financieramente viable durante los próximos años, por lo cual puede convertirse en un elemento clave dentro de una estrategia que permita insertar a la economía venezolana en una senda de crecimiento sostenido, condición indispensable para la reducción significativa y duradera de los niveles de pobreza más allá del alivio vital pero transitorio que los programas sociales (misiones, Mercal, etc) producen en las penurias materiales que padecen las familias pobres venezolanas en el corto plazo.

El mayor obstáculo para que este potencial se realice se encuentra en la limitada capacidad productiva del país. Las estimaciones de carácter estadístico arrojan fuerte evidencia de que la expansión acelerada experimentada por la economía venezolana a partir del segundo trimestre de 2003, ha llevado ya a la producción agregada nacional muy cerca del máximo permitido por la capacidad productiva con que cuenta el país, la cual resulta por demás limitada debido a los escasos niveles de inversión privada que secularmente han caracterizado a la economía venezolana.

Este hecho, explica el histórico *boom* que están experimentando las importaciones: la oferta importada representó en el primer trimestre de 2005 más de 23% de la oferta total de bienes y servicios del país, el mayor valor para el período enero-marzo desde que existen registros trimestrales de la demanda agregada, y, dada las limitaciones señaladas en la capacidad productiva es previsible que, de ahora en adelante, la expansión adicional de la demanda agregada se traduzca básicamente en crecimiento de las importaciones, con lo cual el impulso del gasto público se estará fagando casi en su totalidad hacia otros países.

Para escapar de esta desalentadora perspectiva, es necesario que se produzca una elevación rápida y sostenida de la inversión privada, que permita revertir el estancamiento secular de la capacidad productiva del país.

Paradójicamente, el acelerado ritmo de la actual expansión fiscal puede ser en sí mismo un importante obstáculo para que se produzca este aumento de la inversión. Por una parte, la expansión de la capacidad productiva de una empresa no puede conseguirse de forma instantánea, requiere tiempo, y en ese sentido no parece factible que incluso en el mejor escenario de inversión la capacidad productiva pueda crecer al ritmo al cual lo está haciendo actualmente el gasto público. Por la otra, las empresas no invierten sólo para aprovechar una expansión abrupta pero insostenible de la demanda, lo hacen sólo si tienen ante sí la perspectiva de una expansión sostenida, aun cuando su ritmo sea moderado. Ahora bien, en virtud de la finitud de los recursos fiscales, existe una inevitable relación inversa entre la velocidad a la que crece el gasto fiscal a corto plazo y el horizonte de duración o sostenibilidad de dicho crecimiento en el mediano y largo plazo.

1. Entorno Internacional

USA: Crecimiento sobre sólidos fundamentos.

En los últimos meses, la volatilidad de los indicadores económicos ha generado cierta incertidumbre sobre el ritmo de expansión económica estadounidense. No obstante, a pesar de estos altibajos, que, parafraseando a Greenspan en su discurso ante el Congreso el 9 de junio, posiblemente se deben a la reacción de datos de alta frecuencia a los cambios en el precio del petróleo, la economía se ha desempeñado favorablemente y los fundamentos económicos continúan sólidos. Los datos siguen apoyando la expectativa de que 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 que el crecimiento económico se acercará al potencial, aunque su ritmo será menor al de 2004.

Varios factores seguirán apoyando la expansión del gasto de las familias en EE.UU. El primero será la evolución de la productividad, cuyo ritmo de expansión disminuyó en el primer trimestre del año hasta 2,5% (significativamente menor al 5,5% de 2003), pero que sigue siendo relativamente alto. Además, el consumo se verá apoyado por el aumento en el valor de las viviendas y la posibilidad de refinanciación de hipotecas más elevadas a tasas reducidas. Por su parte, el mantenimiento de bajas tasas de interés reales seguirá apoyando la expansión del gasto en bienes duraderos.

Por su parte, la inversión, que se ha acelerado notablemente en el último año tras la fuerte caída que experimentó después de la recesión de 2001, continuará impulsando el crecimiento económico. La sólida situación financiera de las empresas, el bajo costo del capital, el crecimiento de la demanda – con la moderada expansión del consumo privado- y, principalmente, el destacable desempeño de las utilidades empresariales (ver gráfico adjunto), seguirán permitiendo elevadas tasas de crecimiento de la inversión, aunque a un ritmo más moderado al registrado durante 2004.

América Latina: Creciendo al unísono

América Latina vive un momento atípico en su historia económica: por primera vez en cuarenta años la región crece dos años seguidos y lo hace de manera sincronizada. Las 7 mayores economías de la región presentaron tasas de crecimiento históricamente altas y positivas durante el año pasado y lo seguirán haciendo en 2005. En este sentido, varios son los factores que pueden explicar este fenómeno, entre ellos podemos mencionar factores coyunturales como el buen entorno internacional o la favorable evolución de las materias primas, pero también han sido importantes los cambios estructurales en la región, en particular aquellos que han traído un entorno macroeconómico más estable.

De esta manera, durante la primera parte del presente año, la región ha recogido mucha de la inercia favorable que ya mostraba durante 2004 y ha seguido revelando un gran dinamismo. En particular, América Latina creció un 4,1% en términos anuales durante el primer trimestre de 2005. Este nivel de crecimiento es menor al promedio del año pasado (6%) pero todavía superior al promedio de los últimos 15 años (3%).

En general se puede decir que aunque se comienza a observar una moderación del crecimiento en la mayoría de los países, este se mantiene todavía relativamente alto. Por ejemplo, si excluimos a Brasil y a México, el incremento en el PIB regional durante el primer trimestre de 2005 fue del 6,5% (vs. 8,5% en promedio durante 2004). Sin embargo, en el caso de México, las cifras son especialmente bajas debido a un factor estacional: durante el primer trimestre de 2005 se

Gasto personal en consumo e inversión bruta privada

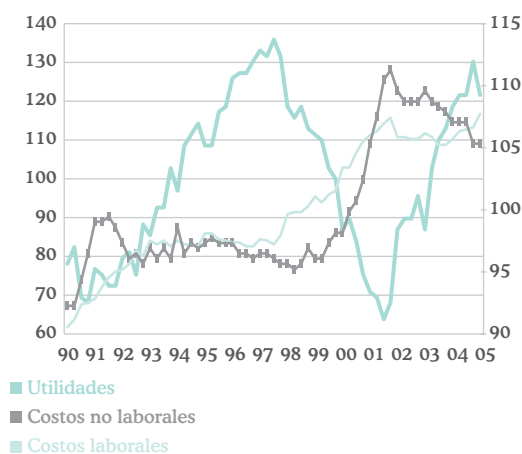
(var. % real anual)



Fuente: Bureau of Economic Analysis

Costos y utilidades por unidad de valor agregado de las corporaciones no financieras

(valor/valor promedio 1T90-1T05)



Fuente: Bureau of Economic Analysis

Crecimiento PIB América Latina

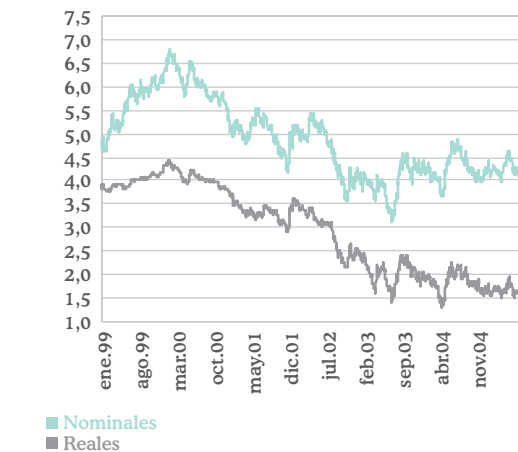
(% anual)

	2004				2005
	I	II	III	IV	I
Argentina	11,3	7,1	8,7	9,1	8,0
Brasil	4,0	5,1	5,9	4,7	2,9
Chile	4,6	5,3	7,0	7,3	5,7
Colombia	4,0	4,9	3,0	4,1	4,1
México	3,9	4,1	4,6	4,9	2,4
Perú	5,1	3,5	5,0	6,8	5,4
Venezuela	35,0	14,3	14,2	12,1	7,9
LATAM*	6,9	5,6	6,2	5,9	4,1

* Media ponderada de los 7 países

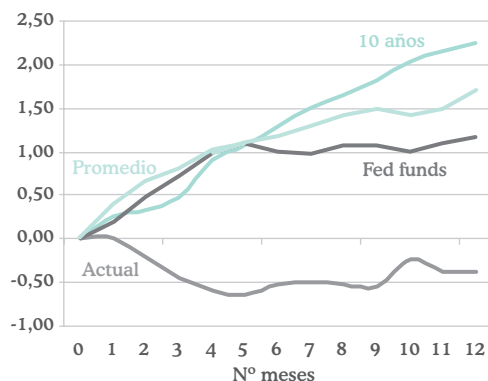
Fuente: Cuentas nacionales de los Países

EE.UU.: Tipos reales (TIPS) y nominales a 10 años



Fuente: Bloomberg

EEUU: Evolución tipos cortos y largos en los ciclos alcistas (Puntos básicos acumulados desde inicio ciclo alcista)



Fuente: Reserva Federal

trabajaron 5 días menos que en el mismo período de 2004. De esta manera, en cifras desestacionalizadas, el crecimiento trimestral en México fue del 3,8% (vs. 4,8% en el cuarto trimestre de 2004). Por último, en Brasil, a pesar de un sector exportador que está registrando aumentos importantes y que representa el factor más dinámico de la economía carioca, tanto la inversión como el consumo doméstico presentaron reducciones sorpresivas durante el primer trimestre del año.

Por otro lado, durante 2005 se prevé que la buena coyuntura externa le siga siendo propicia a América Latina. Por ejemplo, en los primeros cinco meses del año, los precios del petróleo, café y cobre (65% de las exportaciones de materias primas de la región), se mantuvieron en niveles históricamente elevados en términos nominales. Más aún, se espera que durante la segunda mitad del año los precios de estos bienes se reduzcan moderadamente, aunque los niveles seguirán siendo favorables para las economías de la región.

Tipos largos: La incógnita continúa

El contexto de bajas tasas de interés a nivel internacional ha sido fundamental para explicar el mayor flujo de capital a economías emergentes y en especial a Latinoamérica. En este sentido, desde que el año pasado el FED iniciara un gradual incremento de sus tasas de referencia, se temía que la reducción en el diferencial de rentabilidades con respecto a países emergentes provocara un descenso de los flujos de inversión hacia la región. Sin embargo, el impacto sobre las primas de riesgo de los países latinoamericanos ha sido limitado. Más aún, tras el repunte observado en marzo, los tipos de interés de largo plazo en EE.UU. han vuelto a descender hasta situarse en niveles del 4% (por debajo de los observados cuando el FED comenzó a aumentar sus tasas en junio de 2004), lo cual ha incrementando el apetito de los inversionistas por instrumentos de países emergentes. Esta reducción de las tasas tiene varias posibles explicaciones.

En primer lugar, debe destacarse el cambio en las expectativas acerca de la política monetaria tanto en EE.UU. como en Europa. Por un lado, las expectativas de incrementos en las tasas de interés del FED (descontadas en el mercado de futuros), se han moderado significativamente. En este sentido, los principales factores detrás de dichas expectativas son, primero, la estabilidad de la inflación subyacente, y segundo, la incertidumbre sobre la evolución de la actividad económica americana. Por otro lado, la zona euro presenta tasas de inflación bajo control, pero datos de confianza y actividad decepcionantes que retrasan las expectativas de subidas de tasas hasta el segundo semestre de 2006. Así, lo más factible es que en Europa siga habiendo presiones para bajar tasas. Dichas presiones se pueden acentuar en un contexto de incertidumbre institucional y de mayor probabilidad de una paralización de las reformas estructurales que necesita el continente, situación que se ha generado tras el rechazo a la Constitución Europea en los referéndums franceses y holandeses.

En segundo lugar, los movimientos de flujos de capital también han contribuido a mantener bajos los niveles de rentabilidad en la parte larga de la curva de deuda. La posibilidad de que los bancos centrales asiáticos (especialmente Japón) aumentaran su actividad al comenzar el segundo trimestre del año, y el hecho de que por razones regulatorias algunos agentes (compañías de seguros), se hayan visto obligados a demandar activos de deuda pública de larga duración, han contribuido a mantener bajas las rentabilidades.

Por último, es posible que la mayor globalización esté favoreciendo también una reducción de las tasas de interés reales. El ahorro mundial está aumentando como resultado de la aportación de los

países asiáticos que logran más que compensar el descenso en el ahorro de los países desarrollados.

En consecuencia, estos factores harán que las tasas de interés a largo plazo aumenten en los próximos meses de forma limitada, situación que favorecerá a los países latinoamericanos. Particularmente, en EE.UU. se situarán en el 4,5% al finalizar 2005 y en el 5,2% al finalizar 2006. Por su parte, en la UEM, las tasas a 10 años previsiblemente no superarán el 3,5% en 2005 y avanzarán hacia el 4% el próximo año. Este escenario asume una mejoría de los datos de actividad en Europa que permita al BCE aumentar sus tasas de interés en medio punto porcentual en el segundo semestre de 2006. Supone también una reducción de la incertidumbre institucional y una recuperación de la confianza de los agentes económicos.

Tipos de Cambio: ¿Sólo un impulso cíclico?

La evolución del mercado de divisas ha estado caracterizada en el último año por una apreciación generalizada de las monedas latinoamericanas, principalmente frente al dólar. El peso colombiano y el real brasileño se encuentran entre las divisas con un recorrido alcista más acusado. La excepción, sin embargo, es Venezuela, como consecuencia de la devaluación de marzo pasado. La apreciación de las monedas de la región frente al dólar no es un fenómeno aislado en el mercado de divisas, pero se observa un movimiento más intenso en comparación con otros emergentes. En este sentido, llaman la atención las diferencias con lo acontecido en el sudeste asiático, donde las intervenciones de los bancos centrales han sido frecuentes para evitar la revalorización de las monedas.

