

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 4, N° 2 - Segundo trimestre 2008



Se modera el crecimiento económico

Inflación desborda metas oficiales

Agregados moderan su expansión

Nueva ola de estatizaciones

Indice

Fecha de cierre: 23 de mayo de 2008

Editorial

Resumen ejecutivo

1. Entorno internacional

Crisis financiera más prolongada	4
----------------------------------	---

2. Entorno Macroeconómico

Se modera crecimiento económico	7
Superávit Fiscal alcanza a 3% del PIB en 2007	8
Recuadro:	
“Ley de Contribución Especial”	10
Inflación desborda metas oficiales	11
Recuadro:	
“Valoración del nuevo Índice Nacional de Precios”	13
Sector Externo: Visiones del futuro	14

3. Política Monetaria y Cambiaria

Expansión monetaria conenida	15
------------------------------	----

4. Sistema Financiero

Moderación en la actividad bancaria	16
-------------------------------------	----

5. Artículos

El Sector Público en la Banca Venezolana	18
Nueva ola de estatizaciones	20

6. Indicadores y proyecciones

24

Han elaborado esta publicación:

Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

Economista Jefe :

Alejandro Puente alberto_puente@provincial.com

Economista Principal:

Oswaldo López oswaldo_lopez@provincial.com

Economistas:

Samir El Jesser jesser_samir@provincial.com
Erikson Castro erikson_castro@provincial.com

Asistente de investigación

Clarissa Santelmo clarissa_santelmo@provincial.com

Editorial

La situación y perspectivas de la economía venezolana son bastante peculiares en el actual contexto regional y mundial. En primer lugar, el precio promedio de la cesta de exportación de crudos y productos venezolanos ha alcanzado niveles record, superando los 100 dólares el barril las últimas tres semanas. Dado que nuestras expectativas anticipan un precio promedio de 89 dólares el barril durante 2008, respecto a los 64,7 dólares en promedio en 2007, el superávit en la cuenta comercial de Venezuela superaría los 43 mil millones de dólares y el superávit en cuenta corriente estaría en torno al 14% del PIB. También se mantendría la holgura de las cuentas fiscales observada durante 2007 (3% del PIB), con un superávit del Gobierno Central estimado en aproximadamente 2,8% del PIB para 2008.

A pesar del contexto tan favorable en el mercado petrolero, y luego de diecisiete trimestres con un crecimiento en el sector no petrolero de la economía superior a 9%, de acuerdo a declaraciones del Ministro de Planificación, Haiman El Troudi, en el primer trimestre la economía creció entre 6% y 7%. Este comportamiento, sería consistente con las estimaciones del Servicio de Estudios del BBVA, en el sentido de que ya desde el segundo semestre del año 2006 el PIB observado habría superado el PIB potencial y que ulteriores aumentos en la demanda agregada tendrían escaso impacto en el crecimiento económico y mayormente se traducirían en crecimiento de los precios, como efectivamente ha venido ocurriendo. En cualquier caso, esta desaceleración en el crecimiento económico no sólo se ha dado a consecuencia de la restricción de oferta, también ha resultado de políticas orientadas a moderar el crecimiento de la demanda agregada interna y los precios.

Respecto al signo de la política económica, por una parte, es difícil hablar de una política fiscal contractiva o al menos neutral con un crecimiento del gasto primario del gobierno central de 17,3% en términos reales durante los primeros cuatro meses del año. Por otra parte, un elevado cumplimiento en las metas de recaudación fiscal y colocaciones de deuda pública y notas estructuradas por parte del Ministerio de Finanzas, han coadyuvado a una política monetaria claramente restrictiva, sustentada en un encaje marginal equivalente a 30% de las captaciones y en recientes aumentos en la estructura de tasas de interés del sistema financiero. El Banco Central, y más propiamente la Comisión de Administración de Divisas, han reforzado esta política aumentando en 27,6% el suministro de divisas durante el primer cuatrimestre del año.

El efecto combinado de estas medidas es un crecimiento levemente negativo de la liquidez hasta mediados de mayo.

En el ámbito financiero se observa un marcado cambio de tendencia, hacia un menor crecimiento de las captaciones y colocaciones, lo que permite anticipar una demanda agregada creciendo a menor velocidad que los últimos trimestres, pero todavía superior al crecimiento del producto.

En cuanto al control de la inflación, a pesar de la moderación del dato de abril, persisten las presiones inflacionarias originadas en factores de oferta, como el reciente aumento del salario mínimo de 30% y la escasez de determinados rubros de la canasta de consumo.

Por último, la singularidad de la realidad económica venezolana no se agota en un contexto externo favorable y en una combinación de políticas fiscal expansiva, monetaria restrictiva y tipo de cambio fijo. También se expresa en una estrategia de cambios estructurales orientados a aumentar el rol del estado en la actividad económica, y en este número del Situación Venezuela se intenta esclarecer las posibles consecuencias de este entorno y de estas políticas.

Resumen Ejecutivo

Se modera crecimiento económico

El crecimiento interanual del primer trimestre se ubicaría entre 6 y 7%, una expansión en línea con el acuerdo de política presentado para 2008, que establece la meta de crecimiento en 6%.

Las políticas adoptadas por el gobierno en los últimos meses: incremento de las tasas de interés, colocaciones de deuda y notas estructuradas para restringir la liquidez, y un control cambiario más rígido para determinados sectores económicos, tienen un claro sesgo a restringir el excesivo crecimiento de la demanda agregada, y más específicamente el consumo, a tasas más acordes con el crecimiento de potencial, que estimamos se encuentre entre en torno a 4,3%.

En el primer cuatrimestre, los indicadores de actividad, tales como las ventas del sector automotriz y la energía consumida se moderaron y esperamos que siga esa tendencia. Así para el conjunto de 2008 .esperamos una reducción del crecimiento hasta 5,5% para el conjunto de la economía.

Inflación desborda metas oficiales

A lo largo del año la economía venezolana ha experimentado un repunte en la tasa de inflación que supera ampliamente los objetivos planteados por el Gobierno nacional en el Acuerdo Anual de Política (9%-11%) y la revisión realizada por el Ministro de Planificación (19,5%). A tasas anualizadas, la inflación anunciada fue 29,3% en abril, la mayor registrada en los últimos 56 meses.

La presencia de un régimen de administración de precios de amplia cobertura explica en gran medida el desalineamiento (en algunos rubros) y la sobre-reacción de los precios domésticos al fenómeno mundial de elevación de precios de energía y alimentos. En una economía con tipo de cambio fijo, como la venezolana, las condiciones de arbitraje implicarían que los precios internacionales y domésticos tiendan a converger a una misma tasa de crecimiento para los bienes transables dado que serían libremente arbitrados y, en menor medida, para los bienes no transables considerando que los insumos transables de estos productos también convergen a una misma tasa de crecimiento. Sin, embargo, el arbitraje se encuentra severamente limitado con la vigencia del sistema de regulación de precios. En el caso de los alimentos, la mayoría de los productores locales pertenecen al sector privado, por lo que la regulación de precios ha originado en muchos casos situaciones de escasez por restricción de oferta. Esta estrechez de oferta ha inducido la comercialización de los productos en mercados no oficiales, valorados con prima respecto al precio regulado, situación que ha determinado presiones inflacionarias muy superiores a las observadas en los mercados internacionales, en términos generales.

En nuestro escenario base esperamos que la aceleración inflacionaria experimente un declive durante el segundo semestre del año que determine una convergencia de los actuales niveles hacia una inflación de cierre de 2008 en torno al 24%. La percepción de una ligera baja en la senda de crecimiento de los precios se sustenta, en primer lugar, en el carácter coyuntural del acelerado comportamiento de los precios durante este primer trimestre del año, que debe disiparse en el transcurso del segundo trimestre. En segundo lugar, a la intensa reacción de las autoridades en moderar presiones de precios originadas en el mercado cambiario no oficial. No obstante, el factor condicionante de esta estrategia antiinflacionaria es el comportamiento del gasto público en un año electoral bajo el sustento de elevados ingresos petroleros

El superávit fiscal alcanza a 3% del PIB para 2007

El Gobierno Central tuvo un superávit de 3% del PIB durante 2007, lo que contrasta con el déficit de 2,6% observado en el Sector Público Consolidado Restringido (SPCR) y refleja el profundo cambio que se ha dado en las finanzas públicas en los últimos años. Igualmente, la aparición de nuevos actores en el sector público venezolano, la derivación de importantes recursos a algunos de estos y la ejecución de gastos fuera del presupuesto del Gobierno Central constituyen elementos adicionales de esta transformación del sector público venezolano.

Al concentrarnos en el resultado del Gobierno Central, se observa una reducción de los ingresos como proporción del PIB de 1,3 puntos porcentuales, básicamente a causa de la reducción de los ingresos tributarios de origen petrolero, que se explica en el anclaje cambiario y en que la tributación fiscal petrolera se hace a un precio y volumen de referencia y no al precio y volumen de producción efectivos del petróleo.

En el campo de los gastos se da una importante contracción, al pasar de 30% del PIB a 25,7%, por menores transferencias y gastos en bienes y servicios.

El nuevo escenario petrolero, la Ley de Contribución Especial sobre Precios Extraordinarios de Hidrocarburos y el repunte inflacionario del primer trimestre inducen una revisión de las previsiones fiscales para 2008. Así, el escenario fiscal para 2008 prácticamente repite el resultado superavitario obtenido para 2007, al situarse éste en 2,8%. En términos del superávit primario no habría cambios (4,5%), en tanto que el déficit interno se deterioraría 1,4%, reflejando el mayor salto en los ingresos fiscales petroleros respecto de los no petroleros.

Visiones del futuro en mercado petrolero

La segunda semana de mayo el crudo WTI rozó los 130 dólares el barril y la cesta de exportación venezolana superó los cien dólares por tercera semana consecutiva. Sin embargo, estos niveles de precios sin precedente no resultan del comienzo del fin del petróleo, al que los expertos todavía le dan algunas décadas de vida; tampoco de factores geopolíticos. El evento distintivo de la coyuntura, que ha estado presente a lo largo de este repunte de precios, es la crisis financiera internacional. Ciertamente, aunque uno de los efectos esperados de esta crisis es la desaceleración de las principales economías desarrolladas, especialmente Estados Unidos, y la moderación en la demanda de materias primas de estos países, el que ha prevalecido ha sido el debilitamiento del dólar y expectativas de inflación, producto de la relajación de la política monetaria de la Reserva Federal de EEUU.

Sin embargo, no existe un total consenso respecto a la anterior visión, que atribuye los elevados precios principalmente a la debilidad del dólar. Algunos analistas consideran que se habría alcanzado el *peak* de producción o al menos una meseta, lo que determinaría precios elevados y crecientes en el futuro. En el grupo BBVA se espera que el crudo Brent se ubique en 99 US\$/barril, y en 81,4 US\$/barril para 2009.

El precio promedio de la cesta de exportación venezolana alcanzaría los 89 US\$/barril durante 2008, y 73,1 US\$/barril en 2009.

Agregados Monetarios moderan su expansión

La evolución de los principales agregados monetarios, permite apreciar una clara tendencia descendente de su ritmo expansivo desde finales del primer trimestre del pasado año. Este comportamiento de los agregados monetarios se debe en parte al enfoque reciente de política adoptado para mitigar las presiones inflacionarias presentes en la economía.

Así, las últimas decisiones del directorio del Banco Central en materia de política monetaria han mostrado un claro sesgo restrictivo. En el transcurso del año la autoridad monetaria ha modificado la regulación sobre las tasas de interés al incrementar los niveles mínimos permitidos de las tasas bancarias pasivas nominales y el nivel máximo permitido de las tasas activas aplicables al uso de tarjetas de crédito.

De acuerdo con las proyecciones que conforman nuestro escenario base, el crecimiento nominal de la liquidez monetaria (M2) esperada en el año será de 35,5%, un resultado consistente con las previsiones de crecimiento de la actividad económica interna y niveles la inflación de 24,0%.

Moderación de la actividad bancaria

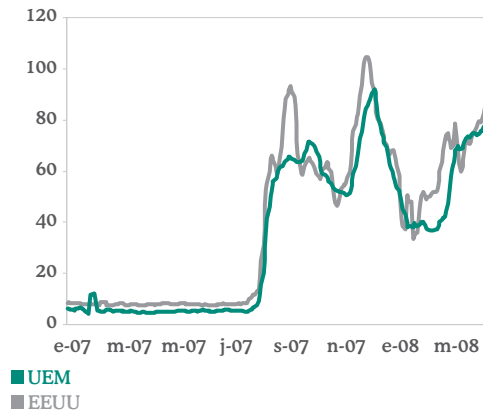
Luego de un período de fuerte expansión del sector bancario, la orientación más restrictiva de la política monetaria, llevara a una moderación de los activos y pasivos bancarios. Los ajustes al alza de los niveles mínimos permitidos de las tasas de interés pasivas, el mantenimiento de un esquema de encajes obligatorios crecientes y las recientes medidas de direccionamiento obligatorio del crédito se dirigen a promover cambios en la estructura de tasas de interés y en la asignación del crédito, lo cual, junto al mayor drenaje monetario mediante el mecanismo cambiario, se traducirá en la ralentización tanto del crecimiento del volumen de recursos captados como del crédito en el sistema.

Por su parte, el crecimiento de la cartera crediticia del sistema muestra claros signos de desaceleración. Tras mostrar crecimientos reales de 39,6% y 38,0% los dos últimos años, la cartera de créditos neta del agregado bancario nacional reducía a 18,9% su crecimiento real anual.

De acuerdo con nuestras previsiones, descontando el impacto de las medidas de política monetaria de reciente adopción, la cartera de créditos neta cerraría el año mostrando una expansión nominal de 31,3%, un crecimiento muy cercano al 6% en términos reales, continuando la tendencia a la fuerte moderación de la expansión crediticia en el país.

