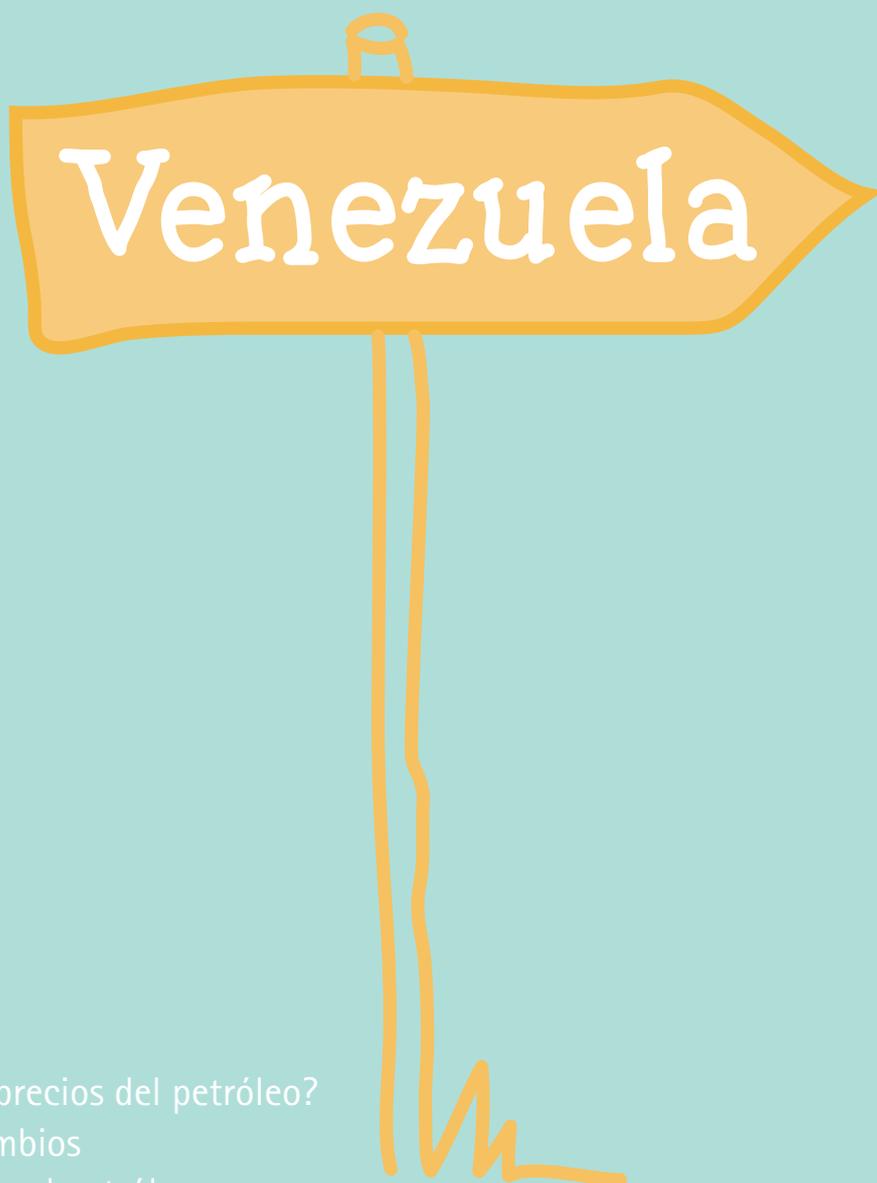


Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 3, N° 1 - Primer trimestre 2007



Expansión global en 2007

¿Serán sostenibles los actuales precios del petróleo?

Aceleración en la agenda de cambios

Cuentas externas cabalgan sobre el petróleo

¿Logrará el plan antiinflacionario su cometido?

Editorial

Con este primer número del Situación Venezuela 2007 nos planteamos dos desafíos: hacer un balance de lo que fue el año 2006 y traducir nuestro análisis de la coyuntura y tendencias presentes en expectativas de desempeño de la economía del país y sus principales variables.

Así, un primer dato relevante para la economía venezolana, respecto a lo que fue 2006, es el extraordinario comportamiento que tuvo el mercado petrolero, donde el precio para los diferentes marcadores, entre ellos la cesta de crudos de Venezuela, alcanzó cotas record, al menos en términos nominales. Otro dato a tener en cuenta es que esta mejora en los términos de intercambio ha sido más prolongada que en eventos previos, con un crecimiento gradual en los precios durante los últimos tres años.

A partir de este dato se construye la trama económica de Venezuela en 2006. En primer lugar los elevados ingresos petroleros apalancan un enorme gasto fiscal y para fiscal. En segundo término, la novedosa aplicación de un control de cambios en medio de una avalancha de recursos externos produce una enorme expansión de los agregados monetarios, presiones inflacionarias que acentúan la natural apreciación del tipo de cambio real en este contexto y –dado que se han fijado toques máximos y mínimos para las tasas de interés activas y pasivas, respectivamente- la presencia de tasas de interés promedio negativas. De esta forma, a la expansión de gasto del sector público se suma la expansión de gasto privado, incentivado por importaciones y crédito baratos.

Estos factores ayudan a entender el notable crecimiento que ha experimentado el producto interno bruto, que ya alcanza los trece trimestres consecutivos creciendo a tasas en promedio mayores al 10%. Nos planteamos entonces dos preguntas ¿Es sano y sostenible este crecimiento?

Con relación a la segunda de las interrogantes, la sostenibilidad del crecimiento, en la sección de análisis de la coyuntura del sector real de la economía destacamos el contraste entre el comportamiento de la oferta y demanda global, enfatizando el dinamismo de las importaciones y el apalancamiento de esta fase expansiva del ciclo en la fortaleza del sector externo. Por lo mismo, luego de la corrección observada a comienzos de año en los precios del petróleo, se presenta un análisis de los factores que se han conjugado para este comportamiento del mercado petrolero y nuestras previsiones para el año 2007: un precio para la cesta venezolana en torno a los 50 dólares el barril, inferior al de 2006, pero todavía relativamente elevado y superior a nuestra noción de su valor de equilibrio, definido por los fundamentos de oferta y demanda.

La pregunta acerca de la salud de este crecimiento está relacionada con la composición sectorial del mismo. En este sentido se observan algunos síntomas de la llamada enfermedad holandesa; principalmente presiones inflacionarias, apreciación del tipo de cambio y dinámica de crecimiento marcadamente diferente entre los sectores transable y no transable de la economía.

Probablemente la dimensión más negativa del comportamiento económico venezolano durante 2007 ha sido, precisamente, la inflación. El IPC presentó una importante desviación respecto a la meta del Banco Central (12%) al cerrar el año con una inflación de 17%, la más alta de Latinoamérica. Debido a este dato y a que para el mes de febrero la inflación anualizada alcanzó 20,4% se anunció un plan antiinflacionario con un conjunto de medidas que incluyen recortes al IVA y la reconversión monetaria entre otras. En la sección de artículos comentamos este plan y en esencia cuestionamos la eficacia de algunas de las medidas propuestas para controlar la inflación.

Como sabemos, al haber sido la inflación doméstica superior a la inflación observada en los países con los cuales realizamos el grueso de nuestro intercambio comercial, durante los últimos dos años, y haberse mantenido el tipo de cambio fijo durante ese mismo periodo, el tipo de cambio real, definido como la relación entre los precios externos e internos, se ha venido apreciando. Uno de los efectos de esta apreciación es la mayor intensidad en la demanda de importaciones. Otro de los efectos es la pérdida de competitividad de las exportaciones no tradicionales y, más importante aun, de los productores de bienes domésticos que compiten con las importaciones.

Una estrategia para intentar corregir la apreciación del tipo de cambio real es ajustar la paridad del tipo de cambio nominal. El Ejecutivo ha sido vehemente al plantear que esta medida es innecesaria. Los argumentos son la fortaleza del sector externo, y el carácter inflacionario de las devaluaciones. En su lugar, se han tomado medidas arancelarias, ajustando algunas tarifas a las importaciones, y para arancelarias, restringiendo el otorgamiento de dólares al tipo de cambio oficial para bienes producidos en el país. En una nota abordamos brevemente los efectos esperados de estas medidas.

Finalmente, se presenta un recuento de las políticas anunciadas al comenzar un nuevo periodo presidencial que entendemos definen un nuevo escenario político, social y económico.

Indice

Fecha de cierre: 15 de marzo de 2007

Editorial

1. Entorno Económico y Financiero

Expansión Global en 2007	2
Situación y perspectivas para América Latina	4
¿Serán sostenibles los actuales precios del petróleo?	7

2. Entorno Macroeconómico

Aceleración en la agenda de cambios	9
Fuerte crecimiento económico en 2006	11
Cuentas externas cabalgan sobre el petróleo	14
Recuadro: ¿Hacia dónde va la política comercial?	16
Agregados monetarios frenan su expansión	18
Persisten presiones inflacionarias	19

3. Artículos

¿Logrará el plan antiinflacionario su cometido?	21
---	----

4. Indicadores y proyecciones

Han elaborado esta publicación:

Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

Director:

Alejandro Puente

alberto_puente@provincial.com

Economistas:

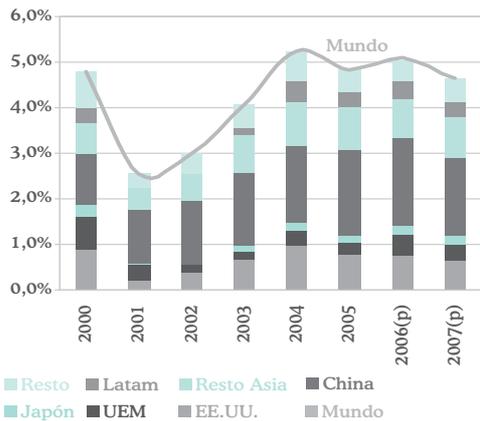
Samir El Jesser

jesser_samir@provincial.com

Erikson Castro

erikson_castro@provincial.com

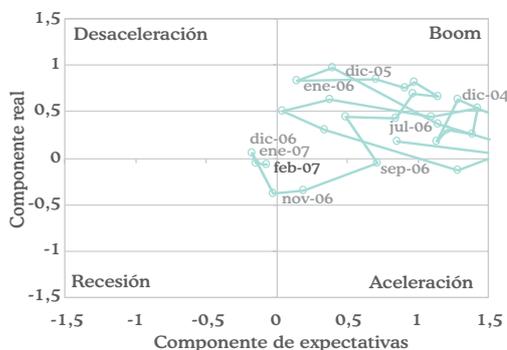
Crecimiento mundial y Contribución por áreas (%)



Fuente: BBVA

IA BBVA - EE.UU

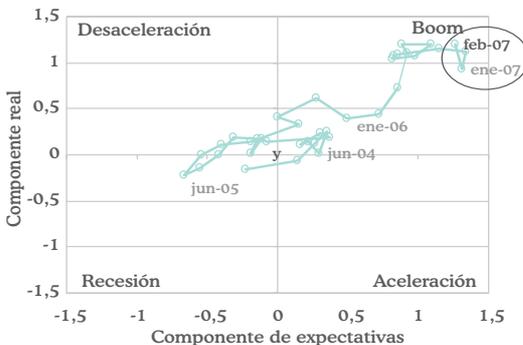
(3 mma)



Fuente: BBVA

IA BBVA - UEM

(mm3)



Fuente: BBVA

Inversión (% del PIB)



■ Emergentes
■ Desarrollados

Fuente: BBVA

1. Entorno Económico y Financiero

Perspectiva internacional

Expansión global en 2007

El año 2007 será otro buen año de elevado crecimiento económico. Así, la actividad mundial, si bien se moderará levemente, se expandirá a tasas superiores al 4,5%. Será el quinto año consecutivo con un dinamismo mundial superior al 4%, el ciclo de mayor impulso desde la crisis petrolera en los años setenta.