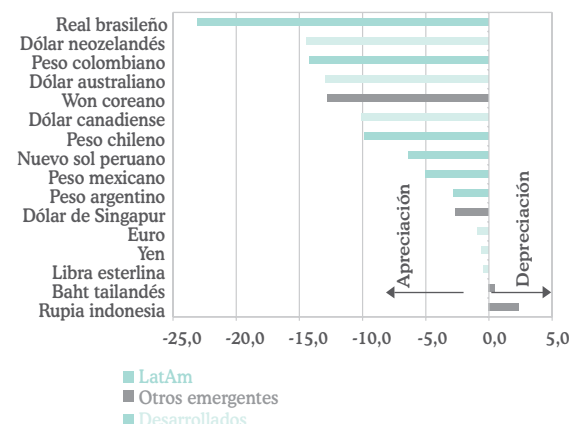
El ciclo favorable en América Latina encuentra soporte en una serie de factores con un grado de interrelación significativo. El crecimiento económico mundial, impulsado fundamentalmente por Estados Unidos y China, ha supuesto un *shock* positivo para la región que le ha beneficiado doblemente. Por un lado, se ha incrementado el volumen de exportaciones, y, por otro, esta presión de demanda ha impactado al alza sobre el precio de las materias primas. De forma paralela, el elevado grado de liquidez y el reducido nivel de aversión al riesgo a escala internacional, han impactado positivamente en las condiciones de financiación de la región.

Sin embargo, el buen cuadro macroeconómico que presenta hoy América Latina, no puede ser explicado solamente por factores exógenos y coyunturales. Buena prueba de ello es la situación de la balanza por cuenta corriente, que después de ser históricamente negativa (déficit promedio de 2% del PIB durante los últimos 25 años), muestra actualmente una situación superavitaria. A pesar de que este escenario podría estar asociado a bajos niveles de productividad en América Latina y por lo tanto, a la falta de inversión en la región, también se han producido importantes mejoras estructurales en años recientes, que apuntan hacia una interpretación más benévola del superávit. Prueba de ello es el mayor grado de apertura comercial, que ha dado como resultado un sector exportador más competitivo y en el cual las manufacturas representan ahora el 60% de las ventas al exterior (vs. 50% hace una década).

Asimismo, una política presupuestaria más responsable ha conducido a la sustancial reducción del déficit público. En apenas un lustro ha girado de cifras en torno al 3% del PIB a situarse cerca de dos puntos por debajo. Consecuencia de la consolidación presupuestaria, el nivel de deuda externa contraído por los países de América Latina ha descendido notablemente.

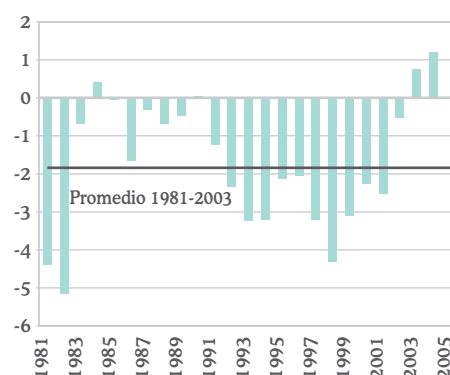
La mayor ortodoxia fiscal ha encontrado un saludable acompañamiento en la implementación de políticas monetarias responsables. El resultado de ambas ha sido una drástica reducción

Variación del tipo de cambio frente al dólar en el último año (en %)



Fuente: BBVA a partir de datos de Bloomberg

Balanza por cuenta corriente en América Latina (en % del PIB)

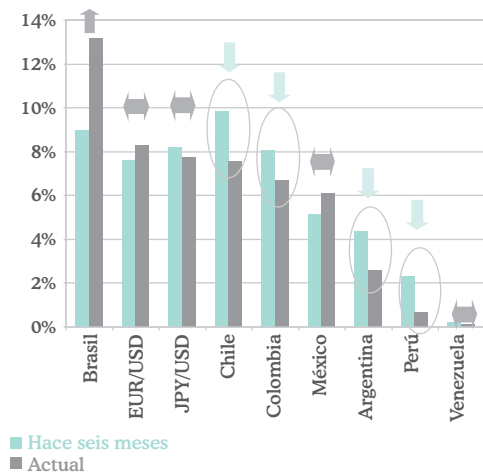


Fuente: BBVA

	Objetivo de inflación para 2005 (%)	Inflación actual (%)	Tipo de interés real a corto plazo (%)
Perú	2,5+/-1,0	1,8	1,3
Chile	3,0+/-1,0	2,7	0,7
México	3,0+/-1,0	4,6	4,8
Colombia	5,5+/-0,5	5,0	1,9
Brasil	5,1+/-2,0	8,1	10,1
Argentina	5-8	8,6	-5,2
Venezuela	---	17,4	-7,4

Fuente: BBVA

Volatilidad 6 meses de cambio frente al USD (anualizada; datos diarios)



Fuente: BBVA en base a FMI

de la inflación, que desde finales de los noventa es habitual que marque cifras de un solo dígito en términos agregados, lejos de la hiperinflación de décadas previas. La contención en el crecimiento de los precios reduce la incertidumbre de los agentes económicos y favorece el desarrollo de instrumentos financieros a largo plazo en moneda local. Esta mayor estabilidad se ha trasladado al sistema bancario, que ha visto reducida de forma significativa la morosidad en sus préstamos, por debajo de los registros en Asia.

Los mercados están capitalizando el buen comportamiento de América Latina. Recientemente, y de forma contraria a otros episodios históricos, la región ha mostrado una meritoria fortaleza ante la subida de tasas de interés en Estados Unidos. El repunte de rentabilidades en la curva americana no ha estado acompañado, como ocurrió en la crisis de 1994-1995, con un movimiento al alza de la prima de riesgo en la región. La ruptura de esta correlación en la parte final de 2004 y períodos de independencia con relación a los títulos *High Yield* estadounidenses durante 2005, muestran un mayor grado de credibilidad entre los inversores internacionales.

Estrategias de tipo de cambio: heterogeneidad y miedo a la apreciación

Los factores de impulso señalados anteriormente han sido de naturaleza común al conjunto de países de América Latina. No obstante, la respuesta de las autoridades al crecimiento económico y a la apreciación de las divisas está siendo divergente. La tendencia generalizada en los fenómenos estructurales no es incompatible con que la posición actual con relación al objetivo final es bien diferente según el grupo de países del que estemos hablando.

La primer diferencia entre países se da en el control de la inflación. La experiencia en este sentido es diversa y va desde países como Chile y Perú, cuya inflación está bajo control y anclada en niveles relativamente bajos, hasta países donde el incremento en precios está por encima de lo originalmente pensado por el gobierno como Brasil, Argentina o Venezuela. El caso de estos dos últimos países es especialmente llamativo ya que aparte de tener la inflación más alta presentan la política monetaria más expansiva, si atendemos a la tasa de interés real. Entre estas dos tasas de experiencias se sitúan las de Colombia y México. Ambos se encuentran actualmente con tasas de inflación relativamente bajas pero políticas monetarias opuestas: mientras que en México el sesgo se ha endurecido de forma notable, en Colombia la tendencia es hacia la relajación. Por lo tanto, en general puede hablarse de condiciones de financiación laxas a lo largo de la región (con la excepción de México y Brasil), pero en contextos sumamente diferentes de inflación y crecimiento.

En definitiva, América Latina se está beneficiando de la conjunción de una serie de factores cíclicos y de los progresos de los últimos años en materia estructural. Estos elementos están presionando al alza el crecimiento y el valor de sus divisas, circunstancias a las que los países no están respondiendo de forma uniforme. Esta situación lleva a que el panorama difiera en la región entre aquellos con una clara preferencia por estimular la actividad económica a través de una política monetaria expansiva y tasas de cambio con flotación sucia (Colombia), cuasifijos (Argentina y Perú) o fijos (Venezuela), y aquellos orientados al control de la inflación con una política monetaria restrictiva y tasas de cambio más flexible (Brasil y México).

Las paradojas del mercado petrolero

Al analizar el mercado petrolero nos topamos con una importante paradoja, en la medida que mejora la oferta y se incrementan los inventarios americanos, el precio reacciona al alza. Hasta 2002, existía una clara correlación negativa y robusta entre precios del petróleo y stock de reservas, mientras que desde ese año si analizamos el impacto de las mejoras de inventarios en los precios del petróleo tenemos que esta correlación, se ha hecho positiva, vale decir suben los inventarios y suben los precios del petróleo. Algo similar ocurre con la producción de la OPEP, en los momentos que el Cartel decide aumentar las cuotas de producción el mercado reacciona al alza de los precios.

Adicionalmente, un incremento de los precios del petróleo del 10% tradicionalmente explicaban una caída de la demanda de petróleo entre 0,3-0,5% para los países desarrollados, dependiendo en que fase del ciclo se encontraban estas economías. En la actualidad se observa que los incrementos de precios de los últimos trimestres no han generado la corrección esperada de la demanda, produciéndose una disminución de la elasticidad precio.

Otra paradoja, es la poca reacción de la inflación de las economías desarrolladas ante los incrementos del precio del petróleo. Por un lado, la presencia de importantes "output gaps" en el grueso de las economías desarrolladas y las ganancias de productividad de EEUU, conjuntamente con una caída a la mitad de la intensidad de consumo de petróleo por unidad de PIB con respecto a la década del 70', han explicado un repunte muy inferior de la inflación del que venía descontando el mercado.

En el mercado hoy prevalece la visión de un frágil equilibrio entre la oferta y la demanda, y en particular el temor de que ante la salida de un productor importante no exista capacidad contrarrestarla. El sustento de esta visión se encuentra en la capacidad adicional de producción por parte de la OPEP y la declinación de la producción propia de los países de la OECD. En 1985, esta capacidad excedente se ubicaba en 10 millones de barriles diarios equivalentes al 17,2% de la demanda de ese año, mientras que en 2005 se ubica cerca de 2 millones de barriles, solo un 2,3% de la demanda esperada para este año. En la medida que la acumulación de inventarios responde a una mejora de la oferta, se produce una caída del potencial adicional de producción que hace que vía expectativas se produzca un impacto en los precios no experimentados en el pasado. Esta conjunción de factores, aunada a la acumulación de inventarios de carácter precautorio, que ha producido un cambio estructural en el nivel deseado de estas reservas, hace que se vean más como un incremento de "reservas estratégicas" que de uso de corto plazo. El mercado en la actualidad esta descontando un escenario donde en los tres próximos trimestre la demanda supera a la oferta entorno al 1%, sin embargo el mercado parece creer que este es solo el inicio de una prolongada fase de creciente escasez, como la que predicen los clásicos modelos de explotación de recursos naturales cuando se considera que han entrado en la fase crítica de reservas.

Por el lado de la oferta, si bien los escenarios de una interrupción importante de suministros, tienen una probabilidad de ocurrencia inferior al 2%, los recientes cambios políticos ocurridos en Irán han generado una sobre-reacción en un mercado mas sensible hoy que en el pasado a estos cambios. Al mismo tiempo, los temores sobre la capacidad de refino, hacen que a pesar de encontrarse EEUU en el nivel máximo de inventarios de gasolina de los últimos cinco años, el incremento de la demanda precautorio de estos hace que se perciba una situación distinta a la que muestran los inventarios en su conjunto.

Pareciera que el mercado no encuentra respuestas a dos interrogantes. En el corto plazo, ¿puede la oferta acompañar a una demanda menos impactada por los precios del petróleo que en el pasado y que además tiene como protagonista a los países emergentes?, y en el mediano y largo plazo, dadas las características de los países de la OPEP, donde se encuentran el 80% de las reservas de petróleo, ¿se realizarán las inversiones necesarias para transformar estas reservas en oferta y alejar los fantasmas de la escasez?. Las respuestas que descuenta el mercado son poco halagadoras, hecho que se ha manifestado en la incorporación de una prima estructural de riesgo en el segundo trimestre del año y que desplaza la curva de precios.

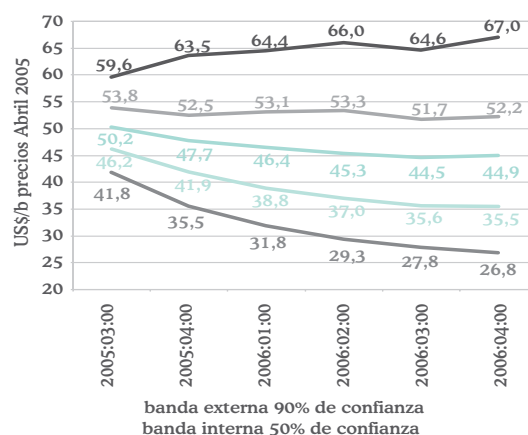
Revisión del escenario de precios

Ante este paradójico comportamiento del mercado petrolero, se ha hecho necesario llevar adelante una revisión de nuestro escenario de precios del petróleo. El elemento central de esta revisión consiste en la incorporación de la muy alta persistencia del efecto sobre los precios de las noticias y temores del mercado acerca del balance futuro entre demanda y oferta de crudos y destilados petroleros. En concreto, ello se traduce en una elevación de los niveles de precios promedio de los crudos marcadores para los próximos trimestres, así como un potencial incremento de la frecuencia de los ajustes futuros al escenario.

Al analizar el escenario central, tenemos que el valor esperado promedio del Brent para 2006 se ubica en 49,7 dólares el barril, mientras que para 2006 sería de 45,3 dólares el barril. Por su parte, los límites máximo y mínimo que acotan la incertidumbre futura de los precios, apuntan a disipar temores exagerados en torno a la posible escalada del precio trimestral promedio del Brent por encima de la barrera de los 70 dólares e incluso de los 100 dólares, eventos que como mostramos en el gráfico adjunto poseen una probabilidad de ocurrencia inferior al 5% incluso dentro de un horizonte de un año.

Más allá del ajuste al alza de nuestra previsión central, se mantiene el perfil descendente del escenario previo, lo que refleja la transitoriedad que a pesar de su persistencia se espera tendrán los shocks de expectativas que han originado el reciente rally alcista de los precios del petróleo.

Estimación del precio del Brent 2005-2006



Estimaciones: Servicios de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

2. Entorno Macroeconómico

Señales Recesivas

Vistas correctamente (1), las más recientes cifras publicadas sobre la evolución del Producto Interno Bruto (PIB) muestran signos del inminente advenimiento de una etapa recesiva, luego de la fase expansiva que se inició en el segundo trimestre de 2003 y se prolongó a lo largo de 2004.

Al hacer abstracción de los elementos estacionales (2), se observa un crecimiento del PIB de 1,5% entre el primer trimestre de 2005 y el cuarto trimestre de 2004, apuntalado en el crecimiento de 2,6% del PIB petrolero en tanto que el PIB no petrolero creció apenas en 0,3%. Estas cifras revelan un patrón diferente al observado durante 2004, cuando el crecimiento del PIB se apuntalaba en el dinamismo de la actividad no petrolera mientras que la actividad petrolera permanecía estancada.

El escaso crecimiento del producto no petrolero en el trimestre, se inserta dentro de la fase de desaceleración iniciada por el mismo en el segundo trimestre de 2004 y es producto del hecho de que el sector ya está produciendo al límite de su capacidad instalada o producto potencial (3), lo que nos permite prever que el crecimiento del sector será escaso en los próximos trimestres, a pesar del acelerado ritmo expansivo de la demanda agregada interna (DAI), y que sus posibilidades de retomar una senda de crecimiento apreciable requieren de una recuperación sostenida de la inversión.