Indicador de tensiones de liquidez interbancaria 3 meses:

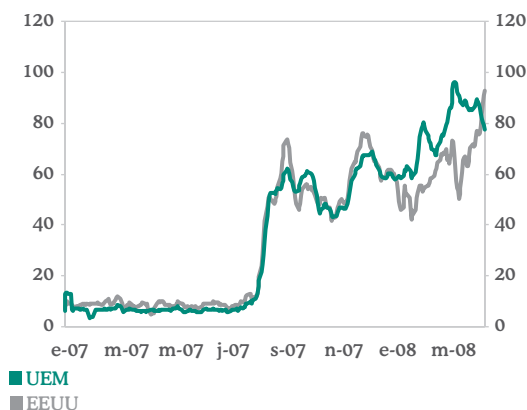
Diferencial (LIBOR 3M - expectativas política monetaria 3M)



Fuente: Bloomberg, LIBOR 3M - OIS 3M (Overnight Index Swap), Med. móv. 5 días

Indicador de tensiones de liquidez interbancaria 12 meses:

Diferencial (LIBOR 12M - expectativas política monetaria 12M)



Fuente: Bloomberg, LIBOR 12M - OIS 12M (Overnight Index Swap), Med. móv. 5 días

Riesgo de crédito bancario: CDS 5 años (pb)



Fuente: Bloomberg y BBVA. Media simple de CDS Senior a 5 años

I. Entorno internacional

Crisis financiera más prolongada

La economía mundial y, particularmente, las economías desarrolladas, continúan bajo la influencia del choque financiero iniciado el pasado verano. Sus efectos, más prolongados de lo inicialmente esperado, se han extendido hacia una gran variedad de agentes, activos y mercados. A día de hoy siguen sin mitigarse las tensiones en los mercados monetarios, a pesar de las medidas adoptadas por los principales bancos centrales. La Reserva Federal ha sido, sin duda, el más activo con un agresivo recorte de tipos oficiales, el incremento de inyecciones de liquidez a las entidades financieras mediante varios programas de préstamo (TAF, TSLF, PDCF, repos) y su intervención, mediante un préstamo especial, en la reciente compra de Bear Stearns por parte de JP Morgan. El BCE, con una estrategia diferente y menos agresiva, ha tratado de alargar los plazos, en lugar de incrementar la liquidez del sistema. El último en incorporarse a esta sucesión de medidas ha sido el BoE, con el anuncio de una nueva facilidad de liquidez, que amplía los colaterales aceptados y prolonga de forma significativa los plazos de la misma, pues los bancos podrán intercambiar sus activos ilíquidos por bonos del Tesoro durante un plazo de uno a tres años.

Los problemas de financiación bancaria se extienden más allá de los mercados monetarios. Las primas de riesgo de crédito continúan siendo elevadas y los problemas de emisiones a nivel global persisten. Las pocas emisiones que se han producido en los mercados primarios han sido a un coste muy elevado. Además, se han visto afectados otros agentes, como las aseguradoras de bonos. Igualmente, se han registrado pérdidas sustanciales en otras clases de activos norteamericanos más allá de los residenciales, incluyendo los bonos municipales y los préstamos apalancados. No obstante, las últimas medidas fiscales y regulatorias podrían establecer un suelo en la cotización de estos activos, evitando un deterioro adicional en los mismos. En este difícil contexto, las entidades financieras se han visto obligadas a reconocer importantes pérdidas derivadas de la merma de valor de sus carteras de activos, que superan ya los 200mm. de dólares, una cifra que previsiblemente se incremente en los próximos meses. Además, el deterioro macroeconómico que se está produciendo en las principales economías, y en especial en EE.UU., podría mantener la presión sobre las cuentas de resultados bancarias. Ambas tendencias suponen un desafío para algunas entidades financieras muy expuestas a los sectores más afectados, que deberán buscar recursos para recapitalizarse.

Economías desarrolladas, de la economía financiera a la real

La severidad y persistencia del choque financiero se está trasladando ya de forma negativa a la economía real, si bien la magnitud y duración de su impacto sobre las distintas regiones podría ser muy distinto.

La economía estadounidense es la que está experimentando la desaceleración más aguda. El mercado inmobiliario continúa sin estabilizarse y contribuyendo negativamente al crecimiento, a la vez que el consumo se debilita progresivamente, como consecuencia del deterioro de la confianza y del mercado laboral, que ya acumula tres meses consecutivos de destrucción de empleo. Así, en un contexto en el que parece poco probable que la aportación del sector exterior o las posibles medidas fiscales que se puedan adoptar vayan a ser suficientes para contrarrestar la situación, se espera que la economía de EE.UU. crezca en promedio un 1% en 2008, muy alejado de su crecimiento potencial y del de 2007 (2,2). En este contexto, de desaceleración se espera que la Reserva Federal siga recortando tipos hasta el 1,5% al cierre de 2008.

Por su parte, la desaceleración de la economía europea está siendo mucho más gradual y moderada, gracias a la fortaleza mostrada por la economía alemana, que se está viendo favorecida por la mayor diversificación de sus exportaciones. Sin embargo, a la vista de que las tensiones financieras en Europa podrían ser similares a las de EE.UU. y que algunos países miembros ya están haciendo frente a una desaceleración cíclica (España, Irlanda, Reino Unido), cabe esperar que las actuales turbulencias y el deterioro de la economía estadounidense terminen impactando la zona euro por lo que el crecimiento para 2008 podría acabar en el 1,5% respecto al 2,6% de 2007.

La inflación, por su parte, continuó acelerándose a nivel global, en buena parte por los altos precios de los alimentos y de la energía, con un precio del petróleo instalado en cotas superiores a los 100\$/barril. Así, la inflación en EE.UU. y la zona del euro, pasó del 2.1% y 1,8%, respectivamente, en enero de 2007 al 4.0% y 3,6% en marzo de 2008. En este sentido, aunque se espera que se trate de un fenómeno temporal, los riesgos sobre la inflación son al alza, especialmente en Europa, donde los recientes aumentos de los precios han llevado a que el BCE endurezca aún más si cabe su discurso. A medida que la economía se vaya ralentizando y que la inflación se vaya mitigando, el BCE debería tener margen para relajar su política monetaria, hasta situar el tipo oficial en el 3,5% a finales de año. Ante este panorama de desaceleración económica y tipos oficiales más bajos, cabe pensar que la renta fija pública de largo plazo puedan seguir actuando de activo refugio y se mantengan en niveles relativamente bajos durante todo el año, ubicándose en el 3,5% y 4,0% en EE.UU. y Europa, respectivamente, a finales de 2008.

Por último, prosigue la debilidad del dólar frente al euro, fuertemente condicionado por las divergentes expectativas de crecimiento y de política monetaria para EE.UU. y Europa. A corto plazo, lo más probable es que la debilidad persista. Sin embargo, en la medida en que la economía estadounidense se estabilice y los signos de desaceleración de la economía europea sean más plausibles y el BCE relaje su política monetaria, el dólar podría revertir hacia niveles menos depreciados.

Asia, moderación del crecimiento y mayor riesgo de inflación

En 2007, Asia emergente y Japón crecieron 9.1% y 2.1%, respectivamente. De hecho, la mayoría de los países de la región terminaron sorprendiendo al alza. En el primer trimestre de 2008, los principales indicadores económicos en Asia se han mostrado en general sólidos a pesar del deterioro de las condiciones económicas en el entorno internacional, en base a la mayor diversificación geográfica de sus exportaciones, un crecimiento elevado en el resto de economías emergentes y la importancia de la demanda interna.

En cualquier caso, el entorno exterior es lo suficientemente negativo para pensar que la región desacelere su crecimiento en 2008 en torno a un punto porcentual respecto a 2007. En cualquier caso, el sesgo a nuestras previsiones de crecimiento se mantiene a la baja ante la incertidumbre sobre la evolución de la economía global y los posibles efectos de segunda ronda ante una caída significativa de las exportaciones, una corrección brusca de los mercados de valores o un eventual efecto contagio en la región. A corto plazo, otro riesgo importante es el rápido aumento de la inflación acompañado, en algunos casos, de una fuerte apreciación de las divisas asiáticas frente al dólar que podría llevar a una fuerte apreciación real y, por tanto, a una ulterior caída de las exportaciones, provocando una desaceleración más intensa de lo inicialmente previsto.

ISM versus IFO

(desviación estándar respecto a la media)

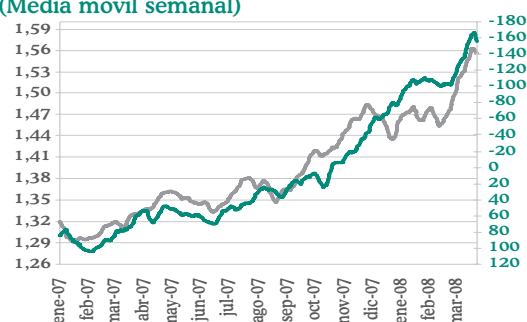


■ IFO
■ ISM (Manufacturero)

Fuente: Datastream y BBVA

Dólar-Euro vs, diferencial de expectativas de PM a un año entre EE.UU. y la UEM

(Media móvil semanal)



■ Difer. expectativas PM a un año EE.UU.-UEM (esc. inversa)
■ Dólar-euro

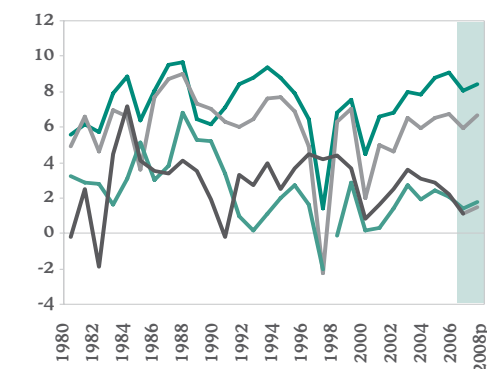
Fuente: SEE BBVA

Previsiones financieras (fin de período)

	2007	2008	2009
Tipos oficiales			
EE.UU.	4,25	1,50	2,25
UEM	4,00	3,50	3,75
Tipos a 10 años			
EE.UU.		3,50	4,20
UEM		4,00	4,15
Dólar-Euro		1,50	1,42

Fuente: SEE de BBVA

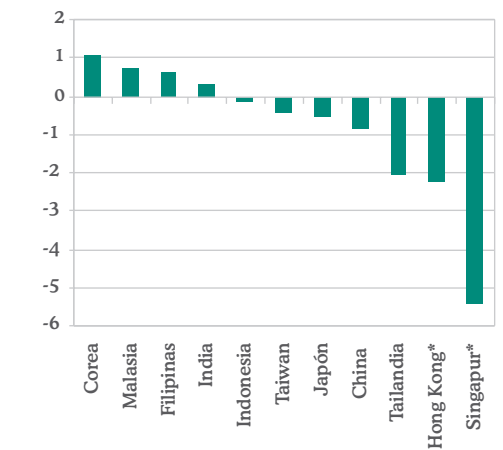
Crecimiento PIB real (%)



■ ASIA EMERGENTE* EX CHINA
■ ASIA EMERGENTE*
■ EE.UU.
■ JAPÓN

Fuente: SEE BBVA

Asia: tipos reales de política monetaria
(% mar-2008)



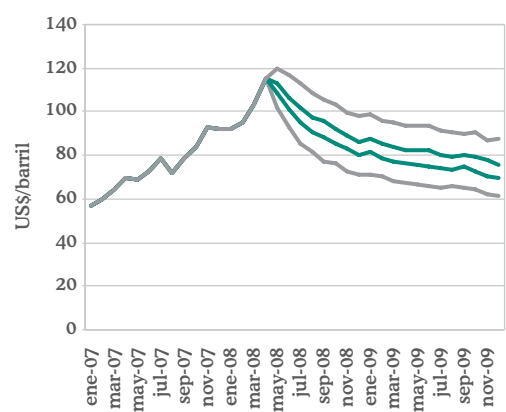
* Tipo interbancario a 3 meses. Resto tasas oficiales deflactado por IPC
Fuente: BBVA

Precios de materias primas

	Actual	Hace 3 meses	Previsión fin de 2008
Café (cents/lb)	144	151	160
Cobre (US\$/t)	8.390	7.020	6.339
Oro (US\$/Troy oz)	856	890	870
Brent (US\$/Bbl)	117,5	89,1	86,2
Soja (cents/Bu)	1.258	1.267	1.143

Fuente: BCV

Fan chart para la evolución del Brent



Fuente: BBVA

Hasta el momento, los Bancos Centrales en la región se muestran más preocupados por los riesgos sobre crecimiento que sobre inflación. China, Hong Kong y Singapur tienen actualmente tipos reales muy negativos, regímenes cambiarios poco flexibles y reducido margen de actuación en política monetaria. En esta situación existe el riesgo de una inflación más elevada y persistente.

La subida en los precios internacionales de materias primas, energía y, más recientemente, de los alimentos está tras el fuerte repunte de la inflación en Asia. Los gobiernos en la región han reaccionado con medidas de corte fiscal y administrativo tales como recortes de tarifas a la importación, restricciones o prohibición a la exportación de ciertos productos agrícolas, controles sobre precios y subsidios a la producción. Sin embargo, este tipo de medidas pueden introducir importantes distorsiones que impidan el ajuste automático del mercado así como el deterioro del saldo fiscal y déficit corriente en algunas economías. Alternativamente, los bancos centrales podrían optar por utilizar más activamente la política monetaria con subidas de tipos de interés y apreciación del tipo de cambio. En cualquier caso, en el corto plazo, dichas medidas ayudarían a contener las presiones inflacionarias a costa de un menor crecimiento.

Materias primas,

Los precios de las materias primas siguen registrando alzas generalizadas, alcanzando cifras record en algunos casos y generando una creciente preocupación por su impacto en la inflación global. En el caso de los alimentos, destacan en particular las recientes alzas del precio de arroz y el desabastecimiento de este producto en diversos mercados globales. Desde una perspectiva histórica, el shock en energía se puede decir que es comparable con el experimentado en los años 70, mientras que en otros casos, como los alimentos, el tamaño del shock es menor y podría aún quedar recorrido alcista en los precios dada la presión de la demanda de las economías emergentes. Para los alimentos, el aumento de la población y del ingreso per capita en países como China está determinando un cambio en el patrón de consumo. Junto a la demanda, los factores financieros parecen estar jugando un papel importante en el alza de los precios de las materias primas, tales como la depreciación del dólar o la preferencia de los inversores de este tipo de productos como activo refugio.

A pesar de los elevados niveles de precios actuales, los contratos de futuros descuentan para finales de año subidas adicionales para algunas materias primas como el maíz, el trigo o el oro, mientras que los futuros para la soja, el petróleo o el cobre muestra una senda de moderación en los próximos meses.

Nuestras previsiones apuntan a una ligera moderación de los precios actuales (ver tabla adjunta). El petróleo tipo Brent, que ha cotizado cerca de los 120\$/b, es un mercado muy tensionado por la combinación de factores estructurales (demanda robusta de emergentes y oferta inferior a la prevista en el primer trimestre del año), financieros y geopolíticos. Nuestra previsión apunta a una convergencia muy gradual al nivel de equilibrio, estimado en 65-70\$, con lo que cerraría el año en el entorno de los 90\$.

2. Entorno Macroeconómico

Se modera crecimiento económico

De acuerdo a declaraciones del ministro de Planificación y Desarrollo, el crecimiento interanual del primer trimestre se ubicaría entre 6 y 7%, lo cual se correspondería con el crecimiento planteado en el Acuerdo Anual de Política presentado para el año 2008, que establece la meta de crecimiento en 6%. Las elevadas tasas de inflación experimentadas por la economía durante 2007, parece ser la razón fundamental detrás de este objetivo, que supone una moderación en el ritmo de crecimiento experimentado durante los últimos 17 trimestres.