Por áreas, la composición seguirá inclinada a favor de las economías emergentes, con Asia a la cabeza. En cuanto a los desarrollados, la zona que más sorpresas positivas ha arrojado a lo largo de 2006 ha sido la zona euro. También en 2007 irá algo mejor de lo esperado hace unos meses, con un crecimiento que alcanzará tasas del 2,5%. Incluso, el sesgo sobre esta previsión sería levemente al alza.

Es en la economía estadounidense donde existen más dudas ante el impacto que pueda tener sobre el consumo la desaceleración del sector inmobiliario. Además, la creciente preocupación en torno a los problemas por los que están atravesando determinados segmentos con más riesgo del mercado hipotecario (sobre todo el segmento *sub-prime*) añaden cierto sesgo a la baja. En todo caso, existen factores que limitan este riesgo sobre el consumo, como la buena marcha del empleo y el crecimiento de la renta.

Además, la inversión no residencial seguirá siendo un soporte, mientras que el sector exterior ha dejado de drenar al crecimiento por primera vez desde mediados de los noventa. Así, seguimos apostando por un ajuste suave de la economía estadounidense a lo largo de los próximos trimestres.

Nuestros indicadores sintéticos de actividad para Estados Unidos (EE.UU.) y para la Unión Económica Europea (UEM) ponen de manifiesto estas diferencias cíclicas entre ambas zonas. Mientras que en EE.UU, la situación de *boom* ha quedado atrás, en Europa, los indicadores siguen apuntando a tasas de crecimiento que permanecerán relativamente elevadas este año.

Ciclo inversor renovado con estabilización de desequilibrios globales

La buena evolución de la inversión no se limita sólo a la economía de EE.UU. Así, una de las principales características del actual ciclo expansivo es que el sector empresarial está en una posición muy favorable a nivel global. Los beneficios empresariales seguirán creciendo a tasas muy significativas. En EE.UU, por ejemplo, las estimaciones apuntan a que puedan hacerlo por encima del 10% en 2007, si bien mostraban una moderación respecto al 20% de 2006, cifra no vista desde el *boom* tecnológico de 2000. Esta situación seguirá, a su vez, contribuyendo a que la actividad de fusiones y adquisiciones continúe en los próximos meses, lo que apoyará la evolución de las bolsas.

El mundo emergente no ha estado al margen de este *boom* inversor. La ratio de inversión sobre producto se sitúa en máximos de los últimos 20 años. Ahora bien, este dinamismo está muy focalizado en las economías asiáticas, donde ha vuelto a los niveles previos a la crisis de los noventa. Esto no se observa en otras zonas emergentes, como América Latina o Medio Oriente, donde los ratios están muy por debajo de los máximos alcanzados en ciclos expansivos anteriores. A pesar de ello, la elevada tasa de ahorro de las economías emergentes, sobre todo Asia, superior a la tasa de inversión, seguirá generando un patrón de crecimiento global con importantes desequilibrios. Así, la brecha en la balanza corriente entre el grupo de países acreedores netos (emergentes) y de deudores netos (desarrollados) seguirá siendo muy ele-

vada, representando alrededor de 2,5 puntos del producto mundial. Sin embargo, esta tendencia ya ha comenzado a estabilizarse en 2006. De hecho, el déficit estadounidense, actualmente por encima del 6,5% del PIB, habría tocado máximos y comenzaría a revertir levemente, alrededor de un punto en los próximos dos años.

Bancos Centrales: la Fed bajo mayor incertidumbre

La política monetaria seguirá normalizándose en zonas como Japón o Europa. En el primer caso, además de la actividad, las perspectivas de una tendencia positiva de la inflación marcará la pauta de subidas graduales de los tipos de interés oficiales, hasta situarlos en niveles alrededor del 1%. Por su parte, el BCE tiene margen para continuar subiendo los tipos de interés, incluso por encima del 4%, ante el panorama de renovado dinamismo económico doméstico.

Es en EE.UU. donde todavía quedan dudas por despejar. Nuestro escenario más plausible es de estabilidad de tipos de la Reserva Federal (Fed) en los próximos meses ante las perspectivas de moderación económica suave e inflación subyacente aún elevada, por encima del rango de tolerancia de la Fed (2% para el deflactor subyacente del consumo). El mercado, sin embargo, preocupado por la actividad, ha vuelto a apostar por una relajación monetaria de la Fed en el último trimestre del año.

No obstante, hay que tener en cuenta que la economía estadounidense se desenvuelve aún en unas condiciones financieras muy laxas, que harán que la Fed sea muy cautelosa a la hora de plantearse una relajación de su política monetaria. De hecho, estas condiciones financieras, que incorporan además de los tipos cortos los precios de la renta fija, de la renta variable y de la divisa, están más relajadas que cuando los tipos estaban en el 1% en 2003-2004. Algo similar ocurre en Europa: las condiciones financieras están en niveles de relajación similares a los de 2004, cuando el BCE mantenía los tipos en el 2%.

Riesgos aún localizados

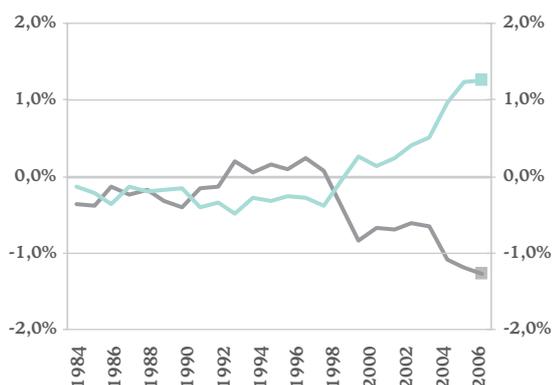
El escenario central de elevado crecimiento global, ciclo inversor renovado, inflación controlada y políticas monetarias neutrales no está exento, sin embargo, de incertidumbre. El balance de riesgos a medio plazo es a la baja para los tipos de interés y de depreciación para el dólar.

Dichos riesgos provienen principalmente de dos factores. El primero, un nuevo choque de oferta petrolera que vuelva a disparar el precio del crudo generando mayores presiones inflacionistas en el corto plazo y efectos recesivos a medio plazo. Sin embargo, aunque el riesgo geopolítico permanece, la probabilidad de que se materialice el escenario de conflicto bélico en torno a Irán es aún reducida. Además, el anclaje de las expectativas de inflación de medio plazo y las ganancias en cuanto a eficiencia energética de las economías parecen permanentes.

El principal factor de riesgo en la actualidad proviene de la economía estadounidense. La preocupación en los próximos meses estará centrada en la evolución del mercado inmobiliario y del crédito hipotecario y sus potenciales impactos sobre el consumo. De hecho, éste ha sido uno de los factores que han generado la actual situación de pesimismo en los mercados globales, con caídas generalizadas de las bolsas y tipos de largo plazo en niveles tan reducidos. En definitiva, el temor del mercado es que los problemas puntuales del mercado hipotecario *sub-prime* puedan trasladarse a otros segmentos y generar una restricción de crédito significativa que termine impactando en el consumo de los hogares. De momento, con todas las cautelas, hay elementos que hacen pensar que esta posición no tiene sólidos fundamentos. El segmento *sub-prime* representa un porcentaje muy pequeño del mercado hipotecario total (7%) y las familias están en una favorable situación de solvencia financiera.

Balanza por Cuenta Corriente

(% del PIB mundial)



■ Emergentes
■ Desarrollados

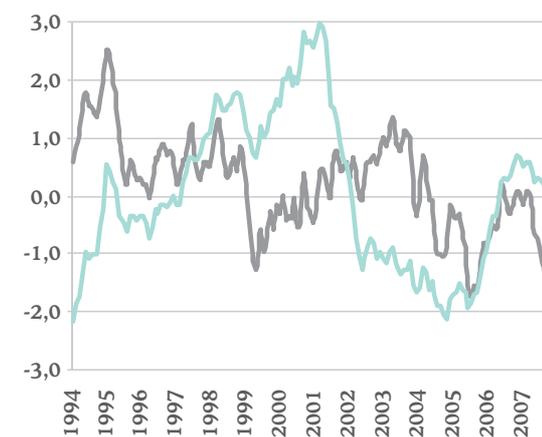
Fuente: BBVA en base a FMI

Previsiones financieras (fin de año)

	2005	2006	2007e
Tasas oficiales			
EE.UU	4,25	5,25	5,25
UEM	2,25	3,50	4,25
Tasas a 10 años			
EE.UU	4,5	4,7	4,9
UEM	3,4	3,9	4,3
Dólar-euro	1,19	1,32	1,31

Fuente: BBVA

EE.UU: ICMF e ICM *



■ ICM ■ ICMF

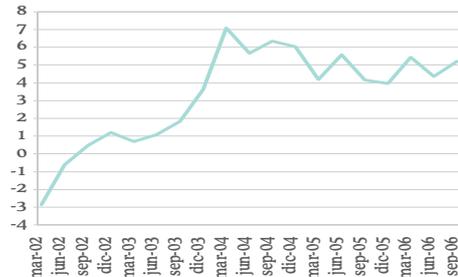
* Utilizando la inflación subyacente
Fuente: BBVA

Previsiones de crecimiento para 2006 (en %)



Fuente: BBVA

Crecimiento interanual del PIB en América Latina* (en %)



Fuente: BBVA *Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela

Crecimiento interanual de la inflación en América Latina* (en %)



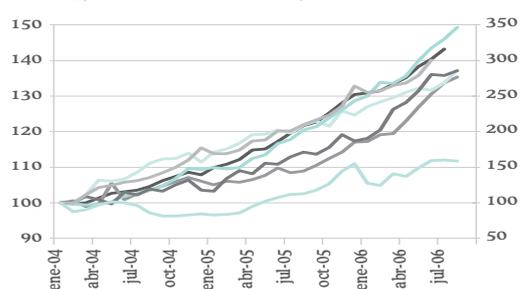
Fuente: BBVA *Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela

Tipo de referencia ponderado e inflación en América Latina* (en %)



Fuente: BBVA *Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela

Crédito al Sector Privado (índice 100= a ene-04; términos reales)



Fuente: BBVA a partir del FMI

Situación y perspectivas para América Latina

América Latina cierra 2006 con un crecimiento elevado

Hasta la fecha se han publicado las primeras cifras del PIB del cuarto trimestre del pasado ejercicio en Brasil, Perú y Venezuela. El crecimiento anual de estas economías habría sido del 2,9%, 8,0% y 10,3%, respectivamente. Con estos datos, nuestras estimaciones para las principales economías de América Latina¹ sitúan el incremento de la actividad para 2006 en el 5,2%, algo más de un punto por encima de lo que se esperaba a finales del pasado ejercicio. De esta manera se completaría el tercer año consecutivo de elevado crecimiento, promediando una tasa superior al 5%, netamente por encima de la referencia media de los años ochenta y noventa.