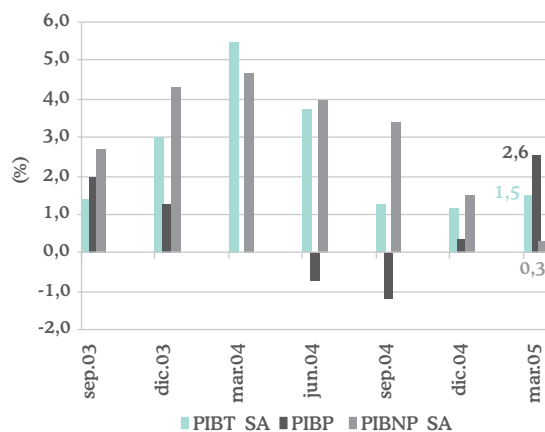
En lo que respecta al sector petrolero caben consideraciones similares, a pesar del repunte observado en el primer trimestre. De hecho los indicadores de producción petrolera de los organismos internacionales independientes (Agencia Internacional de Energía, OPEP, etc) muestran signos contractivos.

A nivel sectorial, en términos igualmente desestacionalizados, de las doce actividades no petroleras, siete experimentaron un desempeño favorable durante el periodo, mientras que las otras cinco arrojaron resultados negativos. Entre las actividades que presentaron un mayor crecimiento intertrimestral se encuentran: instituciones financieras (9,0%), comunicaciones (8,9%), servicios inmobiliarios (6,9%), resto (5,9%) y electricidad (4,3%). Por otra parte las actividades que se contrajeron fueron: servicios del gobierno central (13,3%), servicios comunales (8,4%), transporte (6,3%), minería (5,1%) y manufactura (0,4%).

Efectivamente, la demanda agregada interna (DAI), desestacionalizada, continua con la tendencia expansiva que muestra desde el segundo trimestre de 2003 (impulsada por la fuerte expansión del gasto público), al expandirse en 3,1% en el primer trimestre de 2005 con respecto al trimestre previo. Sin embargo, como se puede apreciar en el gráfico adjunto, le resulta cada vez más difícil al sector no petrolero seguir el ritmo de expansión de la demanda, lo que explica la aceleración del ritmo expansivo de las importaciones.

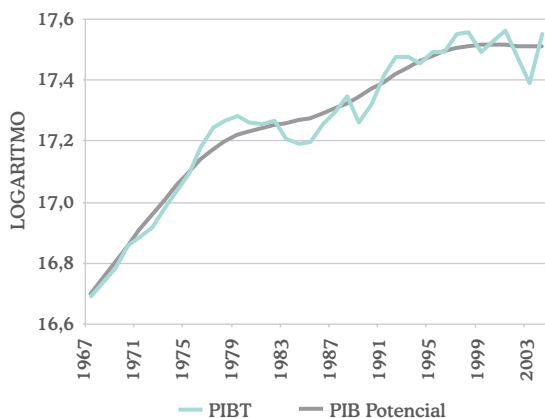
Ante la incapacidad de la producción interna para satisfacer la fuerte expansión de la demanda agregada, ésta se suple de forma

Tasa de crecimiento del PIB (desestacionalizado)



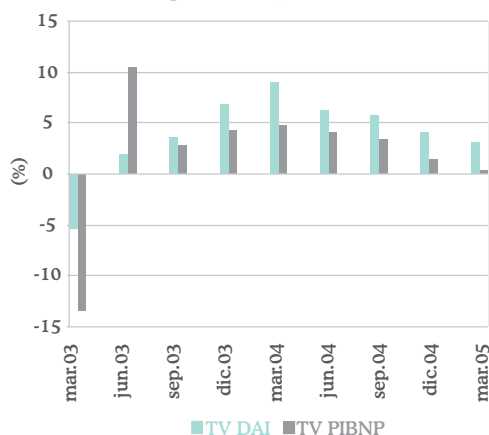
Fuente: BCV y cálculos propios.

PIB potencial vs. PIB efectivo



Fuente: BCV y cálculos propios.

DAI vs. PIB no petrolero (tasa de variación porcentual)



Fuente: BCV y cálculos propios.

1 Omittimos, la usual comparación de trimestres iguales de años consecutivos dado que genera una lectura errada del ritmo presente de la actividad económica.

2 La desestacionalización se realizó con el programa Tramo-Seat.

3 Ver, Situación Venezuela I y II trimestres de 2005, para estimaciones del producto potencial.

creciente mediante importaciones. En términos desestacionalizados, las importaciones del primer trimestre de 2005 se expandieron en 5,3% respecto al cuarto trimestre de 2004 (mientras que las exportaciones en el mismo período, decrecieron en 3,8%), lo que contrasta con el crecimiento prácticamente nulo del PIB no petrolero en el trimestre.

De los componentes de la demanda interna, la inversión bruta fue la que mejor desempeño presentó, con un crecimiento de 5,2%, el gasto de gobierno se incrementó en 1,4%, mientras que el consumo privado y las variaciones de existencia decrecieron en 0,7% y 14,4% respectivamente.

Mercado Laboral

Las cifras del mercado laboral revelan, por una parte, el impacto de la desaceleración progresiva de la actividad económica no petrolera en el empleo, y por la otra, el fuerte pero precario impulso que la expansión del tamaño del Estado ha dado al mismo.

En términos desestacionalizados, el número de empleados se redujo en 107.090 durante el primer semestre, producto de la caída del empleo privado en 131.630 personas, la cual no pudo ser compensada por la expansión en 24.540 del número de empleados públicos.

Paradójicamente, a pesar de esta caída del empleo, la tasa de desempleo mostró un comportamiento descendente en el semestre: en junio de 2005 la tasa de desocupación, desestacionalizada, se ubicó en 11,7%, cifra inferior en 1,9 puntos porcentuales a la tasa de desocupación registrada en diciembre de 2004.

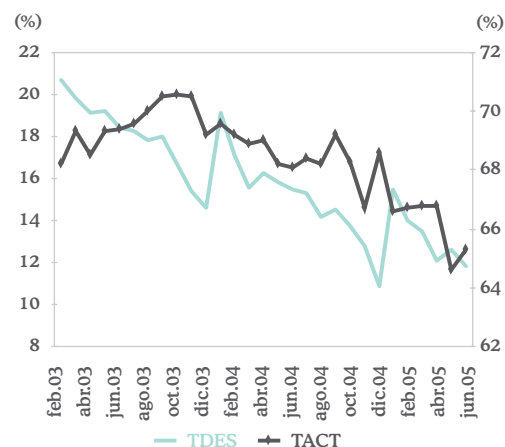
La aparente paradoja se desvanece, cuando se analiza el comportamiento de la población activa e inactiva, especialmente en su componente femenino. Debe recordarse que la tasa de desocupación o desempleo, no es más que la proporción de personas pertenecientes a la población económicamente activa (población mayor de 15 años que está buscando empleo activamente) que no tienen empleo. Pues bien, la caída en la tasa de desempleo es producto del descenso de la población económicamente activa, es decir, del incremento del número de personas en edad de trabajar que han decidido no buscar trabajo, prefiriendo dedicarse a los quehaceres del hogar, a estudiar y a otras actividades no remuneradas.

Entre junio de 2004 y junio de 2005, la tasa de desocupación, se redujo en 3,7 puntos porcentuales, pero en el mismo período la tasa de actividad descendió en 2,9 puntos porcentuales. Por otra parte, el sector informal de la economía continúa la tendencia decreciente que viene experimentando desde principios de año, ubicándose el mes de mayo en 46,8%. Dentro de este sector, el 29,2% son trabajadores por cuenta propia no profesionales, 3,5% patronos ó empleadores, 13,1% empleados y obreros y 1,0% son ayudantes familiares no remunerados.

Previsiones

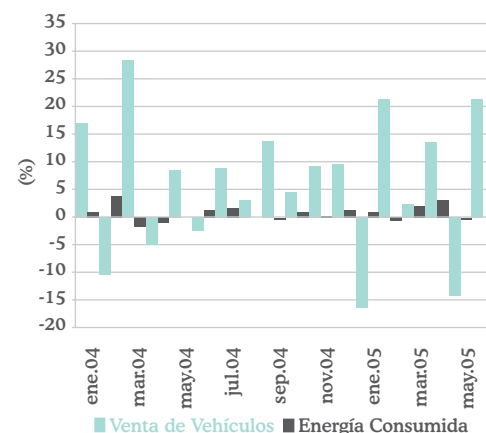
Mantenemos nuestro escenario base para el segundo trimestre del año: crecimiento de 3,8% en el PIB con respecto al segundo trimestre de 2004, explicada por una expansión de 1,5% en el sector petrolero y de 4,3% en el sector no petrolero. Del mismo modo, mantenemos nuestra previsión para el año, la cual prevé un crecimiento de 3,9% para el PIB: 1,5% para el sector petrolero y 4,6% para el sector no petrolero.

Tasa de desempleo vs. tasa de actividad



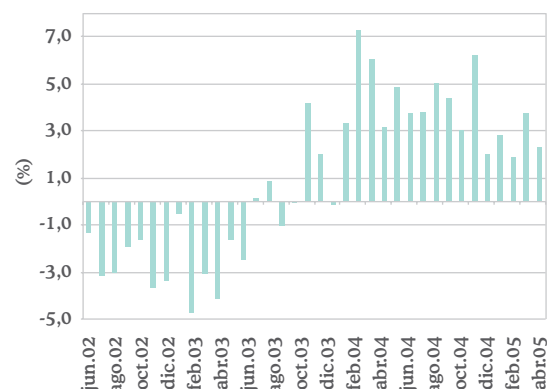
Fuente: INE

Tasa de variación desestacionalizada



Fuente: CAVENEZ, OPSIS y cálculos propios

Cartera de crédito bruta real del sistema financiero



Fuente: SAIF y cálculos propios

Enigmática caída de la Fuerza Laboral

Se ha señalado (1) que la caída experimentada en la población económicamente activa o fuerza laboral ha sido un factor determinante en el descenso que ha experimentado la tasa de desempleo en Venezuela durante los últimos meses (2).

Entre junio de 2004 y junio de 2005 la tasa de desocupación se redujo en 3,7 puntos porcentuales (pp), mientras que en el mismo período la tasa de actividad se redujo en 2,9 pp (producto del descenso de la población activa en 219 mil personas). El siguiente ejercicio permite confirmar que efectivamente la tasa de desocupación se ha reducido básicamente en virtud de este descenso en la tasa de actividad: si se hubiera mantenido constante la tasa de actividad en el nivel que registró en junio de 2004 (68,1%), la tasa de desempleo en junio de 2005 se ubicaría en 15,5% (en lugar del 11,8% efectivamente registrado), lo que implica que comparada con la tasa de desocupación de junio de 2004 (15,5%), habría experimentado un descenso apenas perceptible (0,009 pp) en lugar de la disminución de 3,7 pp efectivamente registrada, lo que permite concluir que esta última reducción es producto tan sólo de la caída experimentada por la tasa de actividad.

Este comportamiento es el producto del abandono de la fuerza laboral, durante el período, de un significativo número de mujeres en edad de trabajar (94.382) para dedicarse a los quehaceres del hogar y de un número, igualmente apreciable, de personas en edad de trabajar de ambos sexos para dedicarse a actividades no remuneradas distintas al estudio y a los quehaceres del hogar (114.440).

En la literatura que estudia la participación en la fuerza laboral, se registran dos fenómenos básicos como explicación de las fluctuaciones en la participación laboral a corto plazo: el "efecto del trabajador adicional" (*added worker effect*) y el "efecto del trabajador desanimado" (*discouraged worker effect*).

Efecto del trabajador adicional (3): se refiere a la incorporación en la fuerza de trabajo de personas que normalmente permanecen en la población inactiva (no desean trabajar) en la eventualidad de que la persona que sustenta el hogar quede desempleada (este efecto usualmente se observa en el sexo femenino en las ocasiones en que el esposo pierde el trabajo). A nivel agregado, si este efecto resultara predominante se esperaría que en períodos de recesión la población activa debería incrementarse, dado que se incrementa el desempleo de forma general, y, posteriormente, en los períodos de expansión en los cuales se incrementa la demanda de empleo debería disminuir la tasa de actividad; en otras palabras, se esperaría que la tasa de actividad fuera contracíclica.

Normalmente este efecto es de mayor magnitud en los países en vía de desarrollo, debido a la carencia de un seguro que garantice la estabilidad del desempleado. De hecho la evidencia empírica muestra que en los países desarrollados el efecto es casi nulo.

Efecto del trabajador desanimado: se refiere a aquellas situaciones en que un desempleado deseoso de conseguir empleo abandona sus esfuerzos en virtud de que las condiciones generales de la economía dificultan mucho el éxito de sus gestiones. A nivel agregado, de predominar este efecto, se esperaría que la tasa de actividad se redujera en las recesiones y se incrementara en las expansiones, es decir, que fuese "procíclica".

En general, los estudios tienden a mostrar que a nivel agregado el "efecto del trabajador desanimado" domina ampliamente sobre el "efecto del trabajador adicional" (4)

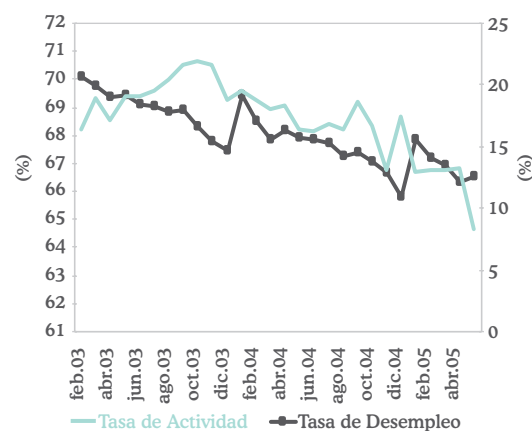
Como se puede percibir, ambos efectos actúan en sentido opuesto, por lo tanto no se podría emitir juicio acerca del efecto dominante en una economía específica antes de realizar algunas pruebas.

En el caso venezolano, utilizando datos anuales del PIB y la tasa de actividad (5), se comprueba que dicha tasa muestra una correlación positiva de 19,3% con un retardo y 9,1% contemporáneamente (6), indicando así, que en el agregado la tasa de actividad es "procíclica", de manera que el efecto que domina sería el del trabajador desanimado.