Las políticas adoptadas por el gobierno en los últimos meses: incremento de las tasas de interés, colocaciones de deuda y notas estructuradas para restringir la liquidez, y un control cambiario más rígido para determinados sectores económicos, tienen un claro sesgo a restringir el excesivo crecimiento de la demanda agregada, y más específicamente el consumo, a tasas más acordes con el crecimiento del producto potencial de la economía, que estimamos se encuentra, en torno a 4,3%.

En el primer cuatrimestre, el sector automotriz presentó una caída interanual de 16,7% que contrasta en gran medida con el crecimiento de 52,4% en igual período del 2007. Este comportamiento es producto básicamente de los límites establecidos al otorgamiento de licencias para la importación de vehículos, y la redefinición de las prioridades en la asignación de divisas por parte de la Comisión de Administración de Divisas (CADIVI) en desmedro del sector automotriz, lo que ha implicado un crecimiento de 7,8% en la venta de vehículos nacionales (-0,3% en el 2007) y una caída de 28,8% en la venta de vehículos importados (106,9% en el 2007).

En cuanto a otro de los indicadores adelantados de actividad, la energía consumida en el primer cuatrimestre creció 2,7% en términos interanuales, lo cual sería atribuible básicamente al crecimiento vegetativo de la energía, producto del incremento poblacional, y no a un uso más intensivo de la energía en el proceso productivo.

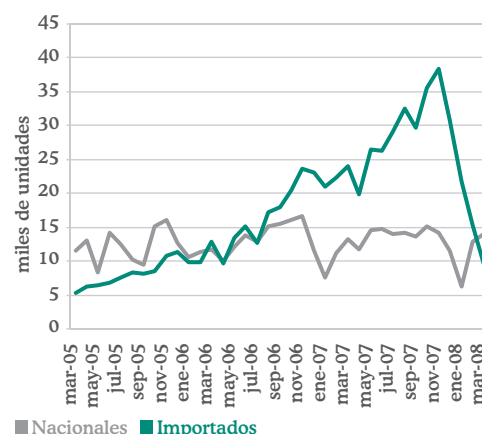
Mercado Laboral

Cifras publicadas por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) indican que la tasa de desempleo del primer trimestre se ubicó en 8,2%, lo que representa una mejora de 2,1 puntos porcentuales respecto al primer trimestre de 2007. En términos de creación de nuevos puestos de trabajo, dicha mejora implicaría una generación de 420 mil puestos de trabajo. No obstante, a pesar del incremento en la demanda de trabajo que reflejan estas cifras, no pareciera existir presiones salariales que redunden en un salario real mayor, ya que entre el primer trimestre del 2008 y el del 2007 el índice general de remuneraciones se ha incrementado en 21,9%, mientras que la inflación para igual período se ubicó en 29,1%.

Perspectivas

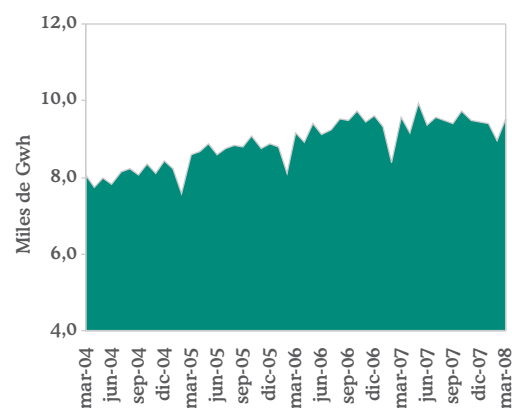
Con base a los indicadores discutidos previamente, y que de acuerdo a nuestras estimaciones, a partir del segundo trimestre del 2006 la economía se encuentra produciendo por encima de su producto potencial, nuestra previsión para el crecimiento anual del sector no petrolero se mantiene en 6,4%, mientras que para el sector petrolero seguimos esperando un crecimiento de 2,0%, explicado básicamente por la reversión de los recortes de producción realizados el año pasado por la OPEP. En consecuencia, la expectativa de crecimiento para el conjunto de la economía en el 2008, se mantiene en torno al 5,5%.

Venta de vehículos



Fuente: CAVENEZ

Energía consumida



Fuente: OPSIS

Coyuntura Fiscal

El superávit fiscal alcanza a 3% del PIB para 2007

De acuerdo a información recientemente publicada por el Ministerio de Finanzas el Gobierno Central tuvo un superávit de 3% del PIB durante 2007. Este resultado contrasta con el déficit de 2,6% observado en el Sector Público Consolidado Restringido (SPCR) y refleja el profundo cambio que se ha dado en las finanzas públicas en los últimos años. Igualmente, la aparición de nuevos actores en el sector público venezolano, la derivación de importantes recursos a algunos de estos y la ejecución de gastos fuera del presupuesto del Gobierno Central constituyen elementos adicionales de esta transformación del sector público venezolano.

Al analizar el resultado del concepto más amplio, el del SPCR, puede existir la tentación de afirmar que estamos en presencia de un comportamiento pro-cíclico de gasto público. No obstante, dos aspectos habría que considerar en este punto. El primero, tiene que ver con la forma como se registran los aportes de PDVSA al Fondo de Desarrollo Nacional (FONDEN). Al asentarse como un gasto se reduce el resultado operativo de la industria, si bien el traspaso de estos recursos a FONDEN no constituye necesariamente un gasto del sector público, lo cual dependerá de la gestión de este fondo. El segundo elemento a considerar es el papel que la misma PDVSA está jugando en la estrategia de incrementar el rol del sector público en la economía, aportando recursos para la estatización de diversas empresas. En este sentido, claramente habría que preguntarse si estos desembolsos serán recurrentes o si determinadas estrategias de precios en estas empresas podrían afectar las finanzas públicas en el futuro.

Lo que también es bastante evidente es el cambio en la estructura de ingresos y gastos en el sector público venezolano. Por el lado de los ingresos, es cada vez mayor la participación del Gobierno Central y de FONDEN en la renta petrolera. Por el lado del gasto, ya se ha destacado el nuevo rol de PDVSA en éste, al que se agrega el de FONDEN y otros fondos de sector público que financiarían las llamadas misiones y diversos proyectos de infraestructura.

Si nos concentramos en el resultado del Gobierno Central, se observa una reducción de los ingresos como proporción del PIB de 1,3 puntos porcentuales, básicamente explicada en la caída de los ingresos de origen petrolero, a causa de los menores volúmenes de producción durante 2007 respecto de 2006.

En el campo de los gastos se da una importante contracción, al pasar de 30% del PIB a 25,7%. Buena parte de esta reducción se atribuye a menores transferencias - que se causan por menores ingresos - y gastos en bienes y servicios, que en alguna medida reflejaría el intento de contener la inflación que realizó el ejecutivo ese año.

Finalmente, respecto a la pregunta de si la política fiscal es pro-cíclica o anti-cíclica y si es sostenible o no, habría que señalar que el superávit primario por más que parezca elevado, se está produciendo en una fase del ciclo expansiva, con un producto efectivo que de acuerdo a nuestras estimaciones supera al producto potencial desde el año 2006. Igualmente, y probablemente este factor es aun más determinante, el precio del petróleo superaría aproximadamente en un 30% su precio de equilibrio. De manera que los ingresos fiscales petroleros y no petroleros ajustados por ciclo y precios del petróleo de equilibrio deberían ser sustancialmente menores a los actuales, reduciendo el superávit y probablemente resultando en un déficit. De allí que cobran relevancia políticas fiscales que buscan estabilizar el gasto, con reglas de equilibrio fiscal estructural y fondos de estabilización y de ahorro. Aunque en Venezuela existen varios de estos fondos (p.e. el FONDEN y el FEM), en el caso del primero no existe una regla de gasto, y en el caso del segundo la regla definida en su Ley nunca se ha aplicado.

Previsiones para 2008

El nuevo escenario petrolero, la Ley de Contribución Especial sobre Precios Extraordinarios de Hidrocarburos y el repunte inflacionario del primer trimestre inducen una revisión de las previsiones fiscales para 2008. En este sentido se ajustan en primer lugar los ingresos petroleros, que se originan de la aplicación de la Ley de contribución especial y la mayor regalía que resulta del nuevo escenario de precios del petróleo. En segundo término, se revisan los ingresos no petroleros debido a la mayor base imponible que supone el aumento de la inflación. Finalmente, se reestiman el monto de las transferencias corrientes y de capital de acuerdo a los nuevos ingresos, y las remuneraciones, los gastos de consumo y otros gastos en correspondencia con el nuevo escenario de inflación. Con base en los anteriores ajustes se llega a un escenario fiscal para 2008 que prácticamente repite el resultado superavitario del Gobierno Central obtenido para 2007, de 2,8% del PIB. Por otro lado, el déficit interno se deterioraría 1,4%, reflejando el mayor salto en los ingresos fiscales petroleros respecto de los no petroleros.

¹ En anteriores números hemos calculado éste resultado ajustado y la diferencia entre uno y otro ha sido mayor de 5 puntos porcentuales. Teniendo en consideración el superávit primario de 4,5%, es claro lo relevante que puede resultar esta distinción.

Gobierno Central. Resultado Financiero (Millones de Bs. F.)

CONCEPTO	2006	% PIB	2007	% PIB	2008	% PIB
A. TOTAL INGRESOS	117.326	30,0%	141.333	28,7%	180.888	29,3%
A.1. INGRESOS CORRIENTES	117.326	30,0%	141.333	28,7%	180.888	29,3%
Ingresos Tributarios	61.883	15,8%	78.946	16,0%	95.298	15,5%
Petroleros	15.220	3,9%	19.959	4,1%	24.088	3,9%
No Petroleros	46.663	12,0%	58.987	12,0%	71.210	11,5%
Ingresos no Tributarios	55.443	14,2%	62.388	12,7%	85.590	13,9%
Petroleros	46.827	12,0%	51.625	10,5%	73.037	11,8%
No Petroleros	8.616	2,2%	10.763	2,2%	12.553	2,0%
A.2. INGRESOS DE CAPITAL	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
B. TOTAL GASTOS y CONCESIÓN NETA DE PRÉSTAMOS	117.255	30,0%	126.462	25,7%	163.317	26,5%
B.1. TOTAL GASTO	115.361	29,5%	125.937	25,6%	163.055	26,4%
B.1.1. GASTOS CORRIENTES	86.492	22,2%	95.951	19,5%	122.346	19,8%
Gastos de Operación	24.225	6,2%	25.229	5,1%	32.213	5,2%
Remuneración del Trabajo	14.874	3,8%	19.196	3,9%	24.617	4,0%
Compra de Bienes y Servicios	8.095	2,1%	4.247	0,9%	5.357	0,9%
Otros	1.256	0,3%	1.786	0,4%	2.239	0,4%
Intereses, comisiones de deuda pública y pérdidas del BCV	8.158	2,1%	7.402	1,5%	10.034	1,6%
Intereses y Comisiones de Deuda Pública	8.158	2,1%	7.402	1,5%	10.034	1,6%
Pérdidas Cuasifiscales del BCV	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Gastos por Transferencias	54.109	13,9%	63.319	12,9%	80.099	13,0%
B.1.2. GASTOS DE CAPITAL	26.347	6,7%	28.624	5,8%	40.469	6,6%
Formación Bruta de Capital	1.291	0,3%	716	0,1%	5.165	0,8%
Transferencias	25.056	6,4%	27.908	5,7%	35.304	5,7%
B.1.3. GASTO EXTRAPRESUPUESTARIO	2.523	0,6%	1.363	0,3%	240	0,0%
B.2. CONCESIÓN NETA DE PRÉSTAMOS	1.894	0,5%	525	0,1%	262	0,0%
C. SUPERÁVIT O DÉFICIT PRIMARIO	8.228	2,1%	22.274	4,5%	27.605	4,5%
D. SUPERÁVIT O DÉFICIT CORRIENTE (ahorro corriente)	30.834	7,9%	45.383	9,2%	58.542	9,5%
E. SUPERÁVIT O DÉFICIT NO PETROLERO	-61.977	-15,9%	-56.712	-11,5%	-79.554	-12,9%
F. SUPERÁVIT O DÉFICIT FINANCIERO	71	0,0%	14.871	3,0%	17.571	2,8%

Fuente: Ministerio de Finanzas y cálculos propios

El 15 de abril pasado, la Asamblea Nacional aprobó la Ley de Contribución Especial sobre Precios Extraordinarios del Mercado Internacional de Hidrocarburos. Se trata de una Ley de ocho artículos que busca incrementar la participación fiscal en los ingresos por exportación de hidrocarburos líquidos, cuando los precios de éstos alcancen niveles considerados extraordinarios. En este sentido, con la misma se buscaría aumentar el carácter progresivo de la tributación fiscal petrolera venezolana.

Efectivamente, en Venezuela la contribución fiscal del sector petrolero se realizaba principalmente a través de la regalía, que alcanza a 30%, y del impuesto sobre la renta, con una tasa de 50% sobre las ganancias netas de regalía. De esta manera, en el margen la contribución fiscal era de dos tercios. La principal implicación de esta estructura fiscal es que penalizaba fuertemente a las empresas productoras en contexto de precios bajos, y a los pozos o campos menos productivos o en declive. Esto explica porque en la denominada Apertura Petrolera, período en el cual se observaron precios para el crudo sustancialmente inferiores a los actuales, se definió un esquema tributario que por ejemplo implicó una regalía de 1%. Ciertamente, con precios para la cesta venezolana incluso por debajo de 10 dólares el barril, no era rentable invertir en la explotación de crudos extra pesados (de mayor costo) como los de la Faja Petrolífera del Orinoco, ni en la recuperación de pozos en declive, con niveles muy altos de regalía. Sin embargo, esta era una estructura tributaria concebida para situaciones de precios particularmente bajos y no consideraba situaciones como la presente.

Por otro lado, con la introducción de la nueva Ley se resolvería el problema de falta de progresividad a precios altos, pero no sería adecuado para precios bajos, debido a la sobre-tributación a estos niveles. No obstante, en la nueva Ley no se aclaran algunos puntos relevantes con relación a la mecánica del cálculo de la contribución. Lo que está explícito es la transferencia de los recursos al Fondo de Desarrollo Nacional (FONDEN) y que estos serían deducibles del impuesto sobre la renta, de donde se deduce que su aplicación sería relevante sólo para las empresas mixtas, ya que en el anterior esquema los ingresos extraordinarios de PDVSA eran transferidos al FONDEN y registrados como gastos de la industria.