Desde verano se ha apreciado un fortalecimiento en el dinamismo económico. Con datos de crecimiento para todos los países, en el tercer trimestre el avance fue del 5,2% interanual, lo que supuso una aceleración de ocho décimas respecto al período abril-junio. Los países que mostraron un mayor dinamismo fueron Venezuela, Argentina, Perú y Colombia, los dos últimos con trayectoria ascendente en 2006. México consolidó su mejoría, Brasil recuperó tasas razonables ligeramente por encima del 3% y Chile moderó su impulso. Estos datos constataron, por un lado, el mayor (y elevado) crecimiento de algunas economías, y, por otro, la sincronía cíclica que caracteriza a la región desde 2004.

Una menor inflación permite mejorar las condiciones financieras

El comportamiento de la inflación en América Latina ha sido igualmente positivo. Salvo episodios puntuales debidos a factores estacionales, la tendencia es claramente descendente desde mediados de 2005. La región ha rebajado el incremento del IPC del 6,9% en mayo del pasado año al 5,1% en diciembre de 2006. Destaca la reducción experimentada en Brasil en los últimos 12 meses, del 6,4% al 3,1%, reflejo de los buenos resultados de la aplicación de una política monetaria ortodoxa. La gran mayoría de países muestra hoy tasas propias de países desarrollados, con mención especial a Chile (2,6% en diciembre) y Perú (1,1%).

La buena evolución de los precios ha permitido, junto a un contexto financiero internacional favorable, mantener, e incluso mejorar, las condiciones de financiación. El tipo de interés promedio en las principales economías de América Latina se ha reducido en más de dos puntos desde el verano de 2005. A este menor coste financiero ha contribuido decisivamente la relajación de la política monetaria en Brasil y México, los dos países con el sesgo más restrictivo desde 2004.

La región ha recogido estos menores tipos de interés en un mayor dinamismo del crédito doméstico, contribuyendo así al empuje creciente de la demanda interna en el crecimiento de las diferentes economías. El volumen real de crédito privado en las principales economías de América Latina ha crecido un 14% promedio anual desde 2004, acelerando su tendencia incluso durante 2006 por encima del 25%².

Los términos de intercambio se mantienen favorables

El índice de precios de materias primas BBVA-MAP mostró en el cuarto trimestre un aumento del 13% con relación al mismo período 2005. Con este avance, la revalorización experimentada en el conjunto del año fue del 22%, acumulando en el trienio 2004-2006 un alza cercana al 100%. El precio de los metales (cobre, oro, aluminio, plata) experimentó incrementos muy significativos, beneficiando así los términos de intercambio de países como Chile y Perú. En el último trimestre de 2006, la soja y el café también se revalorizaron considerablemente (en

¹ En todo el texto se hace referencia bajo esta denominación a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

² Ver artículo más adelante para un análisis más amplio de la evolución del crédito en los últimos años en América Latina.

torno a un 20%), impactando positivamente en economías como la argentina o la colombiana.

El petróleo, por su parte, ha moderado las referencias máximas alcanzadas en agosto de 2006, pasando de los cerca de 80 dólares por barril a los 60 actuales. Esta evolución ha permitido contener las presiones inflacionistas en las economías importadores de crudo, al tiempo que los países productores han mantenido elevados ingresos de cuenta corriente y fiscales. Los precios del petróleo, así como de otras materias primas, se sitúa hoy claramente por encima del promedio histórico, lo que da a América Latina un colchón de seguridad adicional a la buena situación doméstica³.

Impacto positivo en la cuenta corriente...

Los elevados precios de las materias primas permiten unos ingresos extraordinarios (vía comercio) en la cuenta corriente de las diferentes economías latinoamericanas. Esta situación, junto a un mayor dinamismo internacional, conforma la actualidad como el primer período sostenido de superávit corriente conjunto en América Latina, con un promedio del 1,6% del PIB en 2003-2006. El caso de Venezuela es paradigmático, al ser el gran beneficiado en sus cuentas externas por el alza en el precio del petróleo, reflejado en saldos positivos de dos dígitos en todo el período. Y también merece la pena mencionar a Brasil, que con un patrón no tan especializado en productos primarios ha invertido su tradicional déficit gracias a la apuesta por manufacturas competitivas.

A la buena evolución de la cuenta corriente no sólo ha contribuido el aumento en los ingresos de exportación, sino que en algunos países ha jugado un papel relevante el incremento sustancial en la llegada de remesas de emigrantes. Los ejemplos más claros los encontramos en México, Colombia y Perú, ya que los envíos recibidos por este concepto en el período 2003-2006 han atenuado el déficit corriente en los dos primeros casos y han invertido el signo en el último. En otros países, estos flujos han "sumado" en Argentina y Brasil, mientras que han sido irrelevantes en Chile y Venezuela⁴.

La mejoría en la cuenta corriente ha estado acompañada por la consolidación de la Inversión Extranjera Directa (IED), la entrada de flujos financieros en los mercados locales y la intervención de algunos bancos centrales para frenar la apreciación de sus monedas. El resultado ha sido un crecimiento ininterrumpido del nivel de reservas desde comienzos de 2003 en las principales economías latinoamericanas, pasando de 144 mil millones de dólares en enero de dicho año a 264 mil a finales de 2006. Esta evolución ha situado el porcentaje de estos activos sobre PIB en la zona de máximos históricos, y, aunque el fuerte crecimiento real había moderado estas cifras, desde la primavera pasada se observa un nuevo impulso, reflejo de la intensa entrada de divisas del exterior. Con relación a las importaciones, la lectura es menos positiva, ya que las reservas cubren algo menos de 7 meses y la tendencia es decreciente desde 2004.

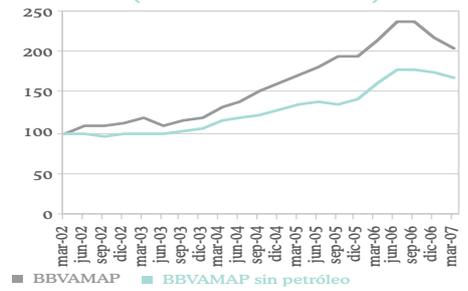
...y en el balance fiscal

Las sorpresas positivas en materia de crecimiento y en el precio de las materias primas ha tenido como consecuencia la desviación al alza sobre los objetivos presupuestarios establecidos en las respectivas leyes de los diferentes países latinoamericanos. Los países especializados en productos primarios, con vinculación empresarial y tributaria con las exportaciones, han recibido ingresos extraordinarios en sus arcas públicas. En general, el empleo de estos recursos ha sido controlado, llevando los saldos fiscales a registros récord. La región habría cerrado 2006 con un déficit del 0,5% del PIB, la

³ Para mayor información ver recuadro posterior sobre coyuntura y perspectivas en el mercado petrolero.

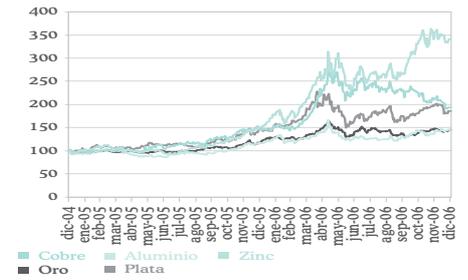
⁴ El artículo de remesas más adelante recoge un análisis del impacto en el tipo de cambio real de la llegada de estos flujos para los países receptores.

Indice de Precios de Materias Primas BBVA-MAP (índice 100=1T-02)



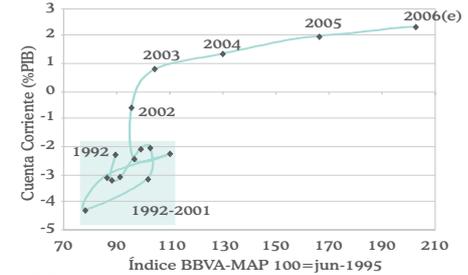
Fuente: BBVA

Precio de Materias Primas Metálicas (índice 100=31/12/04)



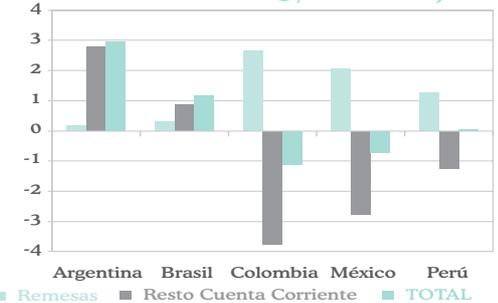
Fuente: Datastream

Términos de intercambio y cuenta corriente



Fuente: BBVA (e) estimación

Balanza por cuenta corriente (acumulado desde 2003; % del PIB)



Fuente: BBVA a partir de FMI

Reservas Internacionales de América Latina*



Fuente: BBVA a partir de FMI; *Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela

Saldo Presupuestario 2006 (% PIB)

	Presupuesto	Estimación BBVA	Diferencia
Argentina	1,4	2,1	0,7
Brasil	-3,0	-3,0	0,0
Chile	2,3	7,6	5,3
Colombia	-2,0	-0,4	1,6
México	0,2	0,2	0,0
Perú	-1,0	1,0	2,0
Venezuela	-5,6	1,1	6,7

Fuente: BBVA y Datos nacionales

Tipo de cambio (índice 100=28-jun-06)*



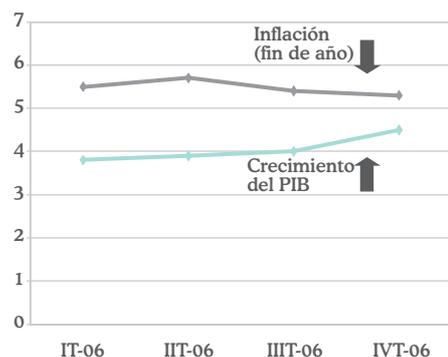
Fuente: BBVA a partir de Bloomberg; *Un aumento (descenso) está asociado a la depreciación (apreciación) de la divisa local

EMBI+(pb) y elecciones políticas en América Latina



Fuente: BBVA, JP Morgan

Previsiones para 2007 (en %)



Fuente: BBVA

cifra más baja desde mediados de los noventa. Sin embargo, sería conveniente el establecimiento de reglas de ahorro fiscal, similares a la que existe en Chile, donde se consideren aspectos cíclicos y desviaciones de los precios de materias primas sobre niveles de largo plazo.