A la luz de este resultado, el comportamiento descendente mostrado por la tasa de actividad durante la reciente fase expansiva de la economía venezolana, resulta sorpresivo.

Sólo un estudio mucho más detallado del fenómeno podrá revelar a que obedece este enigmático resultado, sin embargo, conjeturamos que los incentivos generados por el amplio y complejo sistema de ayudas gubernamentales a los sectores de menores recursos que se ha venido desarrollando en tiempos recientes (misiones, MERCAL, etc), se encuentra en la raíz del asunto.

Tasa de desempleo vs. tasa de actividad



Fuente: SAIF y cálculos propios

- 1 Ver Daniel Ortega, "Sobre las cifras del Instituto Nacional de Estadística y su lectura correcta", Artículo de opinión, en analitica.com
- 2 Recuérdese que la tasa de desocupación o desempleo es la proporción de la población económicamente activa que no tiene empleo.
- 3 Ver por ejemplo, Susan Parker y Emmanuel Skoufias, "The added worker effect over the business cycles: evidence from Mexico", *Applied Economics Letters*, 2004, 11, 625-630, y Jonathan Gruber y Julie B. Cullen, "Spousal labor supply as insurance: does the unemployment insurance crowd out the added effect?", NBER, Working Paper No. 5608.
- 4 Por ejemplo, en los estudios para USA hay un consenso general sobre que durante las recesiones, el efecto del trabajador desanimado domina el efecto del trabajador adicional.
- 5 La tasa de actividad anual se refiere al promedio anual de los datos semestrales.
- 6 Nos referimos a la correlación entre los componentes cíclicos estimados mediante el filtro hodrick-Prescott.

Erikson Castro
erikson_castro@provincial.com

Rodolfo Méndez
rodolfo_mendez@provincial.com

Ajuste cíclico amplía el déficit fiscal.

El gasto del Gobierno Central continúa su senda de crecimiento, registrándose en el primer semestre del año una expansión nominal de 43% para el componente primario (es decir, excluyendo pago de intereses y amortización), siendo la expansión en términos reales del 23%. Esta evolución hizo aumentar el tamaño del gasto público primario en términos del PIB en 3,26 puntos porcentuales, al pasar de 20.2% en el primer semestre de 2004 a 23.4% en el primer semestre de 2005 (se estima que el PIB crezca en 5,8% en el primer semestre del año).

Al analizar la elasticidad de largo plazo entre el gasto público real y el PIB, se tiene que, en promedio, por cada punto porcentual que crece el PIB, el gasto lo hace en 0,06%. Sin embargo, la fase del ciclo económico es relevante: el gasto público tiende a elevarse más que el PIB cuando el producto se encuentra por encima de su potencial, específicamente, si la tasa de crecimiento del PIB aumenta en un punto porcentual, la relación Gasto/PIB aumenta en 0,32 puntos porcentuales. En los últimos cuatro trimestres el PIB se encuentra en promedio un 5,5% por encima de su potencial, por lo que el mayor crecimiento real del gasto ha determinado un alza de la relación Gasto/PIB de 1,87% trimestral en promedio.

Sin embargo, en una fase del ciclo como la actual, el comportamiento de la política fiscal termina amplificando el ciclo e incrementando la volatilidad, lo que afectará también la sostenibilidad fiscal, al generar una mayor tendencia a desplazar los déficit fiscales.

La historia macroeconómica venezolana de los últimos 30 años esta llena de estos ejemplos donde una política fiscal expansiva durante periodos de auge como el actual fue seguida por una profunda crisis fiscal y macroeconómica durante el siguiente periodo de contracción, asociado generalmente al comportamiento de los precios del petróleo.

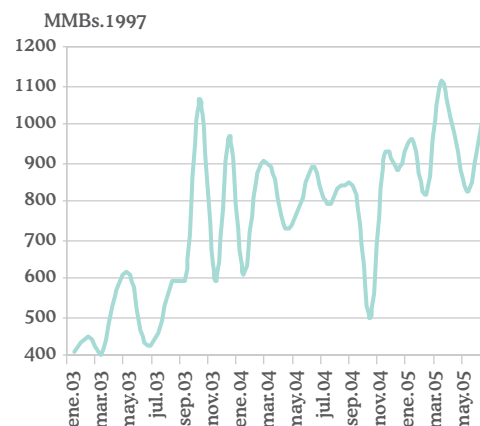
Política fiscal ajustada por el ciclo

El seguimiento del resultado fiscal, sin considerar los elementos descritos anteriormente, puede ocultar el verdadero sesgo de la gestión fiscal. Aislar el componente cíclico del presupuesto ayuda a evitar este sesgo procíclico, haciendo que las decisiones de política respondan a los reales requerimientos de estabilización macroeconómica.

A pesar que existe cierto consenso en torno a la correlación del peso de la institucionalidad presupuestaria y los resultados de la política fiscal, en la medida que la gestión fiscal esta fuertemente jerarquizada, existe una fuerte incertidumbre sobre la evolución de esta, ya que depende crucialmente del compromiso de un conjunto relativamente pequeño de autoridades, que tendrían mayor control de las finanzas públicas, pero que podrían ceder ante las tentación populista, sin que esto sea observado por los agentes como un inminente elemento de desestabilización macroeconómica.

Por ejemplo, en 2005 se estima, según cálculos propios, un déficit equivalente a 1,8% del PIB, con un superávit primario cercano a 2,8% del PIB, magnitudes que no generarían mayores alarmas en una situación cíclica distinta. Al corregir los ingresos fiscales petroleros y asociarlos a un precio de "equilibrio" de largo plazo, se tiene que de una recaudación cercana a 18% del PIB, esta disminuye a una recaudación de 13% del PIB, generándose una brecha de 5% del PIB.

Gasto primario real mensual



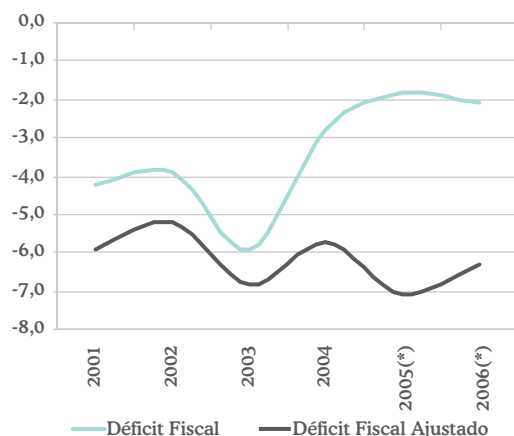
Fuente: Ministerio de Finanzas y cálculos propios

Ciclo del PIB y relación Gasto Público sobre PIB



Fuente: BCV, Ministerio de Finanzas, estimaciones y cálculos propios

Déficit fiscal observado vs. déficit fiscal ajustado por el ciclo



(*) Estimado

Fuente: Ministerio de Finanzas. Cálculos y estimaciones propias

Al evaluar los ingresos no petroleros, eliminando el efecto del ciclo, es decir utilizando el PIB no petrolero potencial como concepto de base imponible sobre la cual tributar y utilizando una elasticidad de ingresos fiscales internos y gasto a PIB de 0,52 y 0,06 respectivamente, implicaría una brecha deficitaria adicional de 0,35% del PIB. La agregación de estos elementos implicaría, pasar de un déficit de 1,8% que se estima para el año a uno de 7,15% del PIB, con necesidades de financiamiento de 14% del PIB.

Dada la rigidez del gasto fiscal, que se muestra en la baja elasticidad a PIB, la probabilidad que este déficit latente se haga efectivo en los próximos años, una vez se produzca la corrección a la baja del mercado petrolero (que estimamos para fines del ejercicio en 25%), estaríamos en presencia de un fuerte desequilibrio fiscal en los próximos años, mientras que adicionalmente el sesgo de la política fiscal actual resultaría mucho más expansiva de lo que los agentes observan.

Rol Fiscal del FONDEN

En este sentido, un elemento que jugará un rol clave es la promulgación del nuevo Fondo de Desarrollo Nacional (FONDEN) (para mayores detalles véase más adelante el artículo "Impacto de la reforma a la Ley del Banco Central"), que implicará, por una parte, el traspaso de 6.000 millones de dólares de las reservas internacionales en poder del BCV al Ejecutivo Nacional para ser utilizados en el pago de deuda externa o de importaciones, y, por la otra, establece que el Ejecutivo recibirá de forma automática todo el los ingresos que obtenga PDVSA que excedan a lo previstos en el Presupuesto del Estado para el cálculo de los ingresos fiscales petroleros. En la práctica, lo que esto último implica es que pasará al Ejecutivo Nacional toda la utilidad de la industria. Esto se constituirá en un Presupuesto paralelo de divisas, que podrá encargarse de los pagos del servicio de la deuda pública externa y pago de importaciones y liberar así los bolívares equivalentes para el gasto interno.

Para el resto del año, de las Reservas que el BCV transferirá al Fondo, unos 1.600 millones de dólares serían utilizados para el servicio de deuda externa, que permitirán liberar unos Bs. 3,44 billones equivalentes al 1,52% del PIB. De cara a los próximos años, sin considerar mayores sorpresas en términos de precios del petróleo, se estarían observando un flujo adicional de recursos extraídos de PDVSA equivalentes a una cifra entre 3 y 4% del PIB, que si bien permitirán cubrir parte de las necesidades de financiamiento, implicará una restricción financiera para la industria de cara a acometer sus programas de inversión, elemento que redundaría en una caída del potencial de producción de mediano plazo y por ende también en su potencial futuro de generación de ingresos fiscales ordinarios.

Contención inflacionaria importada.

La perplejidad ha invadido a muchos analistas ante el descenso persistente de la inflación, al punto de que muchos cuestionan las cifras oficiales: de acuerdo al Banco Central de Venezuela (BCV), la inflación acumulada durante el primer semestre se ubicó en 8%, resultando inferior en 3 puntos porcentuales (pp) a la registrada en similar lapso de 2004, mientras que la inflación puntual (junio 2004-junio 2005) alcanzó 15,9%, menor en 6,4 pp a la del período junio 2003 – junio 2004.

Lo que despierta las suspicacias, es, por una parte, el hecho de que el gasto público mantiene un ritmo expansivo muy elevado, que al estar financiado por los altos ingresos por exportación petrolera, no sólo impacta la demanda agregada sino también la oferta monetaria; y, por la otra, el impacto en los costos del incremento del tipo de cambio Bs/US\$ de 12% ocurrido en marzo y el incremento del salario mínimo de 26% vigente a partir del 1° de mayo.

Sin embargo, dicha perplejidad pierde mucho de su sustento, cuando se analiza la evolución de las importaciones y de los agregados monetarios durante el año.

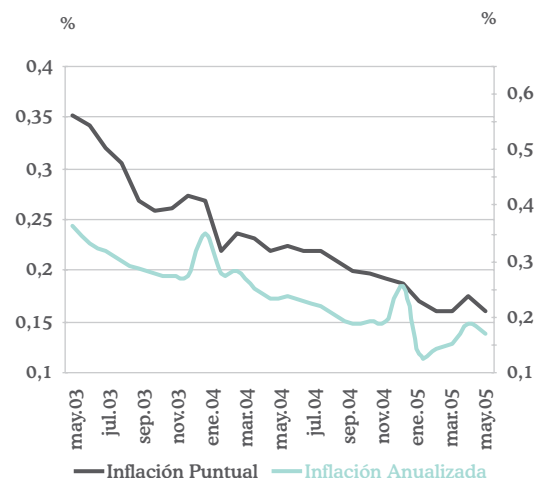
Lo cierto, es que la clave del descenso en el ritmo inflacionario se encuentra en el eficaz mecanismo de contención inflacionaria en que se han convertido las importaciones: por una parte, la oferta importada ha logrado suplir las deficiencias de la oferta doméstica ante la expansión acelerada de la demanda agregada; por la otra, la liquidación de divisas del BCV asociada al *boom* de importaciones(1), ha permitido drenar los excedentes de liquidez producidos por la expansión del déficit interno (es decir, por aquella parte del gasto público financiada con ingresos de procedencia externa).

La política fiscal ha acentuado su signo expansivo durante 2005: el gasto fiscal primario en el primer semestre se incrementó en 43% respecto a igual semestre de 2004. Sin embargo, en el mismo período las importaciones también han acelerado fuertemente su crecimiento, lo que explica que a pesar de la fuerte expansión fiscal los agregados monetarios hayan mostrado un moderado ascenso: la base monetaria creció apenas 7,4% en el semestre (mientras que la liquidez lo hizo en 11,0%), a la luz de lo cual ya no debe lucir nada sorprendente la baja inflación acumulada en el período.

Al mismo tiempo, la elevada y creciente flexibilidad de la entrega de divisas en el contexto del control cambiario aunado a las importaciones directas del Estado con el objeto de suplir su propia cadena de comercialización de bienes de consumo masivo a las clases populares (MERCAL), han convertido a las importaciones en amplio canal de desahogo de la fuerte expansión de la demanda agregada.

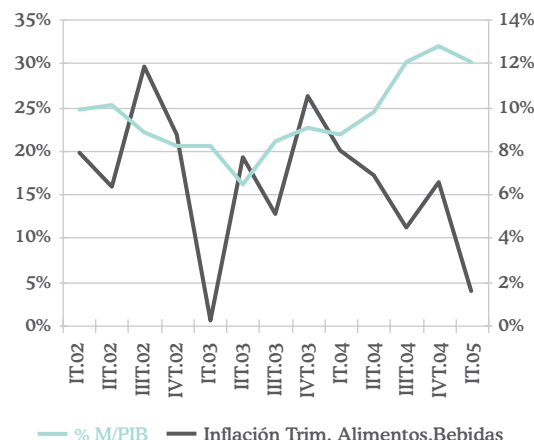
En el primer trimestre de 2005 las importaciones alcanzaron un 30,17% del PIB, cifra superior en más de 8 pp a la del primer trimestre del año precedente. Este notable incremento se inserta en la tendencia fuertemente ascendente que han mostrado las importaciones desde inicios de 2004: La participación trimestral promedio de las importaciones en el período primer trimestre 2004

Evolución precios



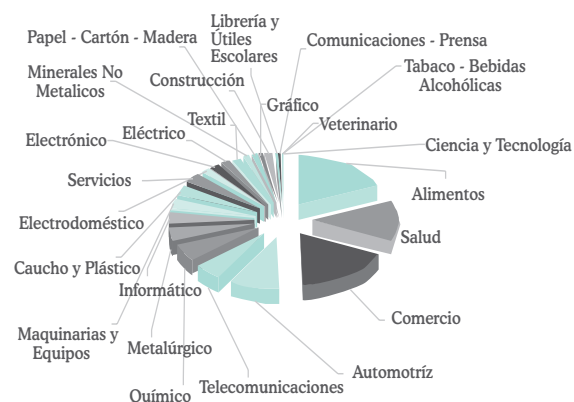
Fuente: BCV

Importaciones/PIB e inflación alimentos y bebidas no alcohólicas



Fuente: BCV

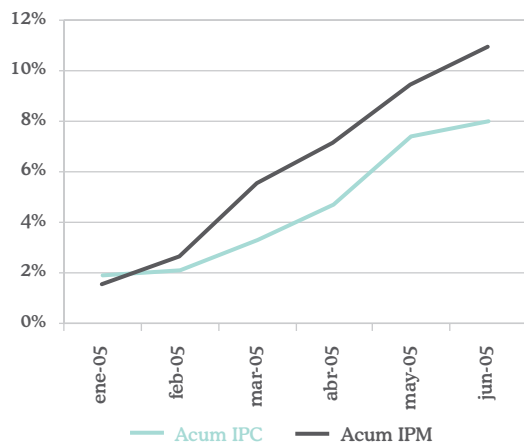
Divisas liquidadas por BCV, primer semestre



Fuente: BCV y CADIVI

(1) En el primer semestre de 2005 las divisas liquidadas por BCV alcanzaron 7000 millones de dólares, cifra superior en 33,4% a la correspondiente al primer semestre de 2004.