Una de las cosas que se especifica en la Ley es la alícuota, que se establece en 50% cuando el precio del crudo Brent supere los 70 US\$/ barril, y en 60% cuando este precio supere los 100 US\$/barril. Esta definición es cuestionable por dos razones: al fijarse en términos absolutos y en dólares, a diferencia de la regalía que es en proporción a los ingresos brutos, supone un aumento de la contribución si, como en el presente, se debilita el dólar y produce un aumento de la inflación internacional y de los cos-

tos de producción; en segundo lugar, el usar el precio del petróleo Brent -aunque en general el *spread* del precio de este tipo de crudo con el precio de la cesta venezolana es más o menos estable-, puede suponer variaciones en la contribución asociadas a factores totalmente independientes de las condiciones de producción en Venezuela.

Otro aspecto preocupante es la discrecionalidad de su aplicación definida en el artículo 2 de la Ley que establece que se podrá exonerar total o parcialmente a ciertas exportaciones de la contribución especial. Es interesante notar que originalmente, para la primera discusión en la Asamblea Nacional, se utilizaba la palabra impuesto en lugar de contribución. Con esta nueva denominación se estableció su traspaso directo a FONDEN, en lugar de ser transferido a tesorería. La principal implicación de esto es que no se causaría Situado Constitucional, es decir, no se transferiría un 20% de estos ingresos a los gobiernos estatales y municipales. En definitiva la contribución especial le otorga más discrecionalidad al gasto público y aumenta la opacidad de su ejecución. En el largo plazo, si continúa la tendencia creciente de los precios, puede suponer un aumento significativo de la participación del sector público en la renta petrolera. Sin embargo, en el corto plazo, al ser relevante solamente para las empresas mixtas y estar vigente algo más de 8 meses del año corriente, se estima unos ingresos adicionales para el Gobierno Central en torno a los 1000 millones de dólares.

Inflación desborda metas oficiales

A lo largo del año la economía venezolana ha experimentado un repunte en la tasa de inflación que ha supuesto elevadas variaciones de precios que superan ampliamente los objetivos planteados por el Gobierno nacional en el Acuerdo Anual de Política (9%-11%) y la revisión realizada por el Ministro de Planificación (19,5%). Si bien la economía mundial se encuentra afectada por un proceso inflacionario generalizado que podría explicar buena parte del incremento de precios locales, debido a la vigencia del régimen de tipo de cambio fijo, algunos factores idiosincráticos han sido claves. Estos se asocian a la prolongación del escenario de elevados ingresos petroleros que ha permitido un fuerte impulso de la demanda agregada, vía gasto público, no compensado por la oferta. Otro ha sido la escasa efectividad del sistema de administración de precios y los crecientes costos factoriales de producción que contribuyen a acelerar la inflación. De igual forma, incidieron factores coyunturales como el redondeo de precios derivado de la redenominación del bolívar en el mes de enero, los efectos rezagados del cambio impositivo en el sector de bebidas alcohólicas y el tributo a las transacciones financieras aplicados a finales de 2007.

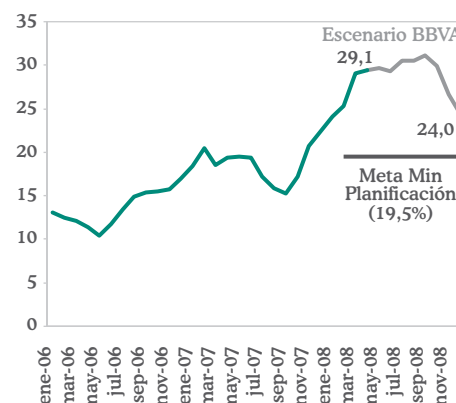
Las cifras de precios publicadas por el BCV para el Índice de Precios al Consumidor del Área Metropolitana de Caracas (IPC-AMC) indican que la variación acumulada en el cuatrimestre fue 9,9%, superior en 5,2 puntos porcentuales (pp) a la variación registrada en el período homólogo del año anterior. A tasas anualizadas, la inflación de abril fue de 29,3%, la mayor registrada en los últimos 56 meses.

Al evaluar por grupos de incidencia la dinámica inflacionaria, se observa un cambio relevante en el patrón estacional. Resulta habitual la confluencia de dos fenómenos estacionales de impacto contrario sobre la inflación en el primer cuatrimestre del año. Por un lado, el descenso de los precios agrícolas motivado al período de cosecha de bienes con alto peso en la canasta (tomate, papa, cebolla, pimentón, etc.) y por otro lado el ajuste al alza de las tarifas reguladas de servicios al hogar realizadas generalmente en el primer trimestre del año. Sin embargo, desde la adquisición progresiva por parte del Estado de empresas asociadas a servicios públicos (Electricidad y telecomunicación fija), las tarifas han permanecido congeladas y la incidencia de este rubro en la dinámica inflacionaria se ha vuelto bastante baja. De hecho, el grupo "servicios de vivienda", cuyo componentes principales son los servicios públicos, experimentó una variación acumulada de 2,1%, cifra 7,8pp inferior a la registrada por el IPC-AMC.

El grupo "Salud" registró el mayor dinamismo en los precios, mostrando una variación de 18,9%, seguido de Restaurantes y Hoteles (16,9%), Bienes y servicios diversos (13,5%), transporte (13,2%), Bebidas alcohólicas y tabaco (12,5%) y equipamiento del hogar (12,4%). El grupo de mayor ponderación dentro de la canasta del IPC-AMC, "Alimentos y Bebidas no Alcohólicas", se mantuvo en cifras elevadas (9,5%) pero a la zaga de la dinámica inflacionaria de los grupos antes citados. Intermensualmente, se observó una desinflación en los meses de febrero y marzo derivada de la citada mayor oferta estacional de bienes agrícolas y la revisión al alza de varios precios de bienes de consumo masivo regulados (leche, azúcar y arroz) que, si bien inicialmente eleva el nivel de precios, al mismo tiempo desanima la comercialización de estos rubros a precios no oficiales superiores a los regulados y contribuye a atenuar la inflación.

La presencia de un régimen de administración de precios de amplia cobertura (51% del total de bienes y servicios en el IPC-AMC), explica en gran medida el desalineamiento y la sobreacción de los precios domésticos al fenómeno mundial de elevación de precios

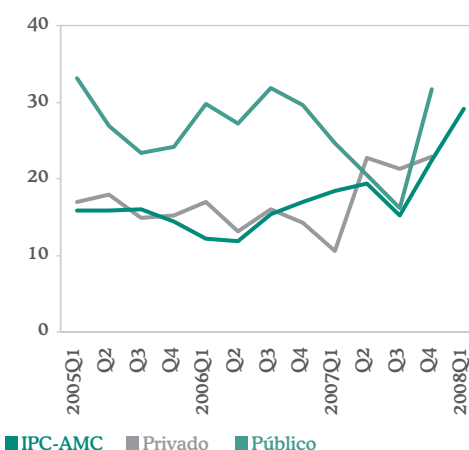
Tasa de inflación puntual y escenario base BBVA (%) IPC-AMC



Fuente: BCV y Cálculos Propios.

Índice de remuneración salarial por sector institucional e Índice de Precios al Consumidor

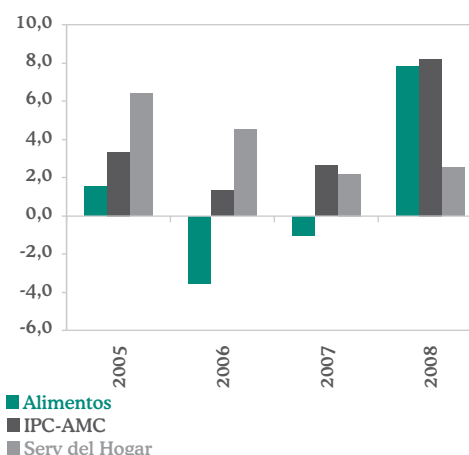
(Tasa de variación puntual %)



Fuente: BCV

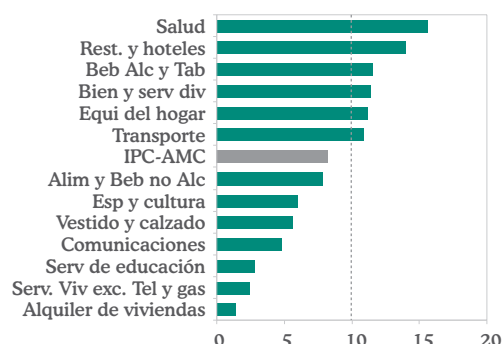
Índice de precios por agrupaciones. 1er trimestre

(Tasa de variación acumulada %)



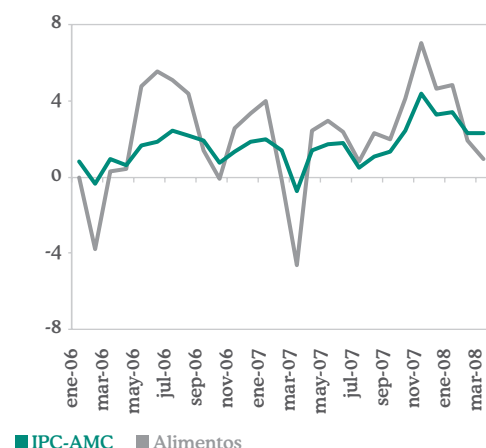
Fuente: BCV y cálculos propios

Tasa de inflación acumulada en el trimestre (%) IPC-AMC



Fuente: BCV

Tasa de inflación mensual (%) IPC-AMC



Fuente: BCV

de energía de hidrocarburo y commodities alimenticios. En una economía con tipo de cambio fijo, como la venezolana, las condiciones de arbitraje implicarían que los precios internacionales y domésticos tiendan a converger a una misma tasa de crecimiento para los bienes transables dado que serían libremente arbitrados y, en menor medida, para los bienes no transables considerando que los insumos transables de estos productos también convergen a una misma tasa de crecimiento. Sin, embargo, el arbitraje se encuentra severamente limitado por la regulación masiva de los precios. En el caso de la energía, el precio de los principales productos derivados de petróleo (gasolina, gas, diesel, etc.) se encuentran regulados. La empresas productora de estos bienes (PDVSA) es de naturaleza pública y subsidia al consumidor al vender los productos energéticos a precios inferiores al del mercado internacional, sin afectar el suministro. En el caso de los alimentos, la mayoría de los productores locales pertenecen al sector privado, por lo que la regulación de precios ha originado en muchos casos situaciones de escasez por restricción de oferta. Esta estrechez de oferta ha inducido la comercialización de los productos en mercados no oficiales, valorados con prima respecto al precio regulado, situación que ha determinado presiones inflacionarias muy superiores a las observadas en los mercados internacionales, en términos generales.

Así, el indicador subyacente del comportamiento de los precios, medido a través del núcleo inflacionario, sugiere la permanencia de un escenario de elevada inflación. La variación acumulada durante el primer cuatrimestre de este índice registró un aumento de 11,9%, superior a la observada por el IPC-AMC en 2,0pp. Sin embargo, un aspecto a resaltar es la desaceleración mostrada en la tasa de abril, cuyo valor intermensual de 1,63% muestra la brecha más pequeña con relación al IPC-AMC de los últimos seis meses.

La reacción de las autoridades económicas ante la escalada inflacionaria se ha enfocado en tres ámbitos: restricción monetaria, desmonetización cambiaria y facilitación de los mecanismos de financiación de oferta agregada externa dado el régimen de control de cambios establecido. Estas estrategias persiguen moderar el crecimiento de la liquidez monetaria interna, encareciendo el costo de financiamiento o esterilizando flujos monetarios de origen petrolero, que eventualmente repriman la expansión de la demanda agregada interna.

Perspectivas

En nuestro escenario base esperamos que la aceleración inflacionaria experimente un declive durante el segundo trimestre del año hacia una inflación a finales de 2008 en torno al 24%. La percepción de una ligera baja en la senda de crecimiento de los precios se sustenta, en primer lugar, el carácter coyuntural del acelerado comportamiento de los precios durante buena parte del primer trimestre del año (efectos rezagados del nuevo impuesto a las transacciones financieras y mayor tasa a licores, así como el redondeo por la redenominación de la moneda) En segundo lugar, se están tomando medidas concretas para moderar presiones de precios originadas en el mercado cambiario no oficial. Como por ejemplo, la colocación de divisas a través del mecanismo de notas estructuradas promedió USD 150 millones semanales en febrero y marzo, y la colocación de deuda externa exclusiva para residentes y pagadera en bolívares fue de USD 4.000 millones (Bono Soberano Internacional), en abril, monto que para la fecha representa una absorción puntual de 14,0% de base monetaria. Estas acciones distienden las presiones en el mercado no oficial de divisas lo que repercute en un menor costo de reposición de insumos y bienes finales importados y, en consecuencia, en menor inflación. No obstante, el factor condicionante de esta estrategia antiinflacionaria es el comportamiento del gasto público en un año electoral bajo el sustento de elevados ingresos petroleros

Valoración del nuevo Índice Nacional de Precios.

En marzo el Banco Central de Venezuela (BCV) y el Instituto Nacional Estadísticas (INE) anunciaron la construcción del Índice Nacional de Precios INPC, indicador que permitiría medir la inflación en diversas regiones del país, así como en el agregado. La muestra de rubros y ciudades se amplía significativamente. El tradicional IPC-AMC, publicado mensualmente por el BCV y tomado como referencia para medir la inflación, tenía una muestra restringida levantada en el área metropolitana de Caracas, mientras que el INPC considera dentro de su muestra 10 grandes ciudades y pequeñas localidades adicionales. Esta ampliación geográfica determina que el número de precios consultados sea ocho veces superior a los encuestados en el IPC-AMC; sin embargo no significa una relevante ampliación de la diversidad de productos seleccionados, dado que el número de rubros (clasificación de los bienes y servicios consultados a nivel más detallado) se mantuvo prácticamente sin alteraciones (en torno a 360).

La valoración del cambio puede ser seccionada en dos aspectos: institucionales y metodológicas. En el primer orden, la participación del INE representa un relevante cambio dentro de la estructura institucional que se encarga de la construcción del IPC. Por un período superior a 40 años el BCV ha construido una infraestructura de levantamiento de datos, cálculo y credibilidad (o aceptación en el peor de los casos) para determinar el IPC. La incorporación del INE pudiese afectar esta situación. Otro aspecto a resaltar es la sustitución del IPC-AMC por el nuevo INPC como índice para evaluar la meta inflacionaria y otros compromisos (contratos salariales, medidas de indexación, etc.). Si bien las autoridades garantizan continuidad en la publicación de ambos índices, las características referenciales del IPC-AMC debieron preservarse al menos por un período prudencial que les permitiera a los agentes económicos aceptar el nuevo índice.