La normalidad política protagoniza el año electoral

Durante 2006 se han desarrollado procesos electorales en la gran mayoría de países de América Latina. La nota predominante ha sido la normalidad política y la estabilidad institucional, elementos que han sido recogidos por los mercados financieros. Las divisas se han apreciado desde las turbulencias vividas en mayo y junio, mientras que la prima de riesgo se mantiene en la zona de mínimos históricos. Los inversores sólo han reaccionado de manera puntual y guiados en la mayoría de los casos por factores internacionales, especialmente por las expectativas de tipos de interés en Estados Unidos.

Es previsible que los nuevos equipos de gobierno den continuidad a las políticas monetaria y fiscal más ortodoxas que han acompañado la mejora en el cuadro macroeconómico en los últimos años. El contexto internacional y doméstico resulta hoy propicio para avanzar en la agenda de reformas microeconómicas que permita consolidar los logros alcanzados y afrontar los retos pendientes. La existencia de un sistema tributario eficiente, un mayor grado de competencia en los mercados de bienes, la eliminación de rigideces en el mercado laboral y un sistema educativo competitivo son aspiraciones necesarias, que redundarán en el futuro en un mayor crecimiento y bienestar social.

Buenas perspectivas para 2007

El crecimiento mundial será más contenido en 2007, pero todavía en tasas elevadas, mientras que la inflación continuará estando en niveles históricamente reducidos. En este contexto, la moderación en el precio de materias primas será suave al tiempo que el volumen de liquidez y los bajos tipos de interés internacionales continuarán apoyando un escenario de buenas condiciones de financiación. Esperamos que el índice BBVA-MAP se sitúe un 9% por debajo de los niveles promedio de 2006, mientras que nuestras previsiones, como veíamos en la sección de Escenario Internacional, señalan la interrupción en las subidas de la Reserva Federal y alzas moderadas en Europa y Japón.

Anticipamos que en este entorno, el crecimiento del PIB para 2007 en las principales economías de América Latina será del 4,5%, siete décimas más de lo esperado a principios de 2006. La inflación se mantendrá en niveles contenidos y reducidos en términos históricos (5,4%), alcanzando mayoritariamente los objetivos de las autoridades monetarias. La cuenta corriente y el saldo presupuestario recogerán un menor crecimiento económico y la leve caída en los precios de materias primas, moderando la primera su superávit al 1% del PIB y situando el segundo el déficit en el 1,0%. Un cuadro macroeconómico, en definitiva, mejor que en períodos anteriores para afrontar los riesgos e incertidumbres que pudieran materializarse.

¿Serán sostenibles los actuales precios del petróleo?

El precio del petróleo ha llegado a registrar una caída del 30% desde su nivel máximo alcanzado en julio de 2006. El elemento central de esta evolución ha sido la ausencia de un conjunto de factores que habían impactado al mercado, asociados más a un tema de expectativas que a cambios profundos en sus fundamentos.

Entre ellos destacan una suavización del riesgo geopolítico asociado a Irán y la fortaleza de la oferta que ha permitido la construcción de importantes inventarios, tanto en Estados Unidos (EE.UU.) como en el resto de los países consumidores más importantes.

Sin embargo, hemos estado en presencia de una fuerte volatilidad condicionada por elementos de índole coyuntural asociados al clima, problemas con algunas refinerías y temas de mayor calado como son anuncios de la administración Bush de duplicar sus reservas estratégicas de petróleo, las marchas y contramarchas de los países miembros de la OPEP en su visión del mercado, y la reaparición de escenarios de potencial conflicto en Irán.

Pero, ¿son suficientes estos factores para pensar en una recuperación sostenida que permita ubicar el precio del barril de Brent en niveles medios cercanos a los alcanzados en 2006?. La respuesta es que estimamos que la probabilidad de ubicarse en 65,6 dólares el barril o por encima de este nivel se encuentra en un 25%.

Factores estructurales

Al tratar de evaluar los factores estructurales del mercado, tenemos que la oferta está creciendo a un ritmo del 2,0% interanual, mientras la demanda lo hace en un 1,6%. Al analizar los factores que vienen determinando la evolución de la demanda, tenemos que sigue siendo el dinamismo de las economías emergentes lo que explicará alrededor del 75% del crecimiento anual en los próximos dos años.

Por el lado de la oferta, los productores No-OPEP explican alrededor del 65% del crecimiento de la oferta, mientras que los países de la OPEP incorporan alrededor de 470 mil barriles diarios, lo que implica un nivel de producción de 29,9 millones de barriles por día, similar a la producción promedio registrada en el tercer trimestre de 2006.

Al tratar de evaluar los factores que pueden alejar al mercado de esta evolución de la oferta, tenemos que la política de recortes de la producción por parte de la OPEP y las tensiones en Irán son los elementos centrales. Mientras que por el lado de la demanda, las políticas agresivas de acumulación de reservas estratégicas por parte de EE.UU. y China, son el elemento que puede generar sorpresas.

Escenario central (75% de probabilidad)

El escenario central supone que el crecimiento de la oferta y demanda es el que se describió anteriormente. Por el lado de la demanda, no se produce una política agresiva de construcción de reservas estratégicas, contemplándose 11 millones de barriles para 2007 por parte de EE.UU. Por el lado de los países emergentes se tiene que parte de los incrementos potenciales de la demanda comienzan a ser com-

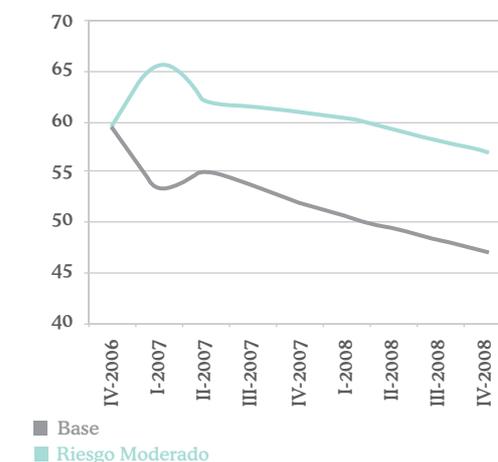
pensados por las ganancias de eficiencia en economías como China e India. En el caso de China, las políticas que se vienen adoptando por parte de su gobierno apuntan a generar incentivos para consolidar y avanzar en las mejoras, fundamentalmente en el sector transporte e industrial.

Por el lado de la oferta se contempla que las políticas de recortes por parte de la OPEP no logran avanzar en nuevos ajustes, fundamentalmente por el rol de países como Arabia Saudita, que han mostrado poco convencimiento en la necesidad de seguir ajustando la producción. De hecho, a partir de febrero entra en vigencia un segundo recorte, pactado en 2006, de 500 mil barriles adicionales, para completar un ajuste total de 1,7 millones de barriles desde el último trimestre del año anterior. Sin embargo, al evaluar el comportamiento de la producción se tiene que el primer ajuste sólo se ha cumplido en un 60%, unos 720 mil barriles, observándose que el 65% del ajuste lo ha realizado Arabia Saudita, mientras que los países que más han impulsado la política de recortes, Nigeria y Venezuela, partieron de un nivel inicial inferior al que establecía su cuota, por lo que su aporte ha sido muy bajo en la reducción de producción. Las declaraciones recientes de las autoridades sauditas comienzan a quitar presión sobre el cumplimiento de la segunda etapa del recorte, por lo que existe una baja probabilidad a la aprobación de un nuevo ajuste en la próxima reunión de marzo.

Este escenario implica una construcción de inventarios que permitirá una media equivalente a 87 días de demanda para los países de la OCDE, lo que representa un alza del 5% con respecto al nivel de cierre de 2006.

Por el lado del riesgo geopolítico, se mantiene la tensión sobre Irán, pero sin impacto en la producción petrolera de ese país. Un escenario de menores precios del petróleo implica para el país una mayor presión sobre su situación fiscal. Entre 2005 y 2006 el resultado ha sido de un déficit público del 1% del PIB a pesar de los precios del petróleo. El gasto fiscal se ubica cerca del 40% del PIB, siendo las

Escenarios para el precio del barril de Brent (USD)



Fuente: BBVA

transferencias vía gasto social una cuarta parte. Un escenario de menores precios en el entorno de una política económica más intervencionista implicará de cara a 2007 y 2008 un déficit medio del 6% del PIB. Este entorno de mayores desequilibrios internos es un elemento que estaría quitando presión a una salida vía conflicto. En este sentido, algunas declaraciones de altos funcionarios del gobierno iraní culpan a Arabia Saudita de estar impulsado un escenario de menores precios, que en el entorno fiscal deficitario implicaría un freno al programa de desarrollo de energía nuclear.

El resultado de todos estos elementos implica una media para el precio del Brent de 53,5 dólares por barril en 2007, representando una caída del 22% con respecto al año anterior.

Escenarios de riesgo (25% de probabilidad)

El escenario de riesgo se divide en dos componentes, uno moderado y otro extremo.

El primero se diferencia del base por considerar por el lado de la demanda una construcción de inventarios por parte de EE.UU. y China equivalentes a una media de 350 mil barriles diarios en el resto del año. Por el lado de la oferta contempla el cumplimiento de la política de recortes pactada por parte de la OPEP, lo que implica una reducción de 1 millón de barriles diarios con respecto al nivel de producción del mes de enero. Este escenario de riesgo moderado tiene una probabilidad del 20%. El precio medio del Brent sería de 62,6 dólares el barril para 2007 y de 58,6 dólares para 2008.

El escenario de riesgo extremo tiene una probabilidad del 5% y se puede dividir a su vez en dos componentes. El primero implica una escalada en la situación de Irán, que termina con la salida de la producción de ese país. El precio medio del Brent se ubicaría en 80 dólares el barril para 2007. La probabilidad asociada a este escenario es del 4%.

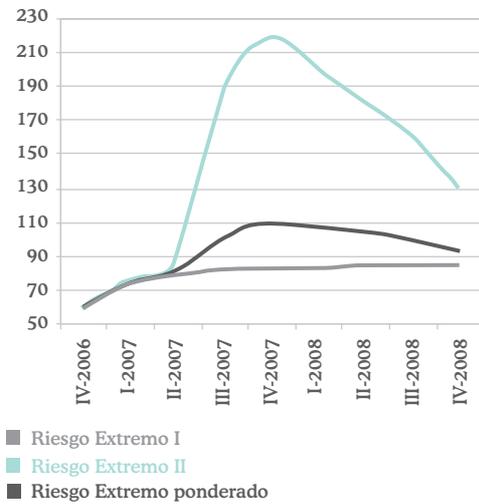
En el segundo se agregan además dificultades en el estrecho de Hormuz, donde circulan diariamente unos 17 millones de barriles. El precio medio del Brent en este escenario se ubicaría en 142 dólares el barril para 2007. La probabilidad asociada a este componente es del 1%.