Inflación represada



Fuente: BCV

-primer trimestre 2005 fue de 27,11%, cifra superior en 3 pp a la correspondiente al período primer trimestre 1998 - cuarto trimestre 2003. Por otra parte, las importaciones (desestacionalizadas) registraron una tasa de variación trimestral promedio para el período primer trimestre 2004 - primer trimestre 2005 de 10,7%, cifra superior en 9,8 pp a la correspondiente al período primer trimestre 1998 – cuarto trimestre 2003.

Rol de MERCAL

El Estado venezolano ha incrementado velozmente durante el periodo 2004-2005 su rol directo en la comercialización y determinación de los precios de los bienes de consumo masivo. A través de MERCAL (la red estatal de comercialización) y el establecimiento de controles de precios, el Estado ha venido impulsando la disminución en el margen de comercialización de los bienes de consumo masivo, especialmente en el rubro de alimentos.

En lo que respecta a este último rubro, el incremento del peso de la comercialización directa por parte del Estado, queda reflejada, por un lado, en la represión de la inflación a nivel mayorista, expresada en un diferencial con la inflación a nivel minorista de 3 puntos porcentuales; y, por otra parte, en el desplazamiento de la comercialización mayorista por la minorista, como lo muestran los indicadores de actividad mensual del BCV, al registrar una caída en el comercio al por mayor de este rubro para el período enero-abril 2005 de 1,7% respecto al mismo período de 2004, mientras que por el contrario las ventas al detal se incrementaron en 11,72%.

Coyuntura Monetaria

Hacia una mayor flexibilidad cambiaria.

Durante el primer semestre del año, el impacto monetario de la política fiscal ejerció fuertes presiones sobre el crecimiento de los agregados monetarios, motivando la decidida intervención del Banco Central mediante una política monetaria netamente contractiva que ha acrecentado de manera significativa, la burbuja de liquidez en poder del ente emisor. Esta circunstancia y las expectativas sobre el desenvolvimiento de las variables que inciden en el devenir monetario nacional acrecientan las perspectivas de una mayor flexibilización cambiaria los próximos trimestres.

El crecimiento de 76,0% del monto monetario absorbido por el Banco central a través de la emisión de instrumentos de crédito, colocó el volumen de recursos esterilizados por la autoridad monetaria en una proporción equivalente al 75,9% de la base monetaria, cifra ostensiblemente más alta que el nivel observado al cierre de 2004 (43,5%), jugando un rol determinante en la explicación del moderado crecimiento de la base y la liquidez monetaria observado en el transcurso del año, cuyas variaciones acumuladas se situaron a finales de junio en 7,39% y 11,0% respectivamente (1). Ello es particularmente significativo si se toma en cuenta que el régimen cambiario se ha flexibilizado progresivamente, permitiendo que el nivel de divisas liquidadas en el primer semestre haya sido superior en 33,9% a su similar del año previo y que, por otra parte, el monto monetario drenado por la colocación de deuda pública interna haya sido importante, destacando la emisión del bono soberano con vencimiento en el 2025 por un monto de 1604 millones de dólares, que sacó de circulación, en abril, un monto en bolívars situado en el orden del 20% de la base monetaria.

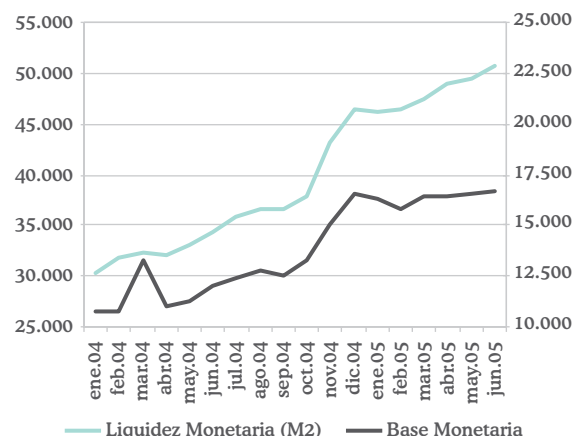
Las perspectivas de acentuación de las presiones monetarias expansivas derivadas de las expectativas de crecimiento del gasto público para el segundo semestre del año, anticipan exigencias también crecientes para la autoridad monetaria en el mantenimiento de niveles de liquidez adecuados a fin de evitar tensiones monetarias sobre el nivel de precios, más aún cuando se prevé un importante descenso en el ritmo de crecimiento de la actividad económica y la entrada en vigencia de la reforma de la ley del Banco Central supone un impulso adicional sobre la monetización del sistema(2).

El creciente costo de la política monetaria debido a los mayores volúmenes esterilizados, a pesar de que las tasas de interés de los instrumentos de absorción han descendido desde la introducción del régimen administrado de divisas, crea un problema adicional: la entrada en circulación de nuevos recursos, los intereses generados.

Por otra parte, la absorción realizada mediante la emisión de deuda pública interna tiene un carácter transitorio, en la medida que parte de los fondos así captados por el Fisco es destinada al financiamiento del gasto(3), devolviendo a la circulación monetaria, por esta vía, los recursos previamente drenados.

Base y liquidez monetaria

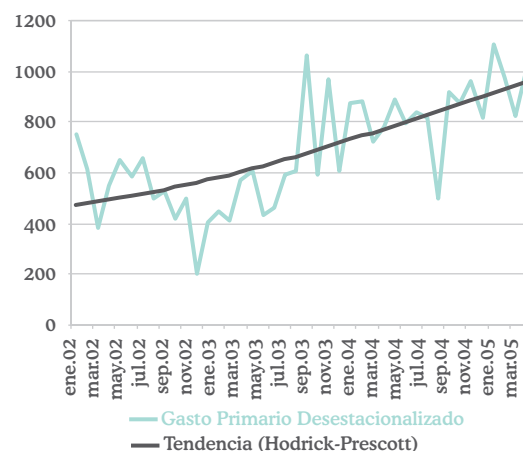
(Millardos de Bs.)



Fuente: BCV

Gasto primario real desestacionalizado

(Millardos de Bs. de 1997)



Fuente: Ministerio de Finanzas y cálculos propios

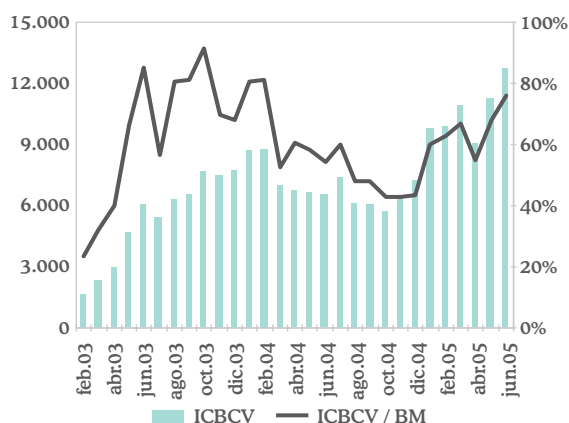
1 Datos al 1 de julio

2 Ver artículo "Impacto de la reforma de la ley del Banco Central".

3 Este no es el caso de las operaciones de reestructuración que en esencia hacen un canje entre títulos con diferentes condiciones de liquidez plazo y rendimiento.

Instrumentos de créditos emitidos por el BCV (ICBCV)

(Millardos de Bs. y % de la BM)



Fuente: BCV

La aprobación en segunda discusión de la Ley de Ilícitos Cambiarios (4) respalda la hipótesis de una mayor flexibilización cambiaria en el corto plazo, ya que si bien acentúa la restricción a las transacciones privadas de divisas, al definir un marco sancionatorio que complementa el control cambiario vigente, facilita al ente administrador expandir el flujo de divisas con un menor riesgo de desvío de las mismas hacia el mercado paralelo. Entre otras cosas la ley sitúa en US\$ 10.000 (5) el monto a partir del cual se establecen estas sanciones y permite que las operaciones con títulos valores posean legalidad como mecanismo alternativo para la realización de transacciones cambiarias.

Un aspecto fundamental para sustentar una mayor flexibilización de cambiaria deriva de la propia capacidad del Banco Central para ofertar y liquidar divisas. En este sentido dos elementos deben tenerse en consideración: en primer término, el flujo neto de divisas del país con el resto del mundo es positivo, es decir, las reservas internacionales del BCV han mostrado una tasa de crecimiento positiva y en segundo término, la relación entre la liquidez monetaria y el nivel de reservas se mantiene en niveles inferiores al 100%.

Las reservas internacionales en poder del Banco Central(6) se ubicaron el 15 de julio reciente en US \$ 28.880, mostrando un crecimiento de 22,9% respecto al cierre del 2004, explicado básicamente por la coyuntura petrolera favorable y el ritmo de liquidaciones mantenido en el semestre. Ello ofrece en el actual contexto, un importante margen para el incremento de las salidas de divisas del país sin menoscabar el nivel de reservas.

Por otra parte, el menor incremento proporcional en la liquidez monetaria (M2) en relación al de las reservas internacionales, incrementó la capacidad de abastecimiento a la potencial demanda interna de divisas. Así, el ratio entre M2 y las reservas internacionales netas (valoradas en Bolívars por el BCV) se ubicó al 24 de junio en 84,8%, inferior al 103,2% observado al cierre de 2003. La relación se mantendrá en niveles muy cercanos al 100% (7) a pesar del impacto de la cesión de reservas al Ejecutivo contemplado en la reforma de la Ley del Banco Central (US \$ 6.000 MM), que reducirá el monto de reservas internacionales en el orden del 20%.

En el actual contexto, la mayor flexibilidad cambiaria y la mayor esterilización monetaria por esta vía surgen como una opción natural para garantizar un desenvolvimiento monetario de menores tensiones expansivas, dados los niveles de liquidez reprimida, las expectativas expansivas del gasto público y los elevados niveles de reservas internacionales en poder del Banco Central.

4 La ley fue aprobada por la Asamblea Nacional, en segunda discusión, el día 12 /7/05 y fue sancionada el día 21 del mismo mes. Al momento de escribirse este breve artículo la ley no había recibido el "ejecútese" del poder ejecutivo.

5 El gasto en divisas para consumo con tarjetas de crédito en el exterior y compras en el extranjero desde el país (a través de internet) se sitúa en 6.500 dólares

6 Reservas Internacionales del BCV, no incluye FEM.

7 Si como ejercicio, se restan US \$ 6.000 MM al nivel de reservas del 15 de Julio, la proporción de M2 respecto al nivel de reservas se ubicaría en 106%.

3. Artículos

Causas de la baja profundidad crediticia.

Si se toma como referencia la relación entre el volumen de crédito bancario interno y el nivel del PIB en Venezuela, queda en evidencia que el sistema financiero nacional presenta una condición de subdesarrollo importante respecto a las principales economías de la región y con relación a los estándares internacionales. Ello adquiere especial relevancia al considerar la relación positiva entre el grado de desarrollo financiero y el crecimiento económico documentada en múltiples estudios teóricos y empíricos¹.

Explicar el estado de desarrollo de la intermediación crediticia en Venezuela así como la obtención de una perspectiva adecuada de su potencial evolución exige un examen de las condiciones que han limitado su profundización. En este sentido, la caracterización del crédito y la identificación de sus principales condicionantes adquieren particular relevancia.

La evolución reciente del crédito en Venezuela.

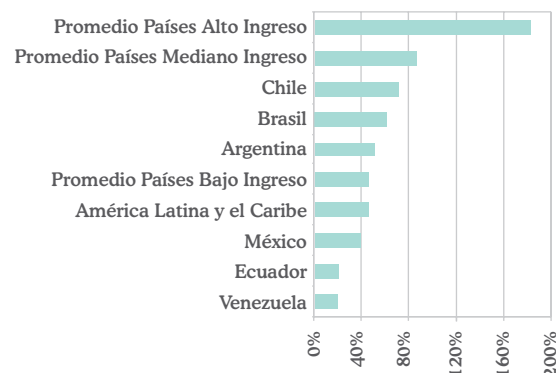
En la década de los años 70, la actividad crediticia mostró claros signos de progreso. En un entorno de relativa estabilidad macroeconómica en el que los shocks petroleros positivos impulsaron significativamente el crecimiento del ingreso nacional, la oferta de créditos se vio estimulada por el crecimiento del ahorro interno, tanto público como privado, en un entorno que facilitó la monetización creciente de la economía. Así mismo, la demanda crediticia fue alentada por las necesidades de financiamiento del creciente consumo interno y de la inversión, aún cuando el endeudamiento externo desempeñó un rol fundamental en el financiamiento de esta última.

Durante la década de los 80 el panorama cambió. La desmejora del entorno macroeconómico, derivada básicamente de shocks petroleros adversos, la crisis de la deuda y el deterioro de las cuentas fiscales de la nación, indujo el retroceso del desarrollo crediticio de la economía venezolana observado en estos años. Los niveles de crecimiento inferiores y niveles inflacionarios más elevados a los del decenio anterior, así como el incremento de la volatilidad de estas y el resto de variables macroeconómicas acrecentó el riesgo asociado a las decisiones de los agentes en la economía, creando condiciones que limitaron el desarrollo crediticio al actuar adversamente sobre los determinantes tanto de la oferta como de la demanda de créditos.