La valoración metodológica no es menos relevante. El INPC se ajusta a la tendencia moderna de muchas oficinas de estadísticas de sustituir la media aritmética por geométrica como medida de tendencia central para promediar los precios de las subclases detalladas del IPC. Este cambio obedece a la propiedad de la media geométrica en asignar ponderaciones diferenciadas a las variaciones de precios de las mercancías según sus magnitudes, condición que no presenta la media aritmética. De manera más formal: Si definimos media geométrica $G = \sqrt[n]{a_1 \times a_2 \times \dots \times a_n}$ (1). Siendo a_1 el precio del bien o servicio (BoS) 1; el impacto de variaciones relativas de precios sobre la media geométrica puede ser medido a través de la derivada la función G

$$\frac{\partial G}{\partial a_n} = \frac{1}{n} \sqrt[n]{a_1 \times a_2 \times \dots \times a_{n-1}} \frac{1}{a_n^{\frac{n-1}{n}}} \quad (2).$$

Tal como se observa en la ecuación (2) el impacto en G de variaciones de precio de un bien específico (a_n) depende de la magnitud de ese bien, resulta sencillo demostrar que

$$\text{Si } a_n > a_{n-1} \Rightarrow \frac{\partial G}{\partial a_n} < \frac{\partial G}{\partial a_{n-1}}.$$

En el caso de la media aritmética (3)

$$A = a_1 \frac{1}{n} + a_2 \frac{1}{n} + \dots + a_n \frac{1}{n} \quad \text{la sensibilidad de A con res-}$$

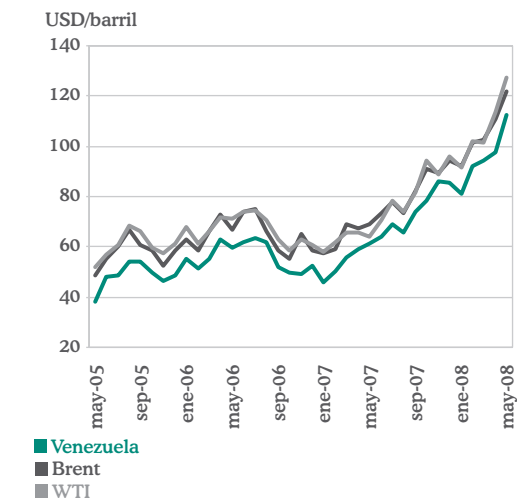
$$\text{pecto a variaciones específicas del precio de } a_n \Rightarrow \frac{\partial A}{\partial a_n} = \frac{1}{n}$$

los impactos son fijos, no consideran la magnitud del precio evaluado. En otras palabras variaciones de precios bajos generan mayores impactos en el índice de precios que los generados por los precios altos en índices contruidos con base en medias geométricas. Esta propiedad se ajusta con los requerimientos de carácter económico sobre un índice de precios. En economías poco intervenidas, es de esperar que los consumidores compren mayores cantidades de Bienes y Servicios de precios bajos, por lo tanto variaciones en estos precios afectan mayor número de consumidores y debe tener mayor ponderación en el índice. Este beneficio no se puede obtener bajo un esquema de cálculo sustentado en la media aritmética que asigna ponderaciones fijas e iguales a todas las magnitudes de precios.

En el caso venezolano, coyunturalmente este cambio metodológico puede generar distorsiones en la interpretación del índice. A marzo de 2008, el 51% de la canasta de Bienes y Servicios del INPC estaba sujeta a control de precios, situación que ha generado la formación de mercados paralelos en los cuales los productos son cotizados con sustanciales primas sobre los precios regulados. Por lo tanto, la existencia de precios bajos para un determinado producto no indica que a ese precio se realizan los mayores consumos, debido a que el producto escasea al precio oficial (precio más bajo). El resultado del índice en esta coyuntura sería una subvaloración de la dinámica inflacionaria. A este respecto sería conveniente separar del cambio metodológico los Bienes o Servicios en los cuales la asignación de precios dista ampliamente de condiciones de mercados, de aquellos cuyos precios son el reflejo de la libre movilidad de los agentes y sustitución de productos. Este fue el caso del *Bureau of Labor Statistic* de Estados Unidos, que en 1999 realizó el cambio hacia media geométrica pero mantuvo la media aritmética para determinados Bienes y Servicios (servicios públicos, servicios médicos y alquileres).

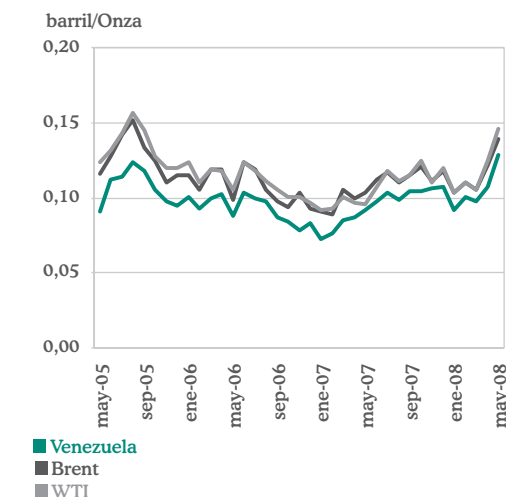
Si bien todo cambio genera incertidumbre, la condición básica para aceptarlos se remonta a la idea de Pareto superioridad, la disponibilidad de mayor información regional y nacional del comportamiento de precios es beneficiosa siempre y cuando no se deteriore la confiabilidad del índice existente.

Precios del Petróleo Promedio mensual de los principales marcadores



Fuente: Reuters

Precio relativo del petróleo. Precios indicadores/precio del oro



Fuente: Reuters y cálculos propios

Sector Externo

Visiones del futuro

Hace pocos años atrás se especulaba sobre la posibilidad de que el precio del petróleo alcanzara los cien dólares. La imagen que evocaba esta anticipación era un mundo donde, luego de alcanzar su pico, las reservas comenzarían a agotarse y la producción entraría en franco declive.

La segunda semana de mayo el crudo WTI rozó los 130 dólares el barril y la cesta de exportación venezolana superó los cien dólares por tercera semana consecutiva. Sin embargo, estos niveles de precios sin precedente no resultan del comienzo del fin del petróleo, al que los expertos todavía le dan algunas décadas de vida; tampoco de factores geopolíticos, ya que es difícil sostener que en los últimos meses los conflictos y tensiones, que involucran a países productores, son mayores a las de los últimos años. ¿Cuáles son, entonces, los determinantes del alza de los precios? El evento distintivo de la coyuntura, que ha estado presente a lo largo de este repunte de precios, es la crisis financiera internacional. Ciertamente, aunque uno de los efectos esperados de esta crisis es la desaceleración de las principales economías desarrolladas, especialmente Estados Unidos, y la moderación en la demanda de materias primas de estos países, el efecto que ha prevalecido ha sido el debilitamiento del dólar y expectativas de inflación, producto de la relajación de la política monetaria de la Reserva Federal de EEUU. Al estar denominadas en dólares los precios de las materias primas, entre ellas el petróleo, un efecto directo del debilitamiento de esta moneda ha sido el aumento en los precios de los *commodities*.

Otra implicación de esta interpretación de los elevados precios del petróleo es que éstos deberían reducirse si se espera una reversión de la situación de debilidad del dólar, en alguna proporción del fortalecimiento de esta moneda. También contribuirían a este ajuste a la baja, la moderación de la demanda y el impulso a la oferta que supondría el largo periodo de precios altos.

Sin embargo, no existe un total consenso respecto a la anterior visión, que atribuye los elevados precios principalmente a la debilidad del dólar. Algunos analistas consideran que se habría alcanzado el *peak* de producción o al menos una meseta¹, lo que determinaría precios elevados y crecientes en el futuro. Una forma de intentar establecer la relevancia que tendrían los factores financieros en el comportamiento de los precios del petróleo es deflactar su precio por un índice o indicador que recoja de mejor manera que el IPC de EEUU las condiciones de liquidez a nivel global. El deflactor, o numerario, que parece adecuado a este objetivo es el precio del oro, ya que asumiendo una provisión relativamente fija, o al menos suponiendo que no hay significativos shocks de oferta, debería esperarse que el precio del oro se ajuste ante variaciones en los niveles de liquidez global. Al estimar esta relación entre el precio del petróleo y el precio del oro se obtiene un indicador relativamente estable para los últimos meses, lo que destacaría la importancia del factor financiero. Sin embargo, para las últimas semanas se aprecia un crecimiento significativo de la relación, sugiriendo que en este periodo habrían operado factores fundamentales, como restricciones de oferta tanto en países miembros de la OPEP como fuera de ésta, así como una demanda todavía vigorosa, a pesar de la desaceleración en EEUU y en Europa. También habrían incidido factores geopolíticos, como la menor oferta de Nigeria por ataques a sus instalaciones petroleras.

El escenario del grupo BBVA que surge de este entorno es un elevado precio promedio para el petróleo durante 2008, que en términos del crudo Brent se ubicaría en 99 US\$/barril, y en 81,4 US\$/barril para 2009.

El precio promedio de la cesta de exportación venezolana alcanzaría los 89 US\$/barril durante 2008, e incluso en 2009 este precio se ubicaría en 73,1 US\$/barril, todavía superior al nivel alcanzado en 2007, de 64,7 dólares.

¹ Las tesis del *peak* o meseta de producción supondrían producciones declinantes o estables respectivamente. En ambos casos la oferta no podría satisfacer la demanda creciente de hidrocarburos fósiles y los precios seguirían creciendo. Estas tesis son pesimistas con relación al potencial desarrollo tecnológico que podría incrementar las reservas probadas de hidrocarburos. También, en alguna medida omiten que las restricciones de oferta, al menos en el caso de los países de la OPEP, a menudo responden a una decisión de política más que a una real imposibilidad de aumentar los niveles de producción.

3. Política Monetaria y Cambiaria

Expansión monetaria contenida.

La evolución de los principales agregados monetarios, en términos de su crecimiento anual, permite apreciar una clara tendencia descendente de su ritmo expansivo desde finales del primer trimestre del pasado año. Así, al 9 de mayo pasado, tanto la liquidez como la base monetaria mostraban, crecimientos anuales de 29,3% y 41,6%, respectivamente, tras exhibir crecimientos de 62,5% y 75,41% un año atrás. De acuerdo con las proyecciones que conforman nuestro escenario base, el crecimiento nominal de la liquidez monetaria (M2) esperada en el año será en torno al 35,5%, un resultado consistente con las previsiones de crecimiento de la actividad económica interna y la inflación de 24,0%. De cara al futuro, las expectativas sobre el devenir monetario de la economía están condicionadas por el comportamiento del gasto público y las respuestas de la política monetaria y cambiaria asociadas.

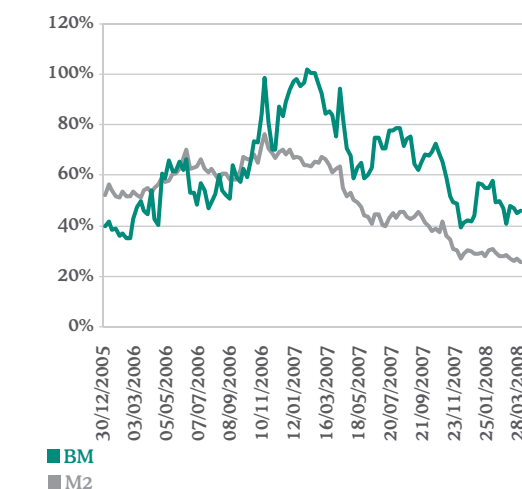
Gasto público, política cambiaria y política monetaria. Coyuntura y perspectivas

Usando el comportamiento del gasto de tesorería del Gobierno Central como indicador aproximado de la dirección e intensidad del gasto público, se observa que la gestión fiscal en el año ha mantenido un importante sesgo expansivo, reflejándose en el crecimiento del gasto acumulado los primeros cuatro meses del año con respecto a su similar del año anterior, ubicado en 17,3% y 48,7% en términos reales y nominales respectivamente. Si a ello se une el mayor soporte al gasto gubernamental derivado del flujo de ingresos fiscales extraordinarios de origen petrolero asociado a la coyuntura de elevados precios del petróleo en el mercado mundial, y los incentivos a profundizar el gasto en un año electoral, las probabilidades de que se acentúe el sesgo fiscal expansivo el segundo semestre del año son elevadas.

En el contexto de importantes presiones monetarias expansivas de origen fiscal, el drenaje monetario mediante la esterilización cambiaria adquiere mayor relevancia, induciendo la profundización del volumen de divisas liquidadas en el mercado oficial de divisas y mediante la colocación interna de instrumentos financieros denominada en divisas por parte de empresas públicas y de la propia República, en una suerte de mercado cambiario "dual" no oficializado. Los anuncios gubernamentales sobre la colocación de nuevos títulos y el impacto estabilizador de la política sobre el tipo de cambio no oficial tienden a consolidar el esquema cambiario adoptado de facto.

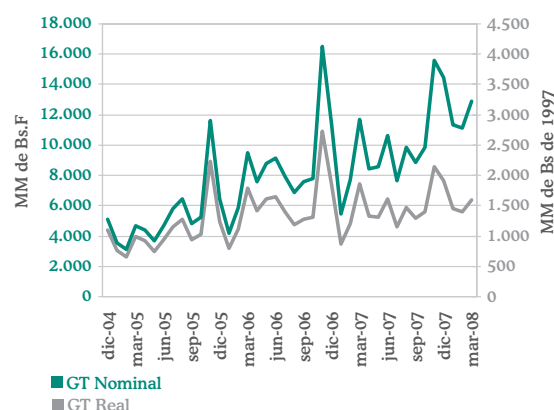
Por su parte, las últimas decisiones del directorio del Banco Central en materia de política monetaria han mostrado un claro sesgo restrictivo. En el transcurso del año la autoridad monetaria ha modificado la regulación sobre las tasas de interés al incrementar los niveles mínimos permitidos de las tasas bancarias pasivas nominales y el nivel máximo permitido de las tasas activas aplicables al uso de tarjetas de crédito (ver cuadro anexo). Estas medidas parecieran dirigidas a reducir el impulso inflacionario derivado de las presiones de demanda en la economía, al estimular la moderación del consumo mediante el encarecimiento de su financiamiento y elevando la remuneración al ahorro que aún mantiene tasas de interés negativas en términos reales. La nueva normativa complementa un esquema de política que contempla incrementos progresivos del encaje obligatorio que deberán colocar los bancos en el BCV por el volumen de captaciones recibidas que colocaron en 21,9% el coeficiente de encaje efectivo del agregado del sistema bancario al cierre de abril.