El precio ponderado del escenario de riesgo extremo sería de cara a 2007 de 92,4 dólares el barril.

Impactos en la región

Al tratar de evaluar los impactos para América Latina del ajuste del precio del petróleo y derivados que se espera en el año en el escenario base, tenemos que la región presentará una caída promedio del resultado de cuenta corriente de 0,6

Escenarios para el precio del barril de Brent (USD)



Fuente: BBVA

puntos del PIB, siendo la media de los países que mejoran su posición (importadores netos) de 0,8 y los que empeoran (exportadores) lo hacen en 1,9 del PIB.

Entre los países donde la reducción de los precios del petróleo tiene un mayor impacto positivo en su cuenta corriente destacan Paraguay, Chile y Brasil, con 1,9, 1,5 y 0,4 puntos del PIB, respectivamente. Mientras que entre los países que tienen un impacto negativo tenemos a Venezuela con el equivalente al 7,1% del PIB, Argentina con el 0,5% y México con el 1,1%.

En términos de flujos esto implicará para los países que mejoran su posición ingresos adicionales de 9.700 millones de dólares de 2005, mientras para los países que empeoran una merma de 24.000 millones de dólares de ese año. El efecto neto se resume en una disminución de flujos para la región por 14.300 millones de dólares, de los cuales la mitad corresponden a Venezuela y Ecuador.

Giovanni Di Placido
giovanni.diplacido@grupobbva.com

2. Entorno Macroeconómico

Aceleración en la agenda de cambios

El 10 de enero pasado se inauguró el segundo periodo de gobierno del Presidente Chávez, confirmando sus dichos de campaña, en los primeros días de este nuevo periodo de seis años el Presidente anunció una serie de medidas orientadas a profundizar el proceso revolucionario y avanzar en su agenda de lo que ha denominado el socialismo del siglo XXI.

De esta forma, un año 2006 extraordinariamente favorable para los negocios, tanto por las condiciones externas como por la expansión de demanda que éstas posibilitaron, dio paso a un año 2007 que se presenta con ciertas incertidumbres. A este respecto, la primera interpretación que hacemos de esta aceleración en la agenda de cambios es que ciertamente se trataría de una inflexión respecto a lo que venía siendo la estrategia de reorganización política, social y económica que se impulsa desde el gobierno. Vale decir, que entendemos la serie de nuevos anuncios no como la mera continuación del proceso iniciado en 1998, sino como un hito que marca una redefinición de este proceso. Como decimos, se trataría de reformas que abarcarían las esferas más relevantes del acontecer político, social y económico; por lo mismo, no pretendemos ni podemos abordarlas de manera exhaustiva. En su lugar, intentaremos referirnos a los anuncios que consideramos más relevantes y enfatizar los directamente relacionados con el ámbito económico, si bien algunos que se han hecho con posterioridad, como son el plan antiinflacionario y la Ley de conversión monetaria, son tratados en otra nota dentro de esta publicación.

Agenda económica

En materia económica se anunció la nacionalización de empresas de sectores considerados estratégicos para el Estado venezolano, como serían los sectores petrolero, energía eléctrica y telecomunicaciones. Particularmente, se planteó la nacionalización de la empresa telefónica Compañía Anónima Teléfonos de Venezuela (CANTV), la Electricidad de Caracas (EDC), y el cambio en el régimen de propiedad (para garantizar el control por parte del Estado venezolano) de las empresas que conformaron las denominadas Asociaciones Estratégicas de la Faja petrolífera del Orinoco¹: Sincor, Petrozuata, Cerro Negro, y Ameriven.² En los casos de CANTV y EDC se llegó a un rápido acuerdo de compra con Verizon y AES, los respectivos accionistas mayoritarios, y en la actualidad se define una oferta de compra para los accionistas minoritarios. En cuanto a las Asociaciones Estratégicas, hasta la fecha el Ejecutivo ha planteado una negociación amistosa con las empresas para garantizar una participación mayoritaria del Estado venezolano en las mismas y se estima un aumento en la participación de PDVSA hasta alrededor de 60% en los diferentes proyectos.

Es claro que con el anuncio e implementación de esta política se plantea una redefinición del papel del sector público en la actividad económica en Venezuela, hacia un mayor protagonismo y una mayor participación del Estado en actividades que en su momento fueron públicas y habían sido transferidas al sector privado, principalmente en la década de los 90.

Si bien desde el gobierno se ha enfatizado que no existe el interés en alterar el precepto constitucional de garantizar la propiedad privada,

¹ La Ley Orgánica que Reserva al Estado la Industria y Comercio de los Hidrocarburos estableció que para desarrollar las actividades petroleras PDVSA puede celebrar convenios de operación o de asociación con empresas privadas, exigiéndose para las de asociación, la previa aprobación del Ejecutivo Nacional y del Congreso de la República. Adicionalmente, en su artículo 5, esta ley determina que con independencia del predominio accionario se debía garantizar el control del negocio al Estado venezolano.

² Actualmente PDVSA tiene participaciones que van de 30% a 50% en estas asociaciones. Las empresas transnacionales que participan en las mismas son: BP, Conoco, Chevron, Statoil, Total y Exxon, con participaciones entre 15% y 50%

Alejandro Puente
alberto_puente@provincial.com

Tipo de Cambio Implícito en Operaciones con ADR's CANTV

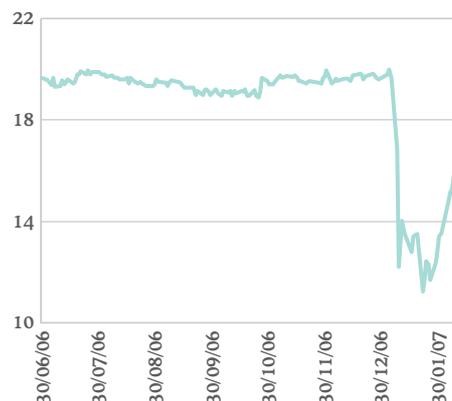
(Bs./ US\$, no incluye comisión)



Fuente: Reuters y cálculos propios

Precio de los ADR's CANTV en N.Y.

(US\$ / ADR)



Fuente: Reuters y cálculos propios

Cuadro n°1.

Asociaciones estratégicas

	PDVSA	BP	Conoco	Chevron	Statoil	Total	Exxon
Sincor	38%				15%	47%	
Petrozuata	50%		50%				
Cerro Negro	42%	17%					42%
Ameriven	30%		40%	30%			

Fuente: PDVSA

Precio de la Acción CANTV

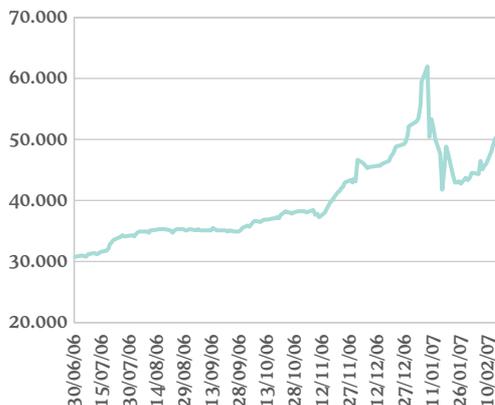
(Bs./Acción)



Fuente: Reuters y cálculos propios

Índice de la Bolsa de Valores de Caracas

(IBC)



Fuente: Reuters y cálculos propios

también se ha manifestado claramente que se buscaría ampliar el ámbito de acción estatal, incrementando sus ya extensas facultades regulatorias, y favoreciendo formas de organización cooperativistas que configurarían un modelo económico en el que coexistirían diferentes formas de propiedad. Por supuesto, lo anterior es válido prácticamente para cualquier sociedad del presente o pasado, no obstante es también evidente que hay un cambio de énfasis hacia favorecer formas colectivas de organización económica.

Para avanzar este proceso de cambios, el 31 de enero de 2007 se aprobó la Ley que Autoriza al Presidente de la República para Dictar Decretos con Rango, Valor y Fuerza de Ley en las Materias que se Delegan (Habilitante 2007). Con esta ley la Asamblea Nacional autoriza al Presidente, durante 18 meses, a legislar en materias que van desde el ámbito institucional hasta el energético, pasando por el ámbito económico y social, el financiero y tributario, el territorial y otros. En esta Ley Habilitante se establece que cuando el decreto sea de carácter Orgánico, antes de su aprobación la Sala Constitucional del Tribunal Supremo de Justicia deberá pronunciarse sobre la constitucionalidad del mismo.

En materia económica, el artículo 1, numeral 4, establece que el Presidente podrá “Dictar normas que adapten la legislación existente a la construcción de un nuevo modelo económico y social sustentable, destinadas a los sectores de salud, educación, seguridad social, seguridad agroalimentaria, turístico, de producción y empleo, entre otros,.....”

En materia financiera y tributaria, el artículo 1, numeral 5, establece que el Presidente podrá “Dictar normas que profundicen y adecuen el sistema financiero público y privado a los principios constitucionales y, en consecuencia, modernizar el marco regulatorio de los sectores monetario, banca, seguros, tributario e impositivo.”

En el ámbito energético, el artículo 1, numeral 11, autoriza al presidente a “Dictar normas que permitan al Estado asumir directamente, o mediante empresas de su exclusiva propiedad, el control de las actividades realizadas por las asociaciones que operan en la Faja Petrolífera del Orinoco..... Dictar normas que permitan al Estado asumir directamente, o mediante empresas de su exclusiva propiedad, el control de las actividades realizadas por empresas privadas del sector eléctrico,.....”

Agenda Política y Social

Entre los anuncios que conforman la nueva agenda de gobierno están los denominados 5 motores constituyentes: el primero de los cuales sería la propia Ley Habilitante; el segundo motor sería la Reforma Constitucional, con la cual se buscaría desarrollar el Estado de derecho socialista y cuyo elemento más resaltante sería la introducción de la reelección indefinida del Presidente de la República en el texto constitucional; el tercer motor, Moral y Luces, se presenta como el fomento de los valores socialistas en la educación, y entre las reformas legales pendientes está la Ley Orgánica de Educación; el cuarto motor se denomina La nueva Geometría del Poder y alrededor del mismo se redefiniría el ordenamiento territorial; y, el quinto motor, Explosión del Poder Comunal, se basaría en la Ley de los Consejos Comunales que se definen, en su artículo 2, como “.....instancias de participación, articulación e integración entre las diversas organizaciones comunitarias, grupos sociales y los ciudadanos y ciudadanas, que permiten al pueblo organizado ejercer directamente la gestión de las políticas públicas y proyectos orientados a responder a las necesidades y aspiraciones de las comunidades en la construcción de una sociedad de equidad y justicia social.”