Por una parte, la mayor inflación, el deterioro del ingreso y el uso de la devaluación monetaria como mecanismo de financiamiento fiscal, impulsaron los descensos tendenciales de los niveles de ahorro en relación al PIB² y de la monetización, reflejándose en la evolución de esta última la pérdida de confianza de los agentes en el signo monetario nacional. De esta manera aumentó la escasez relativa de fondos prestables en el sistema y se acrecentó el racionamiento del crédito. Por otra parte, la demanda crediticia ligada al financiamiento de la inversión mermó al contraerse los niveles de inversión bruta, tanto pública como privada.

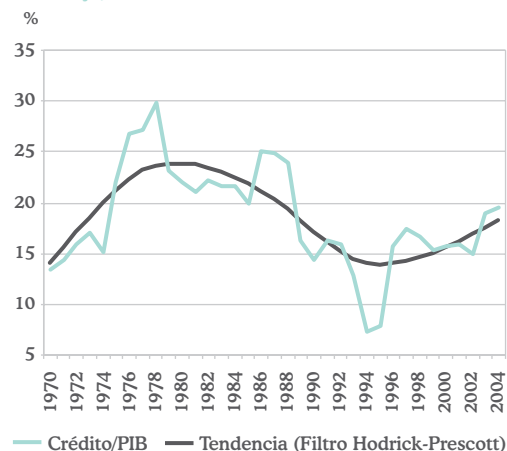
Aún cuando los cambios estructurales introducidos en 1989 y sus primeros resultados (1990-1992) parecían presagiar la recuperación del crédito, la mayor inestabilidad política y el incremento de la volatilidad de las tasas de interés se agregaron a las limitantes de su desarrollo. Así la tendencia a la pérdida de la profundidad crediticia observada durante los años 80, tuvo su punto culminante con el estallido de la crisis financiera de 1994. Tras este episodio, se observa una recuperación tendencial de la profundidad crediticia impulsada por un renovado sistema financiero³, pero enmarcada en un entorno de inestabilidad política y alta volatilidad macroeconómica.

Crédito doméstico bancario, año 2003 (% del PIB)



Fuente: Banco Mundial. World Development Indicators. Tabla 5.5

Crédito bancario/PIB (porcentaje)



Fuente: BCV y cálculos propios

PIB e inflación. Niveles promedio y variabilidad por períodos (Porcentajes y puntos porcentuales)

Período	Variación promedio PIB	Desv. est. (pp)	Inflación promedio	Desv. est. (pp)
1970-79	5,13%	2,5	7,72%	5,2
1980-89	-0,10%	4,7	23,94%	23,1
1990-2004	2,16%	6,9	37,78%	23,9

Fuente: BCV y cálculos propios

¹ Para una síntesis véase Levine, Ross. *Finance and Growth: Theory and Evidence*. NBER, 2004.

² Véase, por ejemplo, Zambrano, Ruitort, Muñoz y Guevara *El Ahorro Privado en Venezuela: Tendencias y Determinantes*. BID, 1998.

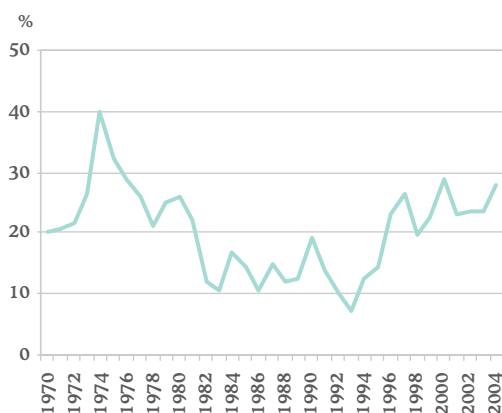
³ Los cambios introducidos en el sistema financiero tras la entrada en vigencia de la Ley de Bancos y Otras Instituciones Financieras en 1994, han sido significativos. La introducción del sistema de Banca universal, la participación de capital extranjero y el fortalecimiento de la actividad reguladora, figuran entre los aspectos más resaltantes que han permitido la transformación sustancial del sistema bancario nacional.

Formación bruta de capital/PIB (Porcentaje)



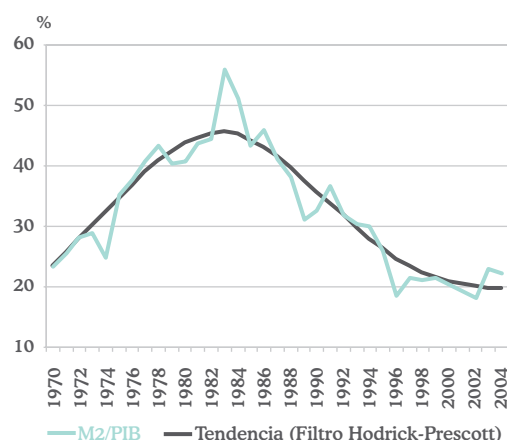
Fuente: BCV y cálculos propios

Ahorro neto/PIB (Porcentaje)



Fuente: BCV y cálculos propios

Monetización en Venezuela (M2/PIB) (Porcentaje)



Fuente: BCV y cálculos propios

Luego del descenso coyuntural asociado a la recesión económica de 2002 y 2003, durante el 2004 y lo que va del 2005, la actividad crediticia desarrollada por el sistema Bancario nacional ha mostrado claros signos de recuperación, teniendo un significativo crecimiento en términos reales: Durante el año 2004 la cartera de créditos bruta del sistema bancario nacional mostró un crecimiento real situado en el orden del 67,2%; en el primer semestre del 2005 el mismo se ubicó en 12,4%, completando un crecimiento acumulado de 87,9% en los últimos tres semestres. Este comportamiento se ha apoyado en tanto en incremento de la demanda crediticia asociada a la recuperación y crecimiento del consumo y, en menor medida, de la inversión, propio de la fase expansiva de la actividad experimentada, como a la expansión de fondos prestables derivada del crecimiento de la liquidez y los niveles de monetización de la economía, en el contexto del régimen administrado e divisas.

Demanda privada y oferta crediticia. Condicionantes.

En el estado actual de desarrollo del mercado crediticio nacional es posible identificar las principales restricciones que actúan sobre la demanda privada de créditos y su oferta, las cuales adquieren relevancia de cara al diseño de la agenda de transformaciones necesarias que allanen el camino hacia el desarrollo crediticio en Venezuela.

La incertidumbre inherente a los proyectos de inversión, ligada a las expectativas de flujos de fondos futuros, dada su exposición a importantes fluctuaciones en las tasas de interés, inflación y del tipo de cambio, así como de la evolución del entorno institucional, ha incidido de manera determinante en la evolución de la inversión privada en Venezuela. De esta manera, la mayor volatilidad macroeconómica y la percepción de un marco jurídico en el que los derechos de propiedad y su protección efectiva son débiles o tienden a debilitarse, se presentan como limitantes de la inversión privada y con ella de la demanda crediticia para su financiamiento, mas aún en el caso de proyectos que suponen horizontes temporales amplios. En el contexto venezolano, los bajos niveles de inversión han inducido el acentuado uso del crédito para cubrir la demanda de financiamiento del consumo y de la actividad empresarial de corto plazo, altamente ligadas a las fluctuaciones del nivel de actividad económica⁴.

En el caso venezolano, la poca profundidad del ahorro, su composición altamente líquida y su volatilidad han limitado la extensión de la oferta del crédito.

En el actual contexto cambiario una porción importante de la demanda efectiva de divisas, insatisfecha por los mecanismos oficiales de asignación, es "ahorrada" dentro del sistema financiero. Ello junto al desestímulo al ahorro derivado de tasas de interés reales negativas y la inexistencia de ahorro institucional de largo plazo significativo contribuyen a configurar una estructura de captaciones altamente líquida y potencialmente volátil⁵. Esta circunstancia acrecienta el riesgo de liquidez asociado al descalce de flujos de fondo tras la transformación de plazos de los depósitos recibidos y los plazos de los préstamos otorgados.

La alta exposición bancaria al riesgo de liquidez debida al descalce de vencimientos, es un factor que ha jugado un papel importante en la mayor preferencia del financiamiento a corto plazo, implicando altos costos para el financiamiento a largo plazo. Si bien el desarrollo de un mercado secundario que dote de liquidez a los préstamos a largo plazo mediante su titularización podría atenuar este riesgo, su ausencia o escaso desarrollo, en nuestro caso, limita la accesibilidad al crédito.

Por otra parte, la oferta crediticia es afectada por el riesgo implícito en la volatilidad del entorno. El crédito representa una promesa de pagos en el tiempo, caracterizado, como cualquier otro activo financiero, por condiciones de liquidez, rendimiento y riesgo, de manera que su precio,

⁴ De acuerdo a cifras emitidas por SUDEBAN, en Mayo de 2005 los Créditos comerciales (67,0%) más los créditos al consumo (13,3%) constituían el 80,1% de los créditos brutos otorgados por el sistema bancario nacional. En términos promedio, en el periodo comprendido entre diciembre de 2002 y Mayo de 2005 las proporciones han sido similares al representar ambos rubros el 81,3% del crédito bruto, siendo los créditos comerciales el 66,7% y los créditos al consumo el 14,5%.

En términos de su maduración, los préstamos a plazos menores o iguales a 360 días representan el 72% del promedio total del periodo Diciembre 1998 a mayo 2005.

⁵ En marzo de 2005, los depósitos transaccionales (Vista + ahorro), más la porción de los depósitos a plazo colocada a menos de 91 días, representó el 90% de las captaciones del público.

en condiciones adecuadas de mercado, guarda una relación estrecha con el riesgo asociado a sus opciones de uso. Por ello, en un sistema financiero eficiente, la estructura de tasas de interés garantiza la asignación óptima del crédito entre sus usos alternativos. Pero implica que a niveles de riesgo elevados también los costos del crédito serán elevados restringiéndose la accesibilidad al mismo.

Asimismo, la percepción de riesgo crediticio ligado a las asimetrías de información existentes entre prestatarios y prestamistas, coexiste con las debilidades del marco jurídico en cuanto a la protección efectiva de los derechos de los acreedores, impidiendo que la existencia de garantías colaterales posean un mayor valor en la cobertura del riesgo de incumplimiento.

La relevancia de los factores institucionales en el desarrollo y profundidad crediticia de una economía ha sido tratada en una amplia literatura⁶, en la que se confirma la idea, consistente con la intuición, de que mayor seguridad jurídica y menores costos asociados al cumplimiento efectivo de los derechos de deudores y acreedores facilitan el acceso al crédito, es decir, reglas de juego claras y efectivas facilitan el desarrollo crediticio. En este sentido, es amplio el camino por recorrer hacia las reformas institucionales que faciliten el crédito en nuestra economía, particularmente en la profundización de los derechos de los acreedores y la eficiencia judicial en cuanto a la resolución de incumplimientos, tal y como queda reflejado en la posición relativamente baja de Venezuela en el contexto internacional, al tomar como referencia el valor del índice de los derechos legales de prestatarios y acreedores emitido por el Banco Mundial⁷.

Un elemento adicional que limita potencialmente la extensión del crédito al sector privado de la economía deviene de la intensidad del financiamiento interno de la gestión fiscal, ya que normalmente la emisión de títulos de deuda pública compite en términos de tasa y riesgo con las opciones de colocación crediticia, además de restringir el volumen de ahorro disponible por el sistema financiero cuando estos títulos son adquiridos directamente por los ahorristas. En el primero de los casos, el de mayor relevancia en nuestra experiencia reciente, la importante emisión de deuda interna para el financiamiento de los auxilios financieros (1994-95) y la intensificación de endeudamiento interno para el financiamiento de la gestión fiscal (2000-05) han conducido a la participación creciente del financiamiento al sector público en la estructura del activo de la banca, contribuyendo con el detrimento de la intensidad de la intermediación crediticia, como lo muestra la evolución del índice de intermediación financiera presentado en el gráfico anexo.

Por último, la creciente intervención estatal mediante el direccionamiento obligatorio de la cartera crediticia hacia el financiamiento de sectores específicos, en un contexto de tasas de interés reguladas, introduce distorsiones importantes en la asignación del crédito que desestimula la profundización de la gestión crediticia bancaria, al crear una exposición a riesgos no compensada en la rentabilidad, lo cual tiende a desmejorar la calidad de la cartera crediticia y profundiza la vulnerabilidad del sistema⁸.

La evidencia estadística avala la existencia de la importante relación entre el desarrollo crediticio y la evolución del ahorro y el PIB en Venezuela. Los tests convencionales de cointegración y de causalidad demuestran que la relación de precedencia y de largo plazo entre las variables en cuestión es significativa y estrecha. Este resultado respalda la visión de que la inestabilidad macroeconómica y el bajo crecimiento secular del ingreso nacional constituyen, desde una perspectiva macroeconómica, los aspectos fundamentales en la explicación de la condición de subdesarrollo crediticio venezolano, haciendo que la restricción de fondos prestables y la percepción de importantes niveles de riesgo limiten la extensión del crédito y su demanda, más aún cuando en el entorno institucional persisten debilidades que impiden un manejo flexible del riesgo.

⁶ La Porta et al(1997,1998) y Beck y Levine (2003), entre otros.

⁷ El índice mide que tanto las pautas jurídicas referidas al uso de garantías colaterales y las leyes de quiebra facilitan el acceso al crédito. Valores más bajos indican menos accesibilidad. Venezuela presenta a enero de 2004 un valor de 4 en el índice, similar al promedio en América Latina y de los países de bajo ingreso, pero inferior al promedio presentado por los países de ingreso medio (5) e ingreso alto (6).

⁸ Los efectos restrictivos de estas medidas sobre la profundización crediticia ha sido tratada en la literatura económica a partir de los trabajos pioneros de Guley y Shaw (1955), McKinnon(1973) y Shaw(1973), entre otros.

Sistema bancario venezolano

(Créditos brutos/captaciones del público, en %)



Fuente: Banco Provincial y cálculos propios

Créditos brutos a plazos menores o iguales a 360 días

(en %)



Fuente: Banco Provincial y cálculos propios

Ha sido aprobada recientemente una reforma de la Ley del Banco Central de Venezuela (BCV), promovida por el Ejecutivo Nacional, cuyas implicaciones van más allá de lo monetario abarcando también los ámbitos institucional, fiscal, de la balanza de pagos y de la asignación de los recursos productivos del país.

El presente artículo presenta un análisis de carácter preliminar y muy general del posible impacto de esta reforma, dado que los vacíos y ambigüedades que, a nuestro entender, presenta el texto legal recién aprobado, no permiten realizar un análisis más preciso y definitivo hasta ver puesta en práctica la reforma.

El limitado rol del BCV

Lo primero a tener en cuenta es que la naturaleza petrolera de la economía venezolana (1), aunada al monopolio estatal de la actividad petrolera, crea peculiaridades muy notables en la interacción del sector externo, el mercado monetario y la gestión fiscal, las cuales limitan sobremanera el rol del Banco Central en la determinación de la dinámica monetaria en Venezuela.