Variación Anual de la Base y la Liquidez Monetaria



Fuente: BCV y Cálculos propios

Gasto de Tesorería del Gobierno Central (Nominal y Real)



Fuente: Min. Finanzas y Cálculos propios

Tasas de interés bancarias máximas y mínimas permitidas

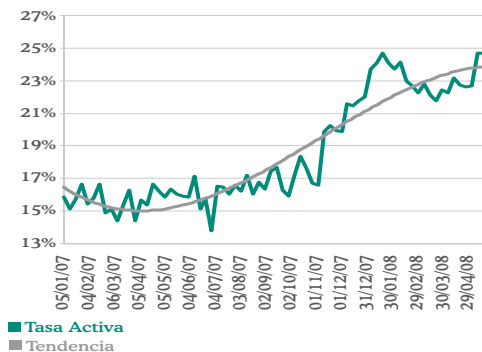
	Antes	Desde 16/7/07	Desde 3/12/07	Desde 1/3/08	Desde 1/5/08
Tasas pasivas mínimas					
Ahorro	6,5%	8,0%	10,0%	13,0%	15,0%
DPF	10,0%	11,0%	11,0%	14,0%	17,0%
Tasas activas máximas					
No preferenciales	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
TDC	28,0%	28,0%	28,0%	32,0%	33,0%

Fuente: BCV

¹ Cálculos hechos sobre la base de la información semanal publicada por el BCV

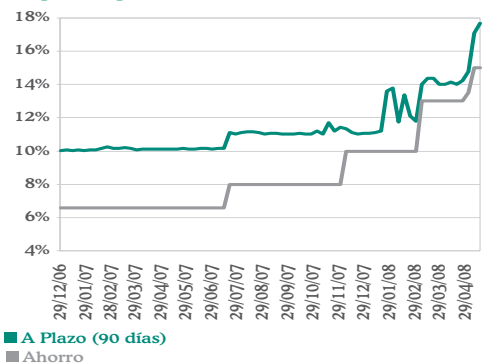
² Durante los primeros cuatro meses, el volumen de divisas liquidadas por el BCV superó en 27,6% al liquidado en igual período el año anterior. Por su parte, el Ministerio de Finanzas mantuvo una política de colocaciones de instrumentos financieros denominados en dólares en el mercado interno, incluyendo Notas estructuradas y Bonos de Deuda Soberana (\$4.000 MM), complementada por la colocación de Deuda de la Electricidad de Caracas (\$650 MM)

Tasa Activa promedio semanal de los seis principales Bancos



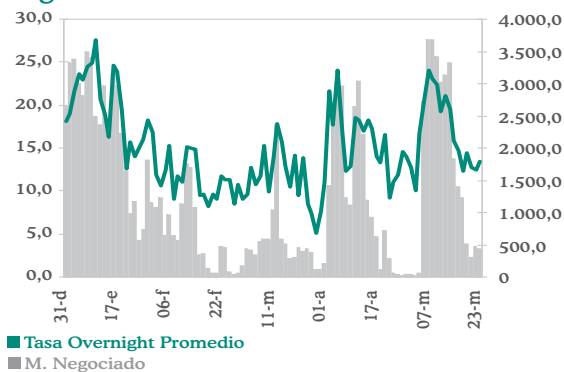
Fuente: BCV y Cálculos propios

Tasas Pasivas promedio semanal de los seis principales bancos



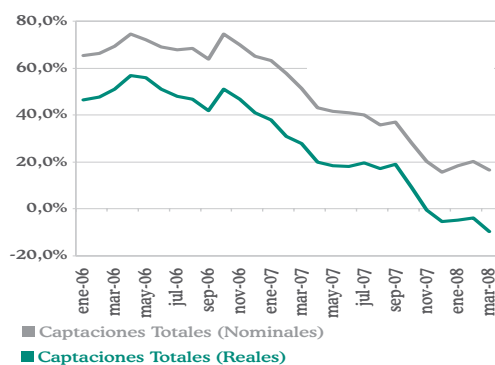
Fuente: BCV

Tasa Overnight promedio y montos negociados en el mercado interbancario



Fuente: BCV

Variación Anual de las Captaciones Bancarias totales



Fuente: Sudeban y Cálculos propios

4. Sistema Financiero

Moderación en la actividad bancaria

Luego de un período de fuerte expansión del sector bancario, la orientación más restrictiva de la política monetaria tiende a limitar las posibilidades de su crecimiento. Los ajustes al alza de los niveles mínimos permitidos de las tasas de interés pasivas, el mantenimiento de un esquema de encajes obligatorios crecientes y las recientes medidas de direccionamiento obligatorio del crédito se dirigen a promover cambios en la estructura de tasas de interés y en la asignación del crédito, lo cual, junto al mayor drenaje monetario mediante el mecanismo cambiario, se traducirá en la ralentización tanto del crecimiento del volumen de recursos captados como del crédito en el sistema.

Tasas al alza

En el transcurso del año la autoridad rectora de la política monetaria introdujo importantes cambios en la regulación sobre las tasas de interés, al imponer, a partir de marzo y mayo, nuevos límites mínimos a las tasas pasivas, ampliar el máximo permitido sólo a la tasa activa aplicable a tarjetas de crédito y extender al sector manufacturero el establecimiento de tasas de interés preferenciales y la obligatoriedad de direccionamiento de una porción de la cartera crediticia. Parece claro que con ello se intenta desalentar el consumo y su financiamiento, protegiendo los incentivos para el financiamiento de la inversión en sectores considerados prioritarios.

Ante el mayor costo del pasivo y las restricciones de movilidad a buena parte de las tasas activas la banca ha visto restringida las posibilidades de su ajuste, concentrando tal posibilidad en los segmentos de la cartera crediticia menos regulados, es decir, el consumo y el financiamiento de la actividad privada no considerada prioritaria por las autoridades. En este sentido, los movimientos de las tasas de interés nominales promedio de los bancos del sistema han convergido hacia los mínimos permitidos, en el caso de las tasas pasivas, y hacia los máximos establecidos por rubros en el caso de las activas, como respuesta natural de la banca para minimizar el impacto adverso de las medidas sobre el margen financiero.

Al 16 de mayo, las tasas de interés nominales pasivas promedio de los seis principales bancos se ubicaban en 17,7% y 15,0% para depósitos a plazo y depósitos de ahorro respectivamente, manteniéndose en niveles reales negativos. Por su parte, la tasa activa promedio nominal se colocaba en 24,71%, un nivel ligeramente negativo en términos reales, aunque para los rubros no regulados (cuyas tasas máximas permitidas se ubican en 28% y 33% para las tarjetas de crédito) las tasas activas reales se colocan en niveles positivos.

Tensiones puntuales en el mercado interbancario

La demanda transaccional de bolívares ligada a la liquidación de operaciones cambiarias, impulsada por la colocación de notas estructuradas e instrumentos denominados en dólares en el mercado interno, se ha traducido en incrementos puntuales de la demanda de recursos en el mercado interbancario que, al no estar acompañada de flujos de fondos equivalentes, ha introducido inestabilidad al mercado ameritando, incluso, la inyección de recursos por el Banco Central.

Aunque los niveles de liquidez mantenidos por la banca son suficientemente altos, la proporción destinada al encaje legal tiende a limitar el manejo flexible de las tesorerías ante las fluctuaciones de demanda que parecen hacerse recurrentes, en la medida que la realización de operaciones cambiarias mediante la colocación de títulos en el mercado interno se hacen más frecuentes. Al cierre del primer trimestre del año el sistema bancario mostraba un índice de liquidez¹ de 32,0%, mientras que el encaje efectivo se ubicaba en 21,8%.

¹ Disponibilidades / Captaciones del público

Medidas acentúan desaceleración.

Al observar con detenimiento la evolución reciente del volumen de recursos manejados por la banca se evidencia la tendencia descendente de su crecimiento desde mediados del año pasado, por lo que la profundización de la esterilización cambiaria consistente con el sesgo restrictivo de la política monetaria sólo acentúa la pérdida de impulso del crecimiento de las captaciones bancarias ya observada en meses anteriores.

En términos nominales las captaciones totales del público (incluyendo participaciones y Fondos de Activos Líquidos) mostraban a marzo una expansión de 16,7%, que en términos reales era equivalente a una contracción de 9,6%, tras mostrar, un año atrás, crecimientos de 51,5% y 27,9% en términos nominales y reales, respectivamente. No obstante, sobre la base de nuestro escenario macroeconómico base, es previsible un leve repunte del crecimiento del volumen de captaciones totales del sistema el segundo semestre del año, que conduciría a un crecimiento nominal de 29,0% en los depósitos captados por la banca al cierre del 2008.

Por su parte, el crecimiento de la cartera crediticia del sistema muestra claros signos de desaceleración, aunque la profundización del proceso de intermediación crediticia impulsado por la banca, la evolución de la actividad y las relativamente bajas tasas de interés reales han permitido sostener un dinamismo del crédito que continúa siendo importante. De esta manera, tras mostrar crecimientos reales de 39,6% y 38,0% los dos últimos años, la cartera de créditos neta del agregado bancario nacional reducía a 18,9% su crecimiento real anual.

Al cierre del primer trimestre del año, el crédito comercial, el rubro de mayor ponderación dentro de la cartera de créditos neta, mostraba el menor dinamismo de crecimiento con respecto al resto, con lo cual redujo de manera significativa su participación relativa dentro de la cartera crediticia total. Mientras que el crédito al consumo² y el hipotecario incrementaban su ponderación en la cartera total al continuar mostrando vigorosas expansiones, a pesar de la tendencia a reducir el ritmo de crecimiento. Al mes de marzo los crecimientos anuales acumulados por el crédito al consumo, el crédito hipotecario y el crédito comercial se ubicaban en 80,8%, 81,7% y 37,3% respectivamente.

De acuerdo con nuestras previsiones, descontando el impacto de las medidas de política monetaria de reciente adopción, la cartera de créditos neta cerraría el año mostrando una expansión nominal de 31,3%, un crecimiento muy cercano al 6% en términos reales, continuando la tendencia a la fuerte moderación de la expansión crediticia en el país.

Calidad del activo fortaleza de la banca.

Quizás uno de los rasgos más positivos del desempeño del sistema bancario nacional es la calidad de su activo, particularmente de la cartera de créditos, tal como lo sugiere los niveles históricamente bajos de morosidad y la elevada cobertura de la cartera inmovilizada. Este rasgo es particularmente relevante y positivo al considerar las condiciones de estabilidad sistémica futuras, en una fase de desaceleración del sector, tras un *boom* crediticio significativo, en el contexto macroeconómico caracterizado por la moderación del ciclo expansivo experimentado por la economía y por condiciones monetarias y financieras más restrictivas que en el pasado reciente.

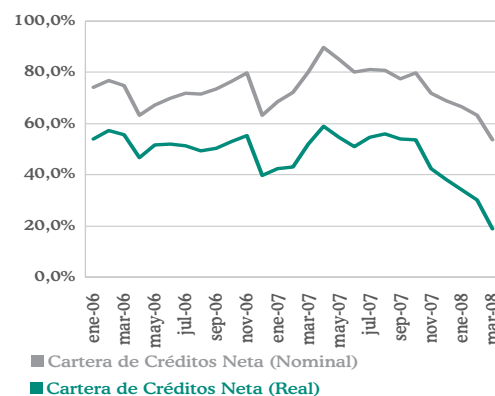
Al cierre de marzo el índice de morosidad de la cartera de créditos³ se ubicaba en 1,56%, mientras la cobertura de la cartera crediticia inmovilizada⁴ lo hacía en 145,9% y aunque ambos desmejoran con respecto a sus valores de un año atrás (1,06% y 210,4%), se mantienen en niveles relativamente bajos, incluso en el contexto regional, dejando ver en la calidad del activo una clara fortaleza del sistema bancario venezolano.

² Tarjetas de crédito y vehículos

³ Cartera vencida y en litigio / Cartera Bruta

⁴ Provisión crediticia / Cartera inmovilizada.

Variación Anual de la Cartera de Créditos Neta de la Banca Venezolana



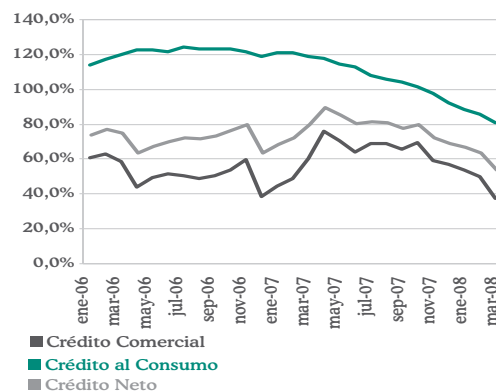
Fuente: Sudeban y Cálculos propios

Composición de la Cartera de Créditos Neta de la Banca Venezolana

RUBRO	marz-07	marz-08
CRÉDITOS COMERCIALES	56,3%	50,3%
CRÉDITOS AL CONSUMO	21,3%	25,0%
CRÉDITOS HIPOTECARIOS	8,9%	10,5%
CRÉDITOS A MICROEMPRESARIOS	4,3%	3,9%
CRÉDITOS AGRÍCOLAS	10,8%	11,4%
CRÉDITOS AL TURISMO	0,8%	1,2%
PROVISIÓN	-2,3%	-2,3%

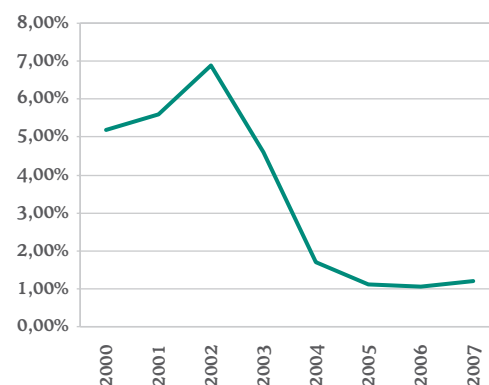
Fuente: Sudeban y Cálculos propios

Variación Nominal Anual del Crédito al Consumo, Comercial y Neto de la Banca Venezolana



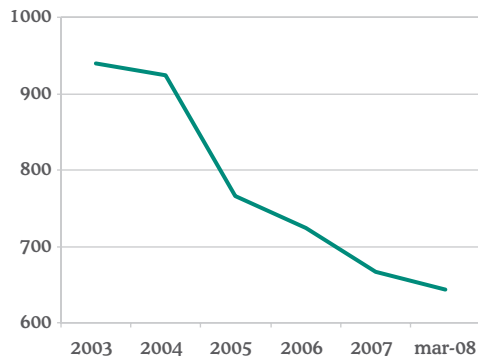
Fuente: Sudeban y Cálculos propios

Índice de morosidad en la Banca Venezolana



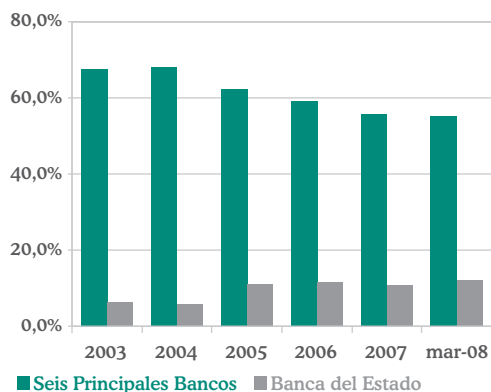
Fuente: Sudeban y Cálculos propios

Concentración del Activo en el SBUC Venezolano (Índice Herfindahl Hirschman)



Fuente: Sudeban y Cálculos propios

Participación de los seis principales bancos y la banca del Estado en el Activo del SBUC Venezolano



Fuente: Sudeban

5. Artículo 1

El Sector Público en la Banca Venezolana.