Las distintas iniciativas legales, ya sea en el marco de la Ley Habilitante, de leyes que se aprobarían fuera de ésta, o de reformas al texto constitucional, unidas a la redefinición del papel del estado y reflejadas en el avance del proceso de nacionalizaciones de empresas consideradas estratégicas, claramente configuran un nuevo escenario de desarrollo económico, político y social en Venezuela.

Fuerte crecimiento económico en 2006

De acuerdo a estimaciones publicadas por el Banco Central de Venezuela, durante el cuarto trimestre de 2006 la economía creció 11,8% respecto al mismo trimestre de 2005. De esta manera se confirmaría, aunque de forma todavía preliminar, la cifra adelantada por el Presidente del BCV, Gastón Parra, en su Informe de Fin de Año, de 10,3% de crecimiento para el año 2006.

El análisis de estas cifras en términos desestacionalizados, muestra un crecimiento económico de 3,4% entre el cuarto y el tercer trimestre de este año. Este crecimiento es explicado básicamente por la dinámica mostrada en el sector no petrolero, que creció 4,3%, mientras que el sector petrolero contrajo su producción en 0,8%.

El crecimiento del cuarto trimestre, viene a ser el décimo tercer trimestre que la economía crece de manera consecutiva, con un crecimiento promedio de 12,9%. Se reiteran, entonces, tres preguntas que intentaremos responder: ¿Cómo se explica este desempeño aparentemente tan favorable?, ¿Hay aspectos de este crecimiento que deban preocuparnos? y, finalmente, ¿es sostenible y conveniente mantener este ritmo de crecimiento? Pero antes de responder estas interrogantes es indispensable revisar en más detalle los hechos.

Crecimiento sectorial durante el cuarto trimestre

La primera descomposición sectorial relevante en Venezuela es entre el sector petrolero y el no petrolero, y para el cuarto trimestre de 2006, además, existe un abierto contraste entre estos dos sectores, ya que por un lado el primero decreció 3,7%, en tanto que el segundo aumentó un 13,1%. Sin embargo, es conveniente hacer algunas precisiones respecto a estas cifras. La primera es recordar que al cuantificar el crecimiento del PIB lo que se mide es la cantidad de bienes y servicios que se producen en un periodo, con relación a la cantidad de esos mismos bienes y servicios producidos en otro periodo. En este caso, el decrecimiento del sector petrolero lo que nos indica es que el volumen de bienes producidos por este sector fue inferior en 3,7% en el cuarto trimestre de 2006, con relación al volumen que presentó el cuarto trimestre de 2005.

Esta cifra, por supuesto, no nos da una idea cabal de cómo está incidiendo el sector petrolero en la economía, puesto que los ingresos de un sector (y en el caso del sector petrolero éstos son principalmente en dólares) están compuestos de volúmenes (o cantidades) y precios, y como veremos más adelante, el comportamiento de precios e ingresos petroleros están afectando de manera determinante el crecimiento económico.

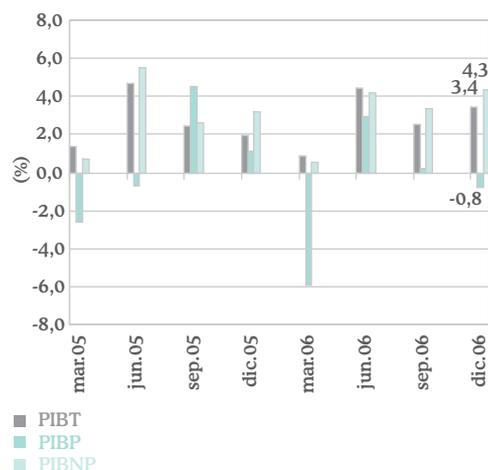
Otro contraste a destacar, dentro del sector petrolero en este caso, es entre la producción petrolera pública y la privada. De acuerdo al BCV, el sector petrolero público, creció el cuarto trimestre de 2006 0,5%, mientras el privado decreció 17,8%. La explicación que da el Banco Central a esta enorme diferencia es la suspensión de operaciones de algunas empresas mejoradoras de crudo de la faja petrolífera del Orinoco, debido a operaciones de mantenimiento.

Sector no petrolero

Al descomponer el 13,1% de crecimiento del sector no petrolero, se repite el sesgo que se ha venido presentando, los últimos trimestres, entre el crecimiento de los sectores no transables y transables de la economía. Entre los primeros habría que destacar a los sectores: Instituciones financieras y seguros (32,5%), Construcción (30,5%), Comercio y servicios de reparación (22,7%), Comunicaciones (20,9), y Servicios comunitarios y personales no lucrativos (19,7%). En el caso

Alejandro Puente
alberto_puente@provincial.com
Erikson Castro
erikson_castro@provincial.com

Tasa de Crecimiento del PIB desestacionalizado (intertrimestral)



Fuente: BCV y Cálculos Propios.

Cuadro n°1.

Crecimiento del PIB por sectores

(variación respecto a igual trimestre del año previo)

	IV 2006
ACTIVIDAD PETROLERA	-3,7%
ACTIVIDAD NO PETROLERA	13,1%
Minería	2,2%
Manufactura	12,4%
Electricidad y agua	6,6%
Construcción	30,5%
Comercio y servicios de reparación	22,7%
Transporte y almacenamiento	15,2%
Comunicaciones	20,9%
Instituciones financieras y seguros	32,5%
Servicios inmobiliarios, empresariales y de alquiler	8,5%
Serv. comunitarios, soc. y personales y produc. de serv. priv. no lucrativos	19,7%
Produc. servicios del Gobierno General	3,6%
Resto	5,6%
Impuestos netos sobre los productos	26,2%
PIB	11,8%

Fuente: BCV y Cálculos propios

Cuadro n°2.

Oferta y Demanda Global

(variación respecto a igual trimestre del año previo)

	IV 2006
OFERTA GLOBAL	19,4%
Producto Interno Bruto	11,8%
Petrolero	-3,7%
No petrolero	13,1%
Derechos de importación	49,3%
Impuestos netos s/ los productos	20,9%
Importaciones de bienes y servicios	42,7%
DEMANDA GLOBAL	19,4%
Demanda agregada interna	25,1%
Gasto de consumo final del gobierno	7,4%
Gasto de consumo final privado	21,4%
Formación bruta de capital fijo	39,8%
Variación de existencias	-
Demanda externa	-7,3%
Exportaciones de bienes y servicios	-7,3%

Fuente: BCV

Cuadro n°3.
Crecimiento anual del PIB

	2006	2005
ACTIVIDAD PETROLERA	-1,9%	2,6%
ACTIVIDAD NO PETROLERA	11,7%	11,1%
Minería	3,9%	-1,7%
Manufactura	10,4%	9,5%
Electricidad y agua	6,2%	8,6%
Construcción	32,1%	23,1%
Comercio y servicios de reparación	19,9%	21,6%
Transporte y almacenamiento	12,3%	13,6%
Comunicaciones	23,2%	20,0%
Instituciones financieras y seguros	39,2%	34,6%
Servicios inmobiliarios, empresariales y de alquiler	8,2%	7,7%
Serv. comunitarios, soc. y personales y produc. de serv. priv. no lucrativos	16,3%	10,0%
Produc. servicios del Gobierno General	3,8%	7,2%
Resto	5,1%	8,0%
Impuestos netos sobre los productos	19,9%	18,8%
PIB	10,3%	10,3%

Fuente: BCV y Cálculos propios

Cuadro n°4.
Crecimiento anual de la Oferta y Demanda Global

	2006	2005
OFERTA GLOBAL	15,5%	15,8%
Producto Interno Bruto	10,3%	10,3%
Petrolero	-1,9%	2,6%
No petrolero	11,7%	11,1%
Derechos de importación	35,7%	40,0%
Impuestos netos s/ los productos	16,3%	14,7%
Importaciones de bienes y servicios	31,4%	36,3%
DEMANDA GLOBAL	15,5%	15,8%
Demanda agregada interna	20,2%	18,9%
Gasto de consumo final del gobierno	7,4%	9,4%
Gasto de consumo final privado	18,8%	17,7%
Formación bruta de capital fijo	33,5%	37,9%
Variación de existencias -		
Demanda externa	-4,2%	4,1%
Exportaciones de bienes y servicios	-4,2%	4,1%

Fuente: BCV

de los transables, la Manufactura crece un 12,4%, inferior al crecimiento de la totalidad del sector no petrolero, pero todavía bastante significativo. En cambio, los otros sectores considerados transables tienen un desempeño más pobre, la minería crece un 2,2% y el sector Resto, que incluye la agricultura, aumenta un 5,6%¹.

Oferta y demanda global

Como ha venido ocurriendo a lo largo del año, la demanda global creció a mayor velocidad, 19,4%, que el producto interno bruto durante el cuanto trimestre de 2006 respecto a su similar de 2005. Intensificando el patrón que se venía observando en los pasados trimestres, la brecha entre demanda global y producción doméstica fue cubierta por importaciones, aumentando éstas un 42,7%.

Al desglosar la demanda por componentes, el más dinámico resultó ser el de la Formación bruta de capital fijo que creció 39,8%. El Consumo privado, por otra parte, se expandió 21,4%, en tanto que el Consumo final del gobierno apenas lo hizo en 7,4%². Finalmente, las exportaciones se contrajeron 7,3%, la precisión que se hizo previamente con relación a la contracción del PIB petrolero y a que ésta se refería al volumen y no a los ingresos, es pertinente también en este caso.

Crecimiento económico durante el año 2006 y perspectivas para 2007

Como se dijo al inicio, el crecimiento del cuarto trimestre confirmó la fuerte expansión para la totalidad del año, 10,3%, la misma tasa del año precedente. Pero hay otras semejanzas entre ambos años. Una primera es que el crecimiento en ambos casos se da principalmente en el sector no petrolero. Más aun, en el año 2006 el sector petrolero incluso decrece 1,9%. No obstante, el fenómeno que se considera más importante es la asimetría en el crecimiento de los sectores transables y no transables, la cual se repite para 2006, donde el crecimiento de los últimos más que duplica el de los primeros.

Al comparar la relación entre la demanda global y la oferta global, las similitudes para los dos años son igualmente notables. La única diferencia es el cambio de signo en las exportaciones, en concordancia con el del PIB. Pero esta es una diferencia menor. En cambio se repite la fuerte expansión de la demanda, 15,5%, prácticamente la misma de 2005 (15,8%), y esta demanda es igualmente satisfecha gracias al concurso de las importaciones, que crecen 31,4%, en tanto que en 2005 lo habían hecho 36,3%. Finalmente, al igual que para el año 2005, la demanda se dinamiza principalmente a partir de sus componentes de inversión (33,5%) y consumo privado (18,8%).