El hecho de que el gasto interno (2) de PDVSA y buena parte del gasto interno del Gobierno en bienes y servicios domésticos se financie con ingresos de origen externo (3), condena a estos gastos, dada su apreciable magnitud, a generar fuertes fluctuaciones en el torrente de bolívares en circulación, las cuales de no ser contrarrestadas, o en términos más técnicos, “esterilizadas”, tienden a generar a su vez fluctuaciones en las tasas de interés, el nivel general de precios e incluso en el nivel de actividad económica y de empleo. En este contexto, la labor fundamental del Banco Central de Venezuela (BCV), dado su objetivo básico de estabilizar el nivel general de los precios, ha sido históricamente la de reducir la magnitud de estas fluctuaciones, mediante la absorción de los excedentes de liquidez inyectados por PDVSA y el Gobierno (y, con menos frecuencia e intensidad, la inyección de liquidez cuando estos entes públicos absorben demasiada).

Sin embargo, históricamente, la labor del BCV está muy lejos de ser completamente eficaz, como se refleja claramente en los altos y volátiles niveles de inflación que han caracterizado a la economía venezolana en las últimas décadas. Esta ineficacia obedece a la confluencia de tres elementos básicos: la poca profundidad y complejidad del mercado de título de valores en Venezuela, la escasa coordinación entre las políticas fiscal y monetaria y la necesidad que tiene el país de mantener niveles altos de reservas internacionales dada la alta volatilidad de sus ingresos externos.

En virtud del control de cambios vigente en el país desde febrero de 2003, las dificultades de la política monetaria se han hecho mayores. Por una parte, el control ha restringido la salida de capitales, con lo cual el drenaje de los excedentes de liquidez asociado a las mismas ha perdido dinamismo. Por la otra, la existencia de un tipo de cambio oficial fijo y el rol determinante en la administración del flujo de divisas asociado a las importaciones de un ente adscrito al Ejecutivo (4), independiente del BCV y no constreñido por criterios monetarios, limitan severamente en la práctica la capacidad del BCV para regular el drenaje de liquidez asociado a las importaciones.

Adicionalmente, apoyada en el elevado nivel actual de los ingresos por exportaciones petroleras, la oferta de divisas al tipo de cambio fijo oficial es hoy altamente elástica y fluida, lo que unido a la existencia de mecanismos legales (permuta de títulos valores) para la salida de capitales de corto plazo, hace que el presente régimen cambiario esté operando *de facto* de forma muy similar a como lo haría en Venezuela un régimen de tipo de cambio fijo con libertad cambiaria, y, por ende, como es característico de tal entorno, el control efectivo que puede ejercer el BCV sobre los agregados monetarios y la tasa de interés resulta muy escaso.

Estas últimas consideraciones implican que en el corto plazo y mientras los ingresos externos del país permanezcan en los elevados niveles actuales, resulte poco apreciable el impacto en el ámbito monetario y de la balanza de pagos de esta (u otras reformas similares) de la Ley del BCV, y que sus implicaciones más significativas deban ser buscadas en el mediano y largo plazo, cuando se desvanezca el actual *boom* petrolero y se haga forzoso alterar la manera en que esta operando en el presente el mercado cambiario. Ocurre algo muy distinto con las implicaciones fiscales de la reforma, las cuales si resultan, como veremos, muy apreciables, incluso en el corto plazo.

La Reforma

Desde una perspectiva de corto plazo, la novedad más resaltante que la reforma trae consigo es una disposición **transitoria** que obliga al BCV a transferir, **sólo por una vez**, en el transcurso de lo que resta de 2005, la cantidad de 6000 millones de dólares de las reservas internacionales con que cuenta actualmente el País a un fondo (5) que será creado y administrado, de forma discrecional (6), por el Ejecutivo Nacional, pero estableciéndose al mismo tiempo que este aporte inicial al fondo sólo podrá ser utilizado por el Ejecutivo para pagos externos (léase, en divisas). La transferencia ha sido justificada con el argumento de que se trataría de reservas excedentes respecto al nivel “óptimo”, el cual se ubicaría, de acuerdo al Legislador, en torno a 23.000 millones de dólares (ya que el nivel de reservas al momento de la aprobación de la reforma rondaba los 29.000 millones de dólares).

Pero la reforma trae una segunda novedad, esta sí de carácter **permanente**: el cambio del mecanismo de flujo y utilización de los ingresos por exportaciones petroleras que percibe el país. La interpretación que se realiza a

- (1) Los ingresos por exportación petrolera constituyen más de un 80% de los ingresos en divisas del país y más de un 40% de los ingresos fiscales, mientras que el PIB petrolero representa en torno a un 20% del PIB total.
- (2) Por “gasto interno” nos referimos a las transferencias y las compras de bienes y servicios realizadas en bolívares, mientras que “gasto externo” se refiere a las realizadas en dólares (u otra divisa).
- (3) Los “ingresos externos” son aquellos provenientes del exterior del país y, por ende, denominados en dólares (u otra divisa), de manera que los “ingresos internos” son los provenientes del país y, por ende, denominados en bolívares.
- (4) La Comisión de Administración de Divisas (CADIVI)
- (5) Aún el fondo no ha sido creado, pero se contempla que lleve por denominación la de “Fondo de Desarrollo Nacional” (FONDEN).
- (6) El Fondo está dirigido al “financiamiento de proyectos de inversión en la economía real y en la educación y la salud; el mejoramiento del perfil y saldo de la deuda pública; así como, la atención de situaciones especiales y estratégicas” (artículo 6 de la Reforma).

continuación de este aspecto de la reforma debe ser tenida como muy preliminar, ya que es especialmente en este ámbito donde el texto de la reforma aprobada ofrece mayores vacíos.

Por muchos años se ha mantenido de manera prácticamente inalterada el siguiente esquema: la empresa estatal que monopoliza la exportación petrolera, PDVSA, ha estado obligada a vender al BCV a cambio de bolívares todos los ingresos en divisas que percibe, con la excepción de lo necesario para realizar sus pagos corrientes a proveedores y acreedores extranjeros. Los correspondientes ingresos en divisas han constituido la fuente fundamental de acumulación de reservas internacionales del País (en poder del BCV), mientras que con la contraparte en bolívares, PDVSA ha cubierto sus gastos internos operativos, de funcionamiento y de inversión y su aporte al Fisco Nacional, básicamente en la forma de impuesto sobre la renta y regalía petrolera (inicialmente PDVSA paga la contribución fiscal prevista en la Ley de Presupuesto del Estado, pero ante cualquier desviación de sus ingresos por exportación respecto a lo contemplado en la Ley de Presupuesto, se procede a una reestimación de la contribución fiscal y al correspondiente pago adicional a que hubiera lugar).

La reforma de la Ley del BCV modifica este esquema sustancialmente: PDVSA sólo venderá al BCV aquella parte de sus ingresos en divisas necesaria para obtener los bolívares que le permitan cubrir sus gastos internos operativos, de funcionamiento y de inversión así como el aporte fiscal **previsto en la Ley de Presupuesto del Estado**, otra parte de las divisas podrá ser retenida y utilizada por la empresa para realizar sus pagos corrientes a proveedores y acreedores externos **mientras que el resto pasará a formar parte del Fondo del Ejecutivo Nacional ya antes referido**.

Impacto de la transferencia de Reservas Internacionales

Iniciaremos el análisis por los que respecta a la transferencia por parte del BCV de 6000 millones dólares de las reservas internacionales al Ejecutivo Nacional (es decir, al Fondo a ser administrado por este último).

En esencia esta disposición equivale a una operación de financiamiento monetario puro (7) del BCV al Fisco Nacional, dirigido a cubrir los gastos externos de este último y a costa de una pérdida patrimonial del primero, con la particularidad de que ocurre en momentos de altos ingresos fiscales. En ausencia de este financiamiento, el Gobierno habría tenido que comprar al BCV al tipo de cambio oficial los dólares necesarios para cubrir estos gastos, produciéndose simultáneamente una reducción de las reservas internacionales y una disminución equivalente de la masa de bolívares en circulación, de tal modo que antes y después de la operación cada bolívar en circulación seguiría respaldado por el mismo número dólares en las reservas internacionales. Por el contrario, la transferencia libera al Gobierno de la necesidad de transferir bolívares al BCV para realizar sus pagos externos, permitiéndole dirigir los mismos a cubrir gastos internos, y produciéndose una reducción de las reservas internacionales sin una reducción equivalente de la masa monetaria, por lo que después de la operación el respaldo en dólares de cada bolívar en circulación se habrá reducido, lo que equivale a una devaluación implícita del

bolívar (el tipo de cambio implícito Bs/US\$, estimado como la razón entre M2 en bolívares y las reservas internacionales en dólares, se eleva con la reforma en un 25%, básicamente alineándose con el tipo de cambio oficial de Bs. 2150 por dólar).

Hasta el momento no existían precedentes de financiamiento monetario puro del BCV al Fisco Nacional en Venezuela (8)(9), lo que ha constituido un elemento esencial en la ausencia de episodios históricos de hiperinflación en el país, por lo cual la transferencia genera por primera vez la **certidumbre** de que el Ejecutivo venezolano cuenta, bajo el actual arreglo político-institucional del País, con una alta capacidad discrecional para recurrir al financiamiento monetario, teniendo de hecho la disposición efectiva a hacerlo en ciertas circunstancias (como mínimo para cubrir gastos externos cuando considere que el nivel de reservas internacionales excede el nivel que considera óptimo).

La teoría monetaria convencional hace esperar que esta “nueva certidumbre” conduzca a corto plazo a un incremento de la probabilidad que los agentes asignarán de ahora en adelante a la posibilidad de que el Gobierno recurra masivamente a la emisión monetaria para cubrir sus gastos, sobre todo en la eventualidad de shocks adversos en sus ingresos, y por tanto también a un aumento de la probabilidad que asignaran a un repunte permanente del ritmo inflacionario (e incluso a la posibilidad de eventos futuros de hiperinflación), lo cual traerá a su vez como consecuencia que, ante la eventualidad de una caída apreciable de los precios del petróleo, resulten muy altas las dificultades con que contarán tanto el Gobierno como el resto de los agentes para la colocación de deuda denominada en bolívares, que sean escasos los incentivos para ahorrar en bolívares y que las presiones a la salida de capitales resulten extremas.

En el mediano plazo, y de mantenerse el mismo entorno político-institucional, este deterioro de las expectativas acerca de la estabilidad del valor del bolívar sólo podrá revertirse si a través de sus acciones el Ejecutivo logra cultivar la sólida reputación de tener la firme voluntad de no ceder a la tentación de utilizar su “revelada” capacidad discrecional de financiamiento monetario de forma sistemática y masiva. No obstante, tanto la teoría monetaria convencional como la experiencia histórica a nivel internacional arrojan un mensaje muy desalentador a este respecto: en ausencia de inexpugnables barreras institucionales, los gobiernos tienden a ceder sistemáticamente a la tentación de financiar sus gastos emitiendo dinero, generando con ello un permanente “sesgo inflacionario”, esto es, un nivel de inflación promedio superior al que habría en presencia de dichas barreras (10).

(7) Emisión y transferencia de bolívares del BCV al Fisco Nacional sin contrapartida o a cambio de títulos de deuda emitidos por este último.

(8) La entrega de utilidades cambiarias del BCV al Fisco en los años recientes no constituye una forma de financiamiento monetario puro, en la medida que se reduce a utilidades líquidas, dado que su impacto monetario resulta nulo en términos netos.

(9) La excepción lo constituye el financiamiento que el BCV otorgó a FOGADE (Fondo de Garantía de Depósitos) para ayudar a los bancos en apuros en el contexto de la crisis del Sistema Financiero en 1994, lo que llevó el ritmo inflacionario a sus máximos históricos.

(10) Una excelente síntesis e introducción tanto a las teorías como a la evidencia que sustentan esta afirmación se encuentra en Alan Blinder (1998), “El Banco Central: Teoría y Práctica”, Antoni Bosch, editor, S.A.

Por otra parte, la transferencia incrementará para lo que resta de 2005 las dificultades que estructuralmente enfrenta la política monetaria en Venezuela: con la reforma, desaparece el impacto monetario contractivo de las operaciones de importación y servicio de deuda externa del Gobierno y PDVSA que estaba previsto para lo que resta del año 2005, en virtud de que la transferencia evita el pago en bolívares que tenían que hacer ambos entes al BCV a cambio de los dólares requeridos.

Por lo demás, la transferencia logra su objetivo, al mejorar de manera obvia la situación fiscal a corto plazo, liberando para otros usos los recursos presupuestarios destinados al pago del servicio y operaciones de reestructuración de la deuda pública externa y a las importaciones públicas. Ello permitirá cerrar el año con un mejor balance fiscal y una mayor expansión del gasto público que lo previsto, lo que se traducirá en mayor demanda agregada interna y esto a su vez, dado el contexto actual de una restringida capacidad productiva doméstica adicional, en un incremento mayor de las importaciones (que ya han venido expandiéndose de manera exponencial).

Impacto del nuevo esquema de flujo de los ingresos petroleros

Pasamos a analizar ahora el posible impacto del segundo aspecto fundamental de la reforma, esto es, del hecho de que PDVSA ya no esté obligada a vender al BCV el excedente de sus ingresos por exportación.

De acuerdo a nuestra interpretación, cualquier monto por el cual los ingresos petroleros excedan lo necesario para cubrir los gastos internos y externos de PDVSA y la contribución fiscal prevista en la Ley Presupuesto del Estado, será transferido íntegramente al fondo, quedando así a la disposición del Ejecutivo Nacional, quien podrá utilizarlos para realizar gastos externos o gastos internos, debiendo para esto último, vender al BCV a la tasa de cambio oficial los dólares equivalentes al monto de bolívares requerido.

Es decir, PDVSA continuaría haciendo la contribución fiscal inicial que normalmente ha hecho: la establecida en la Ley de Presupuesto del Estado en función de los supuestos que allí se establecen (en cuanto a producción e ingresos por exportación petrolera) y de acuerdo a las tasas de impuesto sobre la renta (50%) y de regalía (1/16 del valor de la producción) que establece el marco legal vigente. Sin embargo, si los ingresos petroleros resultan mayores que lo supuesto en la Ley de Presupuesto del Estado, excediendo por tanto el monto necesario para cubrir los gastos corrientes y de inversión previstos en el presupuesto de la industria y la contribución fiscal prevista en la Ley de Presupuesto del Estado, ya no se procederá al recálculo de la regalía y del impuesto sobre la renta, como se hacía antes de la reforma, sino que el monto excedente de ingresos se transferirá íntegramente al fondo (y, por tanto, al Ejecutivo Nacional).