La reducción progresiva de los niveles de concentración bancaria y la expansión de la banca pública han sido dos procesos relacionados que se han destacado en el devenir del sector bancario nacional en los últimos cuatro años, acentuándose desde mediados de 2005, tras la creación del Banco del Tesoro y la progresiva concentración, en los bancos del Estado, de buena parte de los recursos oficiales colocados en el sistema.

La manera en la cual estas tendencias se han expresado en el sistema bancario puede ser analizada en el comportamiento de algunos indicadores estándar. Así, usando el Índice de Herfindahl-Hirschman¹ se observa que, en términos de la distribución del activo, el sistema de Bancos universales y comerciales del país mantuvo niveles de baja concentración², con un claro impulso a la desconcentración, en un proceso en el que el peso relativo de los seis principales bancos ha descendido, aglutinando 54,9% del activo al cierre de marzo pasado, luego de haber concentrado 67,7% del activo al cierre de 2003. Aunque tal resultado refleja el crecimiento de pequeñas y medianas instituciones bancarias privadas, su explicación se debe en gran manera al crecimiento de las instituciones públicas, cuyas participaciones de mercado en el activo y las captaciones del público se han visto incrementadas, de manera respectiva, desde 6,2% y 5,8% al cierre de 2003, hasta 12,1% y 12,4% al cierre de marzo pasado, periodo en el cual la participación de la banca del Estado en las captaciones oficiales totales pasó del 10,2% al 36,1%.

La expansión de la banca pública venezolana en la actual coyuntura se inscribe, junto al creciente marco de regulaciones sobre el sector, en la visión más amplia que otorga al Estado un mayor sesgo interventor como coordinador y director del proceso de financiación, presuponiendo que la dinámica del mercado y sus imperfecciones - particularmente la existencia de asimetrías de información - impide la asignación eficiente de los recursos.

Adicionalmente se esgrime como argumento para dotar de un mayor protagonismo a la banca estatal la posibilidad de expandir el crédito, ya sea para el financiamiento de proyectos socialmente rentables que no son tomados en cuenta por la banca privada de acuerdo a la valoración privada del riesgo asociado, o como mecanismo para la reducción de la pobreza, promocionando una mayor bancarización y ofreciendo oportunidades de financiamiento microempresarial a los sectores más pobres de la sociedad.

Sin embargo, la expansión de la acción estatal considerada, tanto en sus aspectos regulatorios como en su participación en el sector financiero, entraña riesgos que deben ser sopesados, particularmente si lo que se pretende es consolidar la función crediticia como apoyo al crecimiento económico y al desarrollo. De hecho, la noción básica que ha promovido el intenso impulso a la desregulación y liberalización de los mercados financieros observada en muchos países las décadas pasadas, parte de reconocer que empíricamente se verifica un nexo positivo entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico (Levine, 2007) y que asimismo, políticas de represión de tasas de interés y de crédito selectivo inducen a bajos niveles de profundidad financiera (Gurley y Shaw, 1955 y McKinnon, 1973). En esencia, las distorsiones

¹ Este índice toma la suma del cuadrado de las participaciones de mercado de todos los bancos que conforman el sistema, en un rubro particular de análisis.

² El índice (HHI) es uno de los elementos usado por el Departamento de Justicia de Estados Unidos de Norteamérica para el análisis del poder de mercado en sectores particulares. El criterio estándar sobre la valoración de la concentración de mercado en un sector particular asociado al índice es el siguiente :

Si, $HHI < 1.000$, implica baja concentración de mercado.

$1000 \leq HHI \leq 1800$, implica mediana concentración de mercado.

$HHI > 1.800$, implica alta concentración de mercado

introducidas por las regulaciones a la asignación de recursos financieros al modificar la relación entre retorno y riesgo asociado a las operaciones financieras pueden conducir a vulnerabilidades en el sistema que restrinjan las propias posibilidades de potenciar el financiamiento productivo.

Por otra parte, la ampliación del protagonismo de la banca pública plantea ciertos problemas, siendo, quizás, los más obvios los referidos a la existencia de objetivos múltiples y la mayor exposición a riesgos morales. De manera más explícita cabe señalar que, en general, la banca del Estado se enfrenta a objetivos potencialmente contrapuestos. Así, mientras intenta un manejo adecuado de la relación riesgo rendimiento en sus operaciones financieras, por la razón social de su existencia debe atender las demandas impuestas por el gobierno, que serán mayores en la medida que la independencia del banco sea menor. Asimismo, dicha interferencia política dificulta al banco la asignación adecuada de los fondos prestables, de las tasas o la ejecución de colaterales.

Aunque la evidencia sustenta la existencia de un vínculo positivo entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico, esta relación no parece ser automática, ya que se necesita más que la expansión del crédito para promover el crecimiento y en este sentido los factores institucionales, estructurales y coyunturales del entorno adquieren una dimensión de particular importancia, destacando, entre otros, aquellos que garantizan el imperio de la ley, los incentivos a la inversión y la estabilidad macroeconómica. Por ello, parece claro que la efectividad de las políticas de intervención estatal en el sistema financiero con fines de promoción del crecimiento y el desarrollo sostenido adquiere sentido en la medida que formen parte de esquemas más amplios de políticas y asuman de manera comprensiva las propias realidades y oportunidades de desarrollo del sector.

Una apreciación del desenvolvimiento agregado de la banca pública³ y su desempeño reciente, comparado con el de la Banca universal y comercial de capital privado, a partir de algunos indicadores estándar, permite apreciar que la banca del Estado ha mostrado niveles de capitalización, calidad de activos, intermediación crediticia y rentabilidad, inferiores a los observados en la banca privada que, exceptuando lo referido a la intermediación crediticia, son consistentes con el rol diferenciado de la banca pública con respecto a la privada. Sin embargo, parece notable la significativamente menor profundidad en la gestión crediticia pública con respecto a la privada y la muy baja rentabilidad de la banca pública en 2007, de hecho, negativa en términos reales.

³ Sin incluir al Banco del Pueblo Soberano, el Banco de la Mujer y el Instituto Municipal de Crédito Popular.

Resumen de Indicadores SBUC Privada 1/ (Porcentajes)

	2004	2005	2006	2007
Capitalización				
Solvencia	12,7	11,5	11,6	10,1
Calidad de activos				
Mora	1,2	0,7	0,8	1,0
Cobertura	279,2	318,5	285,2	194,7
Intermediación Crediticia				
Intermediación	50,1	59,9	57,0	66,7
Rentabilidad				
ROA	6,1	3,9	3	2,9
ROE	46,4	34,2	26,6	35,6

Fuente: Sudeban

Resumen de Indicadores SBUC del Estado 1/ (Porcentajes)

	2004	2005	2006	2007
Capitalización				
Solvencia	10,9	7,7	8,4	7,5
Calidad de activos				
Mora	22,7	9,1	7,4	5,7
Cobertura	101,9	109,1	118,3	98,0
Intermediación Crediticia				
Intermediación	14,6	8,7	10,52	21,4
Rentabilidad				
ROA	2,5	1,76	3,7	0,5
ROE	23,5	18,3	44,1	7,1

1/ Descripción de indicadores
 Solvencia = Patrimonio más Gestión Operativa / Activo
 Mora = Cartera inmovilizada / Cartera de Créditos Bruta
 Cobertura = Provisión crediticia / Cartera Inmovilizada
 Intermediación = Cartera de Créditos Neta / Captaciones del Público
 ROA = Resultado Neto / Activo Promedio [Anual]
 ROE = Resultado Neto / Patrimonio Promedio [Anual]

Fuente: Sudeban

5. Artículo 1

Nueva ola de estatizaciones

Los recientes anuncios del Ejecutivo acerca de la estatización de empresas en los sectores siderúrgico y de producción de cemento, que se suman a las estatizaciones de CANTV, Elecar y del sector petrolero en 2007, inducen a la reflexión sobre el papel del sector público en la actividad económica. En este artículo se repasan algunos conceptos teóricos y principios básicos relativos a este rol del Estado, y se discute la experiencia del país en materia de empresas públicas y privatizaciones, en el marco de este reciente ciclo de estatizaciones y re-estatizaciones.

Algunos principios sobre el ámbito de acción del sector público

Existe un cierto consenso acerca de la pertinencia y el grado de injerencia que debe tener el Estado en materia de producción de bienes y servicios. La ola privatizadora de las últimas décadas en diferentes regiones y países refleja este aparente consenso. Pero, ¿cuáles son los principios detrás de estas políticas hacia una reducción del ámbito de la acción pública? Es un lugar común la afirmación acerca de lo ineficiente que son las empresas públicas, sin embargo, la teoría de la agencia indica que en las grandes empresas – en las cuales usualmente se plantea la disyuntiva sobre la propiedad-, existen similares riesgos, sean estas públicas o privadas. En ambos casos existe algún grado de delegación de la administración de la empresa: en el caso de las empresas públicas, los representantes de los propietarios (poderes electos) delegan en los administradores públicos la responsabilidad de la conducción de las empresas; en el caso de las empresas privadas, los propietarios de las acciones delegan en los consejos de dirección la toma de decisiones. Una diferencia sustancial entre ambos tipos de propiedad (pública o privada) es el derecho de intervención que tendría el gobierno, que está más claramente delimitado en el caso de las empresas privadas.

El punto, en consecuencia, sería definir si ese mayor derecho a intervenir una empresa produce más beneficios que costos asociados a dicha intervención. Esta definición, por cierto, no sólo es relevante desde el punto de vista de las formas de propiedad, sino también para definir la pertinencia de esquemas de regulación donde el sector público alcanza o no sus objetivos sin necesidad de asumir la propiedad de la empresa. Un ejemplo claro en este sentido es el sistema financiero, expuesto a todo tipo de regulaciones donde usualmente se contraponen costos y beneficios de la regulación.

Los sobre-costos asociados a la producción privada de un bien o servicio resultan de la presencia de externalidades o bienes públicos, conceptos o fenómenos presentes en las fallas (imperfecciones) de los mercados.

Externalidades son acciones realizadas por un individuo (empresa) que tiene efectos en otros individuos (empresas). Externalidades positivas son acciones que benefician a otros sin que estos otros compensen al que realiza la acción. Externalidades negativas son acciones que imponen costos a terceros sin que el que realiza estas acciones indemnice a los afectados. En las empresas el ejemplo usual de externalidad positiva es el efecto de los gastos de investigación y desarrollo, ya que aunque muchas veces las invenciones se patentan, también es usual que otros se beneficien de las nuevas ideas sin que el inventor reciba una compensación equivalente. El ejemplo más característico de externalidad negativa es la contaminación, puesto que no es inusual que una empresa contamine el medio ambiente sin indemnizar a los afectados.

La falla de mercado en el caso de las externalidades positivas proviene del hecho de que se produce muy poco de un bien cuando

quien lo produce es compensado sólo parcialmente. La falla de mercado en el caso de externalidades negativas es que se produce en exceso un bien cuando el productor no paga todos los costos asociados a su producción. Es un error usual confundir los bienes públicos, en su acepción teórica económica, con bienes producidos por el sector público. La confusión proviene del nombre y, por supuesto, de que al suponer una falla de mercado, generalmente se considera que deben ser provistos por el Estado o al menos subsidiados por éste. Los bienes públicos, cuya noción se atribuye a Paul Samuelson (1954), tienen dos características asociadas a su consumo: no rivalidad y no exclusión. Por no rivalidad se entiende que al ser consumido por un individuo el bien, esto no impide su consumo por otro, por ejemplo, el conocimiento. También se habla de bienes públicos impuros, como una autopista, donde ciertamente el uso por un individuo no impide el uso por otro, pero puede haber problemas de congestión.

La no exclusión se refiere a la propiedad, que tienen ciertos bienes y servicios, de acuerdo a la cual no se puede impedir el disfrute de un individuo en particular. El ejemplo más recurrido es la defensa nacional. Una autopista, de acuerdo a este principio, no sería un bien público, ya que basta con poner un peaje para excluir a los que no quieran o puedan pagarlo.

Los bienes públicos suponen una falla de mercado en la medida que es imposible impedir el comportamiento conocido como *free rider* (polizón), lo que conduce a una insuficiente provisión del bien o servicio. De forma que, en la decisión acerca de la producción pública o privada de un bien, debe determinarse la existencia de una falla de mercado (bien público o externalidad), para luego intentar establecer si la eliminación de esa falla de mercado no supone una falla de gobierno mayor, beneficios más que compensados por los costos de la intervención.

A pesar de lo anterior, el papel del estado ha sido en ocasiones tan deficiente que Joseph Stiglitz (2002) ha llegado a señalar: “La privatización se ha extendido de situaciones en las cuales no hay un rol claro para el gobierno, e.g. la producción de acero, a aquellas en las cuales este rol es casi inevitable (e.g. monopolios naturales, prisiones) y la pregunta que surge entonces es ¿cuál debería ser ese rol?”

Nacionalizaciones en marcha

La historia contemporánea de Venezuela muestra un proceso de marchas y contramarchas en el ámbito de la injerencia del Estado en la economía. La disponibilidad de recursos de origen petrolero de los años setenta permitió al gobierno de Carlos Andrés Pérez iniciar una ambiciosa estrategia de creación y estatización de empresas con fines productivos que contó con la nacionalización de la industria petrolera y del hierro como las más emblemáticas. En aquella oportunidad los recursos petroleros fueron administrados por el Fondo de Inversiones de Venezuela, organismo creado especialmente para administrar los excedentes petroleros. Paradójicamente, fue el mismo Presidente Pérez el encargado de iniciar la primera ola de privatizaciones de magnitudes considerables en el país. La desnacionalización de la principal empresa de telecomunicaciones, la línea aérea bandera del país y algunos hoteles constituyeron las empresas privatizadas. Sin embargo, fue el gobierno de Rafael Caldera que permitió la participación del capital privado en actividades consideradas por mucho tiempo estratégicas para la nación, sector petróleo y siderúrgica. Así, se inició el proceso de asociaciones estratégicas para la explotación de hidrocarburo en la faja petrolífera del Orinoco y la venta de la mayoría accionaria de la principal empresa siderúrgica del país Sidor. La postura del actual Gobierno en torno a la intervención del Estado en la economía, es de un claro sesgo a favor de la intervención directa en tanto la práctica ha resul-

tado condicionada por la consolidación del ciclo expansivo petrolero desde 2005. En la primera etapa (1999-2004), más allá de intentos infructuosos de crear banca pública hacia la microempresa (Banco de la Mujer y el Banco del Pueblo Soberano) la participación del sector público en la provisión de bienes y servicios fue bastante moderada, manteniendo las empresas públicas heredadas de gobiernos anteriores e incluso promocionando la participación del capital extranjero en actividades luego consideradas estratégicas, tal como ocurrió con la Operación Pública de Adquisición de Electricidad de Caracas realizada por AES Corp en 2000. A partir de la recuperación de las finanzas públicas, producto del incremento de los flujos petroleros, el gobierno inició una activa campaña de nacionalizaciones con una amplia diversidad de objetivos lo que se traduce en más de diez procesos de nacionalización desde 2005 hasta la fecha.