Estas últimas cifras dan algunas pistas que permiten responder la primera de las interrogantes que se plantean al inicio de esta nota, referida a los factores que explicarían el fuerte crecimiento observado en los últimos años y particularmente durante el año 2006. Es claro que la fuente del crecimiento es el intenso impulso de demanda que viene experimentando la economía por lo menos los últimos dos años. Esta demanda, por otra parte, tendría principalmente dos orígenes: en primer lugar el gasto fiscal primario que alcanza aproximadamente a 60% en términos nominales y 40% en términos reales. En segundo lugar, una política monetaria y de fijación de topes mínimos y máximos para

¹Estrictamente el sector resto es una mezcla de actividades transables y no transables, ya que incluye, además del sector Agrícola, a los sectores Restaurantes y hoteles privado y Actividades diversas públicas. Existe un importante rezago en el suministro de la información sectorial desagregada por parte del BCV, a esto se debe que no se señale el crecimiento de los sectores transable y no transable de manera agregada.

²En este punto siempre es conveniente aclarar que el concepto de Consumo de gobierno de Cuentas Nacionales se refiere a la suma de los gastos del Gobierno General por concepto de remuneraciones a empleados y obreros y consumo intermedio de bienes y servicios, el cual es diferente al gasto primario del Gobierno General de las cuentas fiscales. Este último, por cierto, presentó un dinamismo mucho mayor durante el año 2006 y particularmente durante el cuarto trimestre de este año.

las tasas de interés pasivas y activas, respectivamente, que ha determinado que durante buena parte del año estas tasas hayan estado por debajo de la inflación esperada -y que en términos efectivos hayan sido reales negativas para 2006-, con el consecuente estímulo al consumo privado y la inversión.

Lo anterior de alguna forma también da respuesta a la pregunta sobre elementos que nos deberían preocupar de este crecimiento. Ciertamente, si bien la inversión ha crecido a tasas muy elevadas, este crecimiento se da a partir de niveles muy bajos y no supondría una acumulación de capital que permita sostener los ritmos de crecimiento de los últimos años³. Esto explicaría porque Venezuela tuvo la tasa de inflación más alta de Latinoamérica el año pasado (17%), y mantiene tasas anualizadas aun mayores al comienzo de 2007.

Por otro lado, las mencionadas asimetrías entre el crecimiento de los transables y no transables se ajustan al fenómeno conocido como enfermedad holandesa que presentan las economías expuestas a booms de ingresos, como el presente, y que hemos destacado en notas previas.

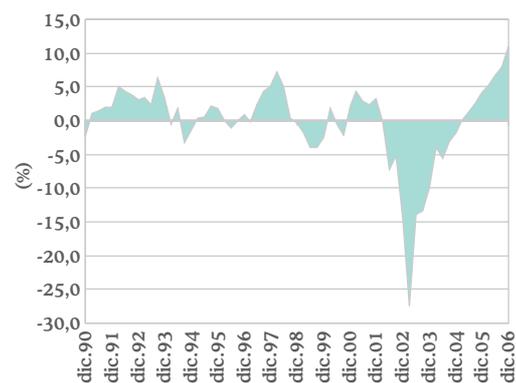
Finalmente, con relación a la sostenibilidad y conveniencia de este crecimiento, la acentuación de las presiones inflacionarias, que llevaron el índice de precios al consumidor a crecer 17% durante el año 2006 y que continúan reflejándose en inflaciones anualizadas aun mayores para los dos primeros meses de 2007, dan cuenta de las restricciones de oferta que enfrenta la economía para continuar su expansión.

Desde el año 2005, la economía comenzó a producir por encima de su producto potencial y actualmente la brecha entre el producto efectivo y el potencial se encuentra en torno al 10%. De mantener el ritmo de crecimiento que viene experimentando la economía los últimos dos años, se corre el riesgo de un "hard landing" ó una desaceleración fuerte, debido a que la tasa de crecimiento anual del potencial productivo del país (4,8% de acuerdo a nuestras estimaciones), es más moderada a la exhibida por el producto efectivo (10,3%).

Lo anterior, aunado a un escenario petrolero menos favorable permite anticipar una desaceleración en el crecimiento económico que estimamos en 4,3% para 2007.

³De hecho de acuerdo a nuestras estimaciones el producto potencial de Venezuela crecería a una tasa inferior a la mitad del crecimiento observado los dos últimos años.

Brecha del Producto



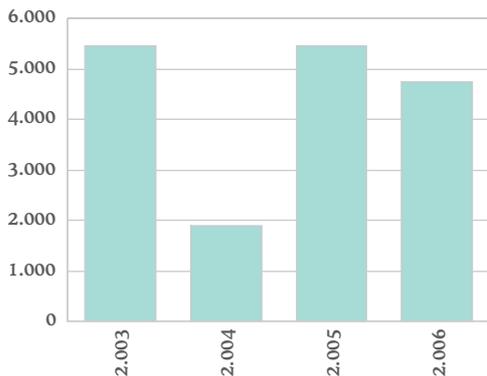
Fuente: BCV y Cálculos Propios.

Cuadro n°1. Resumen Anual de la Balanza de Pagos Venezolana (Millones de US\$)

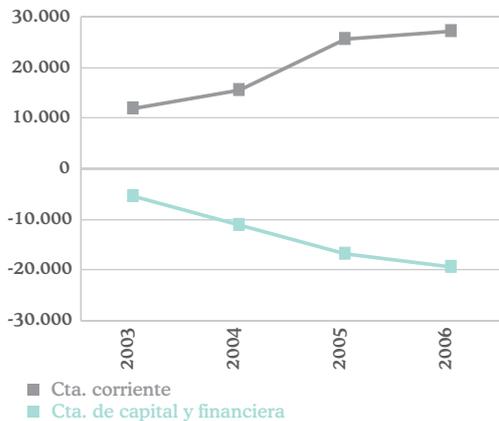
	2005	2006
Cuenta corriente	25.534	27.167
Saldo en bienes	31.780	32.984
Exportaciones de bienes f.o.b.	55.473	65.210
Petroleras	48.069	58.438
No petroleras	7.404	6.772
Importaciones de bienes f.o.b.	-23.693	-32.226
Saldo en servicios	-3.866	-4.259
Saldo en renta	-2.281	-1.512
Transferencias corrientes	-99	-46
Cuenta de capital y financiera	-16.841	-19.468
Inversión directa	1.400	-2.632
Inversión de cartera	-788	-7.622
Otra inversión	-17.453	-9.214
Errores y omisiones	-3.236	-2.963
Saldo en transacciones corrientes y de capital	5.457	4.736

Fuente: BCV

Saldos Anuales Netos en Transacciones Corrientes y de Capital (Millones de US\$)



Saldos Anuales en Cuenta Corriente y Cuenta de Capital y Financiera (Millones de US\$)



Cuentas externas cabalgan sobre el petróleo.

El desenvolvimiento de las cuentas externas venezolanas expresadas en la balanza de pagos arrojó un saldo positivo durante el 2006, presentando un superávit global de 4.736 millones de dólares, resultado claramente favorable a pesar de ser inferior en 13,2% al alcanzado el año anterior.

Este resultado fue impulsado, fundamentalmente, por el comportamiento de la cuenta corriente, cuyo saldo positivo creció 6,4% con respecto al año anterior, al ubicarse en 27.167 millones de dólares, compensando el déficit de \$19.468 MM presentado por la Cuenta de Capital y Financiera, tras mostrar un incremento de 15,6% con relación al 2005.

El principal determinante del resultado descrito ha sido la evolución de las exportaciones petroleras, que al experimentar un incremento anual de 21,6% y situar su valor en \$58.438 MM, representaron el 89,6% de las exportaciones totales de bienes del país en el año y sirvieron de contrapeso al impacto contractivo sobre el saldo en bienes de la cuenta corriente derivado del descenso anual de 8,5% de las exportaciones no petroleras y el crecimiento de 36,1% observado en las importaciones de bienes en el mismo período. Por su parte, los saldos corrientes en servicios y rentas mantuvieron, como en años anteriores, saldos deficitarios, cuyos efectos conjuntos en la variación interanual de la cuenta corriente fueron poco significativos.

En términos de la Cuenta de Capital y Financiera, el país mostró un déficit de \$ 19.468 MM, 15,6% más que en 2005, explicado por los déficit en inversión directa, inversión en cartera y otras inversiones, en proporciones de 13,5%, 39,2% y 47,3% respectivamente. En este sentido debe señalarse que tanto el déficit en inversión directa como el de Inversión en Cartera se incrementaron con respecto a sus saldos del año previo, cuando mostraron un superávit de \$1.400 MM en la primera cuenta y un déficit de \$788 MM la segunda, mientras que el déficit en Otras Inversiones se redujo significativamente (-47,2%) con respecto al año anterior, cuando se ubicó en \$17.453 MM.

De acuerdo al Banco Central, el déficit en inversión directa estuvo ligado, de manera preponderante, a los reintegros de capital a socios extranjeros de empresas petroleras privadas y al aumento de las cuentas por cobrar a clientes de la industria petrolera nacional, mientras que el déficit de la Inversión en Cartera estuvo determinado por la recompra de deuda (Bonos Brady) y a la ausencia de emisión de nueva deuda en los mercados internacionales. Asimismo la autoridad monetaria señaló que la reducción de los depósitos del sector público - dada la ejecución de proyectos de inversión-, la reducción de la deuda externa y el menos pronunciado incremento de las posiciones externas del sector no financiero con respecto al año anterior se conjugaron para reducir el déficit en Otra Inversión.

Tendencias: ¿Se debilitan las cuentas externas?

Más allá de la valoración del desempeño anual de las cuentas externas de la nación, la revisión y el análisis trimestral de la Balanza de Pagos permite delinear las principales tendencias evolutivas presentes en su devenir reciente. En este sentido destacan la importante correlación entre las tasas de variación del precio del petróleo y las variaciones del monto de las exportaciones petroleras, el incremento tendencial de las importaciones y el estancamiento de las exportaciones no petroleras, que coexisten, a pesar del control de cambios, con un sostenido déficit en la cuenta financiera y de capitales. La valoración de los factores explicativos detrás de estos movimientos tendenciales tiende a incrementar expectativas de una desmejora progresiva de los resultados externos del país durante el 2007.