Esto equivale a que en lugar de reformar el esquema de flujo de las divisas por exportación petrolera, se hubiera establecido una disposición legal que obligará a PDVSA a declarar dividendos de forma inmediata y automática sobre toda utilidad después de impuestos que obtuviera, y como tal los transfiriera de forma igualmente inmediata y automática al Ejecutivo Nacional, su accionista único. De este modo, la reforma genera de facto un aumento de la carga fiscal de PDVSA de tales características que prácticamente imposibilita que la empresa pueda en adelante incrementar su patrimonio y por tanto limita severamente su capacidad de expansión.

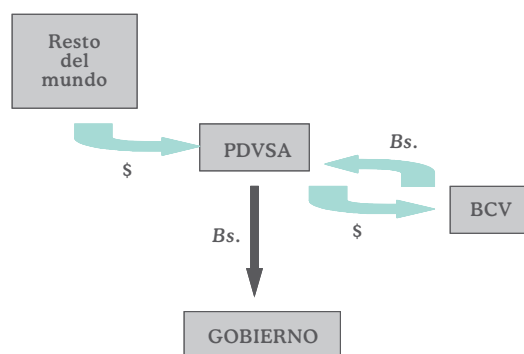
Aspectos adicionales

Hasta aquí se han discutido los dos aspectos más trascendentales de la reforma, pero la misma trae algunas novedades adicionales.

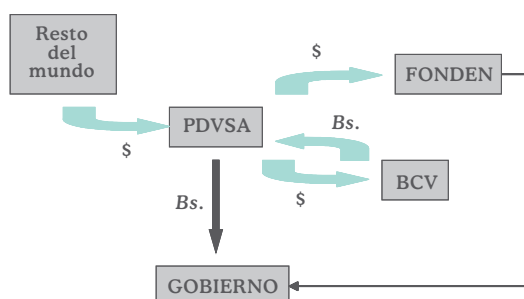
En primer lugar, se otorga al BCV la capacidad de otorgar financiamiento de mediano plazo al sector privado (plazos de hasta de cuatro años) y amplía a dos años los plazos a que podrá realizar operaciones de descuento y redescuento relacionadas a las operaciones de los sectores agrícola, forestal y pesquera que determine el Ejecutivo Nacional. Esta disposición hace al BCV, desde el punto de vista formal, menos “conservador” en cuanto a su propensión a otorgar financiamiento al sector privado, lo cual junto a su “revelada” debilidad institucional frente a las demandas de financiamiento monetario puro por parte del Fisco, contribuyen a incrementar adicionalmente el riesgo asociado por los agentes económicos a la tenencia de activos financieros denominados en bolívares en la eventualidad de una caída apreciable de los precios del petróleo.

Por último, la reforma faculta al BCV para calcular el “nivel óptimo” de reservas internacionales y le obliga a crear una metodología única para tal cálculo. La reforma no establece cuál es el fin de este cálculo, pero dos hipótesis surgen de manera natural: la primera, que, dado que la reciente transferencia de reservas internacionales al Fisco se ha justificado en la existencia de un monto excedente de reservas, el nivel óptimo estimado serviría simplemente de base para nuevas transferencias (lo que exigiría reformar otra vez la Ley); la segunda, que se esté planeando que el nuevo fondo pueda hacer transferencias al BCV en los casos en que el nivel de reservas internacionales se reduzca por debajo del nivel óptimo estimado.

Flujo de los Petrodólares antes de la reforma



Flujo de los Petrodólares después de la reforma



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 %)	3,4	9,9	-7,7	17,9	3,9	2,3
PIB Petrolero	-0,9	-14,2	-1,9	11,6	1,5	2,1
PIB No Petrolero	4,0	6,0	-7,5	17,8	4,6	1,8
Petróleo						
Precio promedio de realización (US\$/b)	20,2	21,94	25,2	31,4	42,5	38,4
Producción (m.M. barriles diarios)	3.216	3.213	2.779	2.620	2.700	2.780
Exportación (m.M. barriles diarios)	2.711	2.890	2.479	2.757	2.395	2.455
Exportación (m.M. US\$)	21.745	21.532	22.052	31.715	37.152	34.409
Demanda Agrega Interna (DAI)(% anual)						
Consumo Total Real	6,2	-6,2	-2,5	16,0	7,9	4,4
Inversión Bruta Real	13,8	-18,4	-36,7	43,0	13,4	4,8
DAI	8,3	-14,7	10,0	28,9	9,1	4,5
Sector Externo						
Balanza Comercial (M.US\$)	7.456	13.421	16.483	21.430	20.452	15.309
Exportaciones	26.667	26.781	27.170	38.748	42.152	39.409
Importaciones	19.211	13.360,0	10.687,0	17.318	21.700	24.100
Saldo en Cuenta Corriente (M.US\$)	1.983	7.599,0	11.448,0	13.830	11.843	7.965
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	1,65	9,62	13,33	14,18	11,32	7,58
Saldo en Balanza de Pagos (M.US\$)	-1.839	-4.427	5.443	1.898	1.264	-1.926
Reservas Internacionales Brutas (M.US\$)	12.296	12.003	20.666	23.498	23.800	22.600
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	20,6	23,5
Inflación Promedio	12,5	22,5	31,1	21,7	19,6	21,5
Indicadores Monetarios y Financieros						
Liquidez Monetaria (Var %)	97	15,3	57,5	50,4	30,8	27,3
Tasas de Interés Activa promedio (%)**	25,6	37,1	24,1	17,6	16,4	16,2
Tasas de Interés Pasiva 90d promedio (%)**	14,1	28,3	17,6	12,9	11,8	11,7
Captaciones del Público (Var %)**	10,6	4,5	67,0	50,2	31,7	28,4
Cartera de Créditos Bruta (Var %)**	20,0	-0,3	10,3	95,9	32,4	28,8
Intermediación Crediticia(%)**	63	59,8	39,5	54,0	46,5	46,6
Situación Fiscal						
Supéravit/Déficit Fiscal(% del PIB)	-4,2	-3,9	-5,9	-2,8	-1,8	-2,1
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	12,8	13,2
PIB Per Cápita (US\$)	4.892	3.140	3.350	3.737	3.938	3.886

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

* Estimaciones

** Seis principales bancos

*** Banca Universal y Comercial

	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	3,3	3,1	2,8
UEM	0,7	1,7	1,4	2,2	2,0	2,4	2,1	1,6
Japón	1,4	2,7	1,5	2,0	-0,4	0,2	0,0	0,3
China	9,3	9,5	8,5	8,0	1,2	3,9	4,5	4,5

Tasa oficial (% , fin de período)					Tipo de cambio (frente \$, fin de período)			
	01/07/05	sep-05	dic-05	dic-06	01/07/05	sep-05	dic-05	dic-06
EE.UU.	3,25	3,75	4,00	4,50	1,20	1,22	1,22	1,21
UEM (\$/€)	2,00	2,00	2,00	2,50				
Japón (yenes/\$)	0,10	0,10	0,10	0,10				
China (cny/\$)	5,58	5,58	5,80	5,80				

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	10,0
Brasil	0,5	4,9	3,0	3,0	9,3	7,6	6,0	5,0
Chile	3,7	6,1	6,1	5,7	1,1	2,4	3,4	3,0
Colombia	4,1	4,1	3,8	3,5	6,5	5,5	5,0	4,7
México	1,4	4,4	3,9	3,5	4,0	5,2	4,0	3,9
Perú	4,0	4,8	5,3	4,5	2,5	3,5	2,3	2,5
Uruguay	2,2	12,3	5,5	n.d.	10,2	7,6	5,5	n.d.
Venezuela	-9,2	17,9	3,9	2,3	27,1	19,2	20,6	23,5
LATAM ¹	1,7	5,9	4,1	3,6	7,1	6,8	6,5	6,0
LATAM Ex-México	1,8	6,5	4,2	3,6	8,3	7,3	7,3	6,8

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina ²	2,3	3,9	3,7	3,4	6,0	2,2	0,9	1,2
Brasil	-3,6	-2,5	-3,0	-3,0	0,8	1,9	1,5	0,0
Chile ²	0,0	2,5	2,4	1,2	-1,5	1,5	0,3	-2,1
Colombia	-2,7	-1,3	-2,5	-2,0	-1,3	-1,4	0,4	-2,1
México	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-1,3	-1,1	-1,5	-1,8
Perú	-1,7	-1,1	-1,0	-1,0	-1,5	0,0	-0,1	-0,5
Uruguay	-3,2	-1,8	n.d.	n.d.	-0,5	-0,8	n.d.	n.d.
Venezuela ²	-5,1	-1,9	-1,8	-2,1	10,3	14,9	11,3	7,5
LATAM ¹	-1,7	-0,8	-1,0	-1,0	0,8	1,3	0,6	-0,4
LATAM Ex-México	-2,5	-1,0	-1,4	-1,5	2,2	2,7	1,9	0,4

¹ Media de los 8 países mencionados. ² Gobierno Central

	Tipo de cambio (frente \$, fin de año)				Tasas de Interés (% , fin de año) ³			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	2,96	2,99	2,95	3,00	3,7	3,1	6,0	10,0
Brasil	2,89	2,72	2,70	2,90	16,5	17,8	18,0	16,0
Chile	603	576	575	578	2,3	2,3	4,3	6,0
Colombia	2865	2404	2400	2561	8,0	7,8	7,3	8,0
México	11,24	11,15	11,40	11,80	6,0	8,7	9,8	8,8
Perú	3,47	3,28	3,27	3,30	2,5	3,0	3,5	4,3
Uruguay	29,19	26,56	25,50	n.d.	7,5	5,7	n.d.	n.d.
Venezuela	1600	1920	2150	2580	15,1	12,4	12,5	12,9

³ Ver tasas de interés para cada país en la página siguiente.

Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

Bogotá

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
El sector financiero colombiano	Universidad Autónoma	Manizales, Abril 05
Situación económica colombiana	BBVA América	Bogotá, Abril 05
Consideraciones macroeconómicas	Comité de inversiones	Bogotá, Abril 05
La ética de las multinacionales	Universidad de los Andes	Bogotá, Mayo 05
Evolución y perspectivas financieras	Desayunos (clientes de Tesorería)	Bogotá, Mayo 05

Buenos Aires www.bancofrances.com.ar

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
El Futuro del Sistema Financiero	Forum-executive information	Buenos Aires, Abril 05
Argentina: los grandes desafíos del 2005	Banca Corporativa-Banca Empresas	Buenos Aires, Abril 05
El crédito como motor de crecimiento de la economía en Argentina	CMS-Credit Management Solutions	Buenos Aires, Junio 05

Caracas www.provincial.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Perspectivas Macroeconómicas 2005-2006	FUNDES	Caracas, Abril 05
El sector farmacéutico en el actual entorno macroeconómico	Banca Mayorista Global	Caracas, Abril 05
Perspectivas Macroeconómicas	Banca Mayorista Global Caracas	Caracas, Mayo 05
Perspectivas Macroeconómicas, Sector Petrolero y su Impacto en el Estado Zulia	Reunión de Clientes	Maracaibo, Mayo 05
Perspectivas Macroeconómicas y Su impacto en el Sector de Autopartes	Capmil	Barquisimeto, Mayo 05

Lima www.bbva bancocontinental.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Perspectivas Económicas: 2005-2006	Principales Clientes	Trujillo, Abril 05
Las claves del escenario macroeconómico y financiero	Cámara Comercio de España	Lima, Abril 05
Las claves del escenario macroeconómico y financiero	Banca Mayorista Global	Lima, Abril 05
Perú: Economic Performance	MBA University of Baltimore	Lima, Abril 05
Situación Económica	Moody's	Lima, Abril 05
Perú: Economic Performance	MBA Desales University	Lima, Mayo 05
Perspectivas Económicas: 2005-2006	Universidad Agraria La Molina	Lima, Junio 05

Madrid www.bbva.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Presentación del nuevo Situación Portugal	Clientes y Prensa	Junio 05
Exchange Rate Strategies in Latin America	BID	Washington, Mayo 05
El entorno exterior de la Economía Catalana	Barcelona	Mayo 05
Blurred Recovery?: Argentina after the crisis	IIF	Londres, Abril 05
Are the stars lined up?: Keys to growth in Latin America	Clientes Corporativos	Hong Kong, Abril 05
Housing Markets	BIS	Basilea, Abril 05
Globalization and Latin America: Joining Asia's bandwagon	BID	Okinawa, Abril 05
Europe: Just a modest cyclical recovery	IIF	Madrid, Abril 05

México www.bancomer.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Escenario económico y financiero en México	Consejo Regional	D.F., Puebla, Morelia, Aguascalientes, Mayo 05
Mexico: economic and financial outlook	Clientes Corporativos y de Empresas	México D.F., Mayo 05
Efectos potenciales de la revaluación del yuan en México	Comité de Mercado, Estrategia y Fondos	México D.F., Mayo 05
Escenario económico y financiero en México 2005-2007	Jornadas de Planeación Hipotecaria Nacional	México D.F., Mayo 05
Escenario económico y financiero en México	Reunión Nacional ANTAD	México D.F., Junio 05

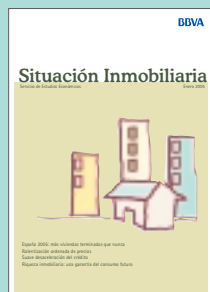
BBVA USA www.bancomer.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
International business strategies in LatAm, The BBVA Case	BBVA USA	Atlanta GA, Mayo 05
Perspectivas Estados Unidos: entre el petróleo y el "soft patch"	Periodistas Puerto Rico	San Juan PR, Mayo 05
Entorno macroeconómico de Estados Unidos	Comité de Mercado y Estrategia	México D.F., Mayo 05

Santiago de Chile www.bhif.cl

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Panorama general de la economía de Chile.	Universidad Adolfo Ibáñez,	Santiago, Junio 05
Acuerdos comerciales y competitividad. Desafíos para Chile.	Academia Politécnica Militar.	Mayo 05
De la recuperación al crecimiento.	Clientes BBVA.	Temuco, Mayo 05
Acuerdos comerciales y competitividad. Desafíos para la región.	Seminario OEA, BID, CAF.	Cartagena de Indias, Febrero 05

otras publicaciones



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

El BBVA Banco Provincial no se hace responsable por las opiniones contenidas en la presente publicación, ni ofrece ninguna garantía sobre la integridad, corrección o exactitud de las cifras que en ella se muestran.

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