¿Pueden entenderse las nacionalizaciones dentro del ámbito de fallos de mercado?

La diversidad de sectores involucrados en el proceso de nacionalizaciones dificulta la evaluación del propósito perseguido por el Estado venezolano con esta política. Sin embargo, al seccionar las expropiaciones entre estatizaciones (compra a capital nacional) y nacionalizaciones (compra a capital extranjero) se observan dos consecuente objetivos de la política de intervención estatal. La primera, relacionada con proveer directamente a través de empresas públicas, bienes y servicios que no pudiesen ser generados en condiciones de mercado. Y la segunda, la protección de sectores estratégicos.

Las estatizaciones se han concentrado en procurar la oferta de bienes y servicios que por diversos motivos no pudieron ofrecerse por empresas privadas quebradas o en peligro de desaparición. Las empresas declaradas en bancarrota y posteriormente adquiridas por el Estado son un ejemplo de ello: Venepal, Constructora Nacional de Válvulas y Sanitarios Maracay (Ver cuadro anexo con lista de recientes estatizaciones). La declaración de quiebra de estas fábricas promovió presiones de sectores gremiales pro-estatización que concluyó en la recapitalización por parte del Estado y adquisición de los pasivos para de esta manera garantizar la continuidad de la línea de producción y los puestos de trabajo. En el caso de la línea de frigorífico de carne, las distribuidoras de gas doméstico (Vengas y Tropigas) y Lácteos los Andes (insdustria láctea y jugos), empresas adquiridas a puertas abiertas, al momento de su adquisición existía un relevante peligro de cierre debido a que los estrechos márgenes de comercialización de los bienes producidos colocaban en riesgo la oferta de estos productos de consumo masivo.

En el caso de las nacionalizaciones, las expropiaciones se han realizado sobre empresas activas y de sólidas perspectivas de retorno del capital invertido. El factor común en todas las nacionalizaciones ha sido la consideración de industrias estratégicas dentro del aparato productivo nacional y la obligación de proveerlos de manera segura y a bajo costo por el Estado. Este fundamento aplica para la industria cementera, metalúrgica, comunicaciones y energía eléctrica; no obstante, los fundamentos de la toma mayoritaria de las asociaciones estratégicas de explotación de hidrocarburo y convenios operativos responden a un sentido más estratégico-político que económico debido al peso marginal que representan dentro de la producción total petrolera del país.

Valoración y perspectiva

Las expropiaciones gubernamentales parecen haberse visto favorecidas por los elevados ingresos petroleros. Esto asociaría la política de expropiación con la duración del boom de precios del petróleo que estamos viviendo. La clave en este aspecto estaría en evaluar el mantenimiento del ritmo de inversiones necesarias para mantener

la actual calidad de los bienes y servicios producidos por las industrias expropiadas (en especial las nacionalizadas) en el escenario de reducción de ingresos petroleros, lo que generaría severas limitaciones financieras. Otro de los argumentos para garantizar la continuidad de la calidad en industrias nacionalizadas lo constituye la idea de incrementar la rendición de cuentas de los procesos de producción de empresas pública debido al mayor control público en contrapeso del más restringido control de empresas privadas. A este respecto se requiere de instituciones de control eficiente que puedan actuar con suficientes grados de libertad al momento de corregir y sancionar situaciones anómalas. En caso de carecer el Estado de sólidas instituciones de supervisión la ineficiencia de las empresas públicas podrían revertir los beneficios iniciales de adquisición de activos reales para la república, transformándose en pasivos más o menos costosos para nación.

Referencias bibliográficas

Iglesias, Enrique V. (2006): "El papel del Estado y los paradigmas económicos en América Latina", Revista de la CEPAL, diciembre 2006.

Samuelson, Paul (1954): "The Pure Theory of Public Expenditure", Review of Economics and Statistics, 36, 387-9.

Stiglitz, Joseph E. (2002): "New perspective on public finance: recent achievements and future challenges", Journal of Public Economics, 86, 341-360.

Recientes estatizaciones

	Sector	Empresa expropiada	Nacionalidad	Valor
ene-05	Manufacturero	Venepal	Nacionales (situación de quiebra)	USD 8,75 millones
may-05	Manufacturero	Costructora Nacional de Válvulas	Nacionales (situación de quiebra)	nd
ene-07	Manufacturero	Sanitarios Maracay	Nacionales (situación de quiebra)	nd
feb-07	Telecomunicaciones. CANTV	Verizon Bolsa de valores	USA (Nacionales y extranjeros)	USD 572 millones USD 728 millones
may-07	Petróleo. Proyecto Faja Petróliera del Orinoco	Exxon Mobil ConocoPhillips Chevron BP Statoil Total	USA USA USA Gran Bretaña Noruega Francia	USD 10.000 millones aproximadamente
may-07	Eléctrico	CMS Energy (Seneca) AES Corp (Elecar)	USA USA	USD 106 millones USD 740 millones
nov-07	Energía (Distribución de gas)	Vengas Tropigas	Nacionales	USD 73 millones USD 35 millones
mar-08	Alimenticio Planta lechera.	Línea de Frigorífico para carne Lacteos Los Andes	(Nacionales) (Nacionales)	nd nd
3-abr-2008	Construcción (Anunciada)	Cemex-Venezuela Holcim Lafarge	México Suiza Francia	USD 900 millones USD 440 millones USD 299.3 millones
9-abr-2008	Metalúrgico	Sidor-Ternium	Italia	USD 1,600 millones (40% adicional de adquisición)

Principales Variables Macroeconómicas de Venezuela

Indicadores económicos básicos	2006	2007	2008(e)	2009(e)
Actividad, promedio				
PBI Nominal (VEF, miles de millones)	396,1	492,3	616,6	784,8
PBI Nominal (USD miles de millones)	184,3	229,0	286,8	261,6
PBI Real (variación %)	10,3	8,4	5,5	4,3
Precios, fin de periodo				
IPC (Var.% prom)	17,0	22,5	24,0	28,0
Sector Público				
Superávit/Déficit Fiscal (%PIB)	0,0	3,0	2,8	2,4
Deuda pública total (%PIB)	23,5	18,9	15,6	19,2
Deuda pública externa (%PIB)	14,2	13,6	10,6	12,7
Sector Externo				
Exportaciones (USD miles de millones)	65,2	69,2	90,4	73,6
Importaciones (USD miles de millones)	32,5	45,5	47,2	42,4
Balance Comercial (USD miles de millones)	32,7	23,7	43,2	31,2
Saldo Cuenta Corriente (% pib)	14,7	8,7	13,7	10,3
Tipo de cambio nominal (VEF/USD, fin periodo)	2,15	2,15	2,15	3,00
Tipo de cambio efectivo nominal				
Deuda externa en % del PIB	14,2	13,6	10,6	12,7
Reservas internacionales mM\$	37,3	33,9	31,9	31,9
Sector Financiero				
Tipo de interés de referencia (política monetaria)	10,26	11,7	17,0	17,0
Crecimiento de la cartera total del Sistema Financiero (nominal)	61,6	70,6	31,3	33,5
Crecimiento de los depósitos total del Sistema Financiero (nominal)	65	27,3	29,4	31,1
Cartera total nominal (VEF, miles de millones)	63,1	107,6	141,3	188,7
Depósitos total nominal (VEF, miles de millones)	154,1	180,0	232,9	305,3
Indicadores Laborales				
Empleo total	10,938	11,289	11,486	11,669
Tasa de Paro (% Pob Activa)	10	8,4	8,2	9,1

Tasas a/a	1tr07	2tr07	3tr07	4tr07	1tr08	2tr08	3tr08	4tr08	2006	2007	2008 p	2009 p
Consumo hogares	15,7	17,2	21,7	19,6	7,6	8,4	10,6	9,8	18,4	18,7	9,1	6,4
Consumo público	5,6	5,3	4,3	5,3	7,1	6,7	5,5	5,1	7,6	4,8	6,1	4,0
FBCF	33,9	25,9	19,5	25,2	14,8	12,0	9,1	9,7	31,5	24,5	11,4	7,7
Bienes de equipo												
Construcción	19,9	16,2	12,2	13,0	13,3	10,8	8,1	8,7	29,5	15,3	10,2	6,2
Vivienda												
Otros												
Demanda interna*												
Exportaciones	-3,1	-6,7	-2,3	-10,2	0,6	1,3	0,4	1,7	-4,5	-5,3	1,0	1,5
Importaciones	44,3	21,6	40,7	30,0	37,7	18,4	34,6	23,6	31,1	33,6	28,6	25,7
Saldo exterior*	-33,6	-33,0	-23,0	-22,3	-0,48	-0,47	-0,33	-0,30	-16,6	-27,7	-0,40	-0,53
PIB pm												
tasa trimestral												
*contribución al crecimiento												
Empleo total, tasa de variación	-2,9	3,5	0,5	3,5	-2,6	1,2	0,7	2,4	3,8	3,2	1,7	1,6
Tasa de Paro (% Pob Activa)	10,3	8,4	8,5	6,2	8,4	8,1	8,3	7,8	10,0	8,4	8,2	9,1

Contexto Internacional

Materias Primas							
	2007	2008	2009		2007	2008	2009
Brent	72,6	99,00	81,40	Oro		875,0	900,0
Cobre USD/lb (fdp)	3,2	2,8	2,2	Soja	438,0	422,0	385,0
Cobre USD/lb (promedio)	3,2	3,4	2,6				

PIB Real (%)					Inflación (% , fin de año)			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
EE.UU.	2,9	2,2	1,0	1,6	2,5	4,1	2,8	2,7
UEM	2,9	2,6	1,5	1,1	1,9	3,1	2,2	1,9
Japón	2,4	2,0	1,3	1,7	0,2	0,0	0,7	0,5
China	11,1	11,4	10,1	10,4	1,5	4,8	5,7	4,5
América Latina								
Argentina	8,5	8,7	7,5	5,3	9,8	8,5	11,0	10,0
Brasil	3,7	5,4	4,6	4,3	3,1	4,5	4,5	4,5
Chile	4,0	5,1	4,3	3,9	2,6	7,8	4,9	3,6
Colombia	6,8	7,5	5,0	4,6	4,5	5,7	5,4	4,5
México	4,8	3,2	2,3	2,6	4,1	3,8	4,4	3,6
Perú	7,6	9,0	7,6	6,4	1,1	3,9	4,3	3,0
Venezuela	10,3	8,4	5,5	4,3	17,0	22,5	24,0	28,0
LATAM ¹	5,3	5,5	4,4	4,0	5,0	6,1	6,5	6,2
LATAM Ex-México	5,5	6,5	5,2	4,5	5,4	7,0	7,3	7,3

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
EE.UU.	-1,9	-1,2	-2,8	-2,6	-6,0	-5,2	-4,7	-4,9
UEM	-1,5	-0,8	-0,9	-0,8	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
Japón					3,9	4,8	4,8	5,2
China								
América Latina								
Argentina ²	1,8	1,2	2,1	2,2	3,8	2,8	2,6	-0,1
Brasil	-3,0	-2,2	-1,8	-2,0	1,6	0,6	-0,5	-1,0
Chile ²	7,7	8,8	5,9	3,5	3,6	4,4	0,6	-1,1
Colombia	-0,8	-0,9	-1,0	-0,9	-2,1	-3,4	-3,9	-2,6
México	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,8	-1,0	-2,6
Perú	2,1	2,9	2,2	0,8	2,9	1,4	-1,4	-2,4
Venezuela ²	0,0	3,0	2,8	2,4	14,7	8,7	13,7	10,3
LATAM ¹	-0,6	-0,2	-0,1	-0,4	2,3	1,1	1,4	1,4
LATAM Ex-México	-0,9	-0,2	-0,2	-0,6	3,5	1,9	2,3	2,8

¹ Media de los países mencionados ² Gobierno Central

Tipo de cambio (frente \$, fin de año)					Tasa oficial (% , fin de período)			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
EE.UU.					5,25	4,25	2,00	2,50
UEM (\$/€)	1,32	1,37	1,48	1,40	3,50	4,00	3,50	3,50
Japón (yenes/\$)	119,00	112,00	105,00	100,00	0,25	0,50	0,50	1,00
China (cny/\$)	7,47	7,47	7,88	8,01	7,30	6,73	6,60	6,30
América Latina								
Argentina	3,06	3,14	3,23	3,47	8,90	12,20	10,68	12,68
Brasil	2,15	1,78	1,70	1,75	13,25	11,25	12,75	11,50
Chile	527,58	499,00	465,00	513,60	5,25	6,00	6,25	4,25
Colombia	2261,34	2014,20	1925,20	2004,00	6,82	8,98	10,08	9,59
México	10,88	10,86	10,70	11,10	7,00	7,50	7,00	6,50
Perú	3,21	2,98	2,70	2,85	4,50	5,00	5,75	5,75
Venezuela	2150,00	2150,00	2,15	3,00	10,30	11,70	17,00	17,00

Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Economistas Jefe:

Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo

España: Julián Cubero

Análisis Sectorial: Ana Rubio

Europa: Miguel Jiménez

Análisis cuantitativo: Giovanni Di Placido

Investigación y Desarrollos Cuantitativos: Rodolfo Méndez

Latam y Mercados Emergentes: Alicia García-Herrero

Análisis macroeconómico Mercados Emergentes: Sonsoles Castillo

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Miguel Cardoso

Colombia: Juana Tellez

Perú: Hugo Perea

Venezuela: Alejandro Puente

China: Ya-Lan Liu

Norteamérica: Jorge Sicilia

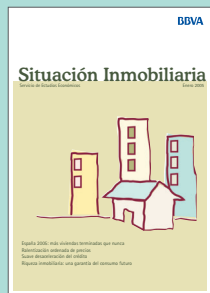
Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Tendencias Globales: Joaquín Vial

Análisis de Sistemas Previsionales: David Tuesta

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