Por una parte, la proyección de precios del petróleo convergiendo hacia niveles promedio más bajos que los observados durante el 2006, tal como lo contempla nuestro escenario base, asumiendo volúmenes de exportación relativamente estables, implicaría un descenso del valor de los ingresos por exportaciones petroleras este año con respecto al anterior. Por otra parte, las exportaciones no petroleras continuarán perdiendo competitividad ante la creciente apreciación del tipo de cambio real, dada la muy baja probabilidad de ajustes en el tipo de cambio nominal (oficial) en el año y el mayor crecimiento relativo de los precios internos con respecto a los principales socios comerciales. Asimismo, la tendencia creciente de las importaciones continuará, favorecida por el crecimiento de la demanda interna y la rigidez de la oferta interna para cubrirle. El impacto conjunto esperado implica el descenso de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

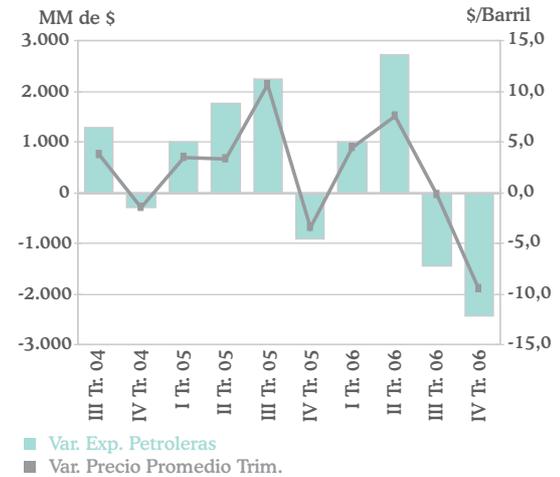
Adicionalmente mantenemos expectativas de incremento del déficit en la cuenta de Capitales y Financiera, alentadas fundamentalmente por la colocación de nuevos activos en FONDEN, la amortización de deuda externa, reducción del flujos neto de inversión externa en el país, adquisición pública y privada de bonos de deuda foránea que, entre otros, suponen importantes salidas de recursos y el incremento de la posición neta externa del país (activos externos menos pasivos externos).

En términos de la liquidez externa, el país cerró el 2006 en condiciones relativamente sólidas. Como producto del desenvolvimiento del Sector Externo, la República experimentó, durante el 2006, un incremento de Reservas Internacionales totales (incluye FEM) de 23,3%, cerrando el año en \$ 37.440 MM, una cifra equivalente a 13,9 meses del saldo promedio mensual de importaciones del 2006, excediendo el monto de "reservas óptimas" establecido en \$29.200 MM por la autoridad monetaria.

Aún cuando al 15 de marzo las reservas internacionales totales se ubicaron en \$33.820, mostrando una reducción de 9,7% durante el año, y se prevé que en los próximos meses el Banco Central de Venezuela traspase aproximadamente \$7.500 MM de *reservas excedentarias* al FONDEN, debilitando la posición en reservas en poder de la autoridad monetaria, la evolución proyectada de reservas en el año parece ser suficiente para su mantenimiento en niveles cercanos al óptimo establecido, quedando las posibilidades de una mayor flexibilización del régimen cambiario supeditadas a lo que acontezca en el mercado petrolero, en definitiva, el determinante más significativo del devenir de las cuentas externas de la nación, en el presente.

Variaciones de las exportaciones petroleras y del precio promedio trimestral de la canasta petrolera venezolana

(Millones de US\$)



Fuente: BCV, MEP y cálculos propios

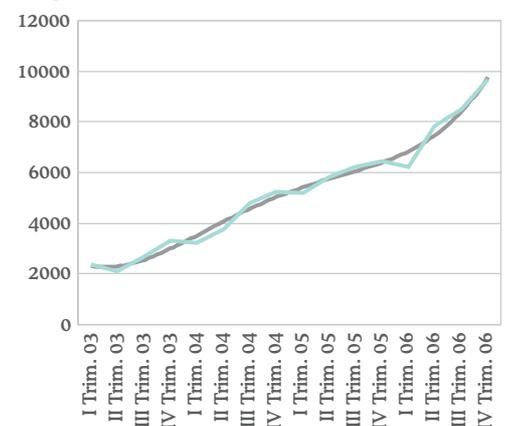
Exportaciones No Petroleras Trimestrales

(Millones de US\$)



Fuente: BCV cálculos propios

Importaciones Trimestrales de Bienes



Fuente: BCV

¿Hacia donde va la política comercial?

Los recientes anuncios de política comercial por parte del gobierno venezolano, aparentemente perseguirían incrementar la protección a la producción doméstica, en detrimento de los bienes importados. Las medidas tomadas en este sentido son: el incremento arancelario de algunos artículos, y la exigencia de certificados de No Producción Nacional ó Producción Insuficiente de ciertos bienes para poder obtener divisas, de la Comisión Administradora de Divisas (CADIVI), para la importación de dichos bienes.

En la Gaceta Oficial N° 38.577, el Ministerio de Finanzas (MF) en conjunto con el Ministerio de Industrias Ligeras y Comercio (MILCO) establecen un incremento arancelario de 15% para aproximadamente 200 artículos (mayormente bienes manufacturados, bebidas alcohólicas y algunos vehículos). Una estimación preliminar, con base en el último dato de importación de estos bienes (octubre de 2006), refleja que la medida supondría un incremento en la recaudación fiscal de aproximadamente USD 730 millones (aproximadamente un 1,4% del gasto fiscal presupuestado para el año 2007).

Por otra parte, las resoluciones Nro. 195 emitida por el MILCO y Nro. 004 emitida por el Ministerio del Poder Popular para la Alimentación, establecen los bienes, materias primas, insumos y productos considerados prioritarios para el otorgamiento de divisas por parte de CADIVI. De esta manera, los bienes que no aparezcan en dichas resoluciones tendrán que realizar una petición de certificado de no producción nacional ó producción insuficiente, para obtener la aprobación de divisas para la importación.

Estas medidas tienen diferentes implicaciones y deben observarse en sus tres dimensiones (productor, consumidor y Estado);

Incremento arancelario

- **Productor:** se genera un efecto expansivo en la producción, producto del incremento de precios que supone esta medida, ya que, empresas que incluso no podían operar por temas de costo podrían encontrar atractivo producir a los nuevos precios. De hecho, las empresas podrían incurrir en pérdidas de eficiencia y aún así encontrar rentable la actividad.
- **Consumidor:** de forma contraria al productor, el consumidor tenderá a disminuir la demanda de este tipo de bienes desplazando sus preferencias hacia bienes sustitutos de menor precio.
- **Estado:** protege al productor nacional elevando el precio de los bienes importados, tendría una mejora de sus cuentas fiscales que le permitiría recuperar parte de los ingresos que pierde al mantener anclado el tipo de cambio nominal y, por otra parte, disminuirían las presiones

cambiarías dándole mayor holgura en la determinación del tipo de cambio.

Restricciones en el otorgamiento de divisas

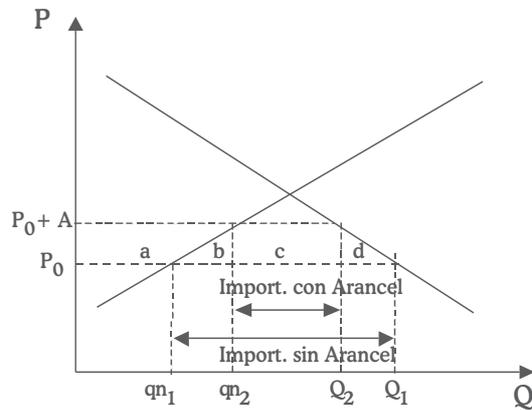
- **Productor:** en primer lugar, los productores que no son beneficiados por la medida (productores de los bienes que no necesitan el certificado de no producción) tienen la necesidad de ser eficientes y producir a los costos mundiales, de otra forma, entrarían en pérdida y se verían obligado a cerrar sus puertas. En segundo lugar, los productores beneficiados podrían incluso producir de manera ineficiente y de igual forma obtener una mayor ganancia, lo cual podría ser perverso para la economía.
- **Consumidor:** en este escenario el consumidor experimenta un deterioro de sus saldos reales, ya que, la medida implicará una mayor inflación en los bienes que necesitan el mencionado certificado, debido a que los precios reflejaran el costo de obtener divisas en el mercado no oficial. Por otra parte, de no haber un control de calidad riguroso por parte de las autoridades competentes, que garantice un estándar de calidad al productor nacional, el consumidor incluso podría experimentar una desmejora en términos de calidad del bien a consumir.
- **Estado:** una protección al productor nacional que debería generar una mayor inflación, ya que, por una parte se elimina la competencia de bienes importados en el mercado con restricciones cuantitativas, y por otra, las importaciones de estos bienes tendrían que hacerse con divisas adquiridas en el mercado no oficial de cambios.

Históricamente los países han utilizado el impuesto arancelario como una medida antidumping (evitar la entrada al país de productos importados que se venden a precios bajos e incluso por debajo de su costo) para proteger a su industria y promover el desarrollo en determinados sectores. Sin embargo un argumento usual es que en países pequeños con poca influencia en el mercado mundial (países que no pueden impactar los precios mundiales con su demanda) el arancel óptimo sería cero, debido a la pérdida neta que genera esta medida en el bienestar social.

Por otra parte, existen políticas comerciales alternativas que probablemente pudieran tener menores efectos negativos. Por ejemplo, subsidios a la exportación, cuotas de importación, restricciones voluntarias de exportación ó un requisito de contenido nacional. Sin embargo, sus efectos no son del todo positivos. Los subsidios a la exportación generan pérdidas de eficiencia parecidas a las ocasionadas por el arancel y deterioran la relación de intercambio, en tanto que, con las cuotas de importación y las restricciones voluntarias de exportación, el estado deja de percibir los ingresos que percibiría si pechara con un arancel, permitiendo así que los importadores y los productores extranjeros se apropien de parte de ese ingreso.

En este sentido, si la intención del estado es proteger la empresa nacional y promover su desarrollo, éste debería tratar de imponer el arancel que minimice las distorsiones propias de su implantación.

Efecto de Arancel en un país pequeño



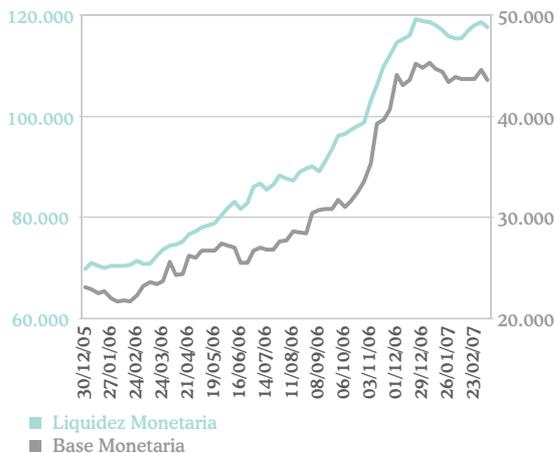
Partiendo de una situación en la que el precio mundial es " P_0 ", la economía demanda una cantidad del bien equivalente a Q_1 , de la cual los productores nacionales solo suplen q_{n1} y el resto ($Q_1 - q_{n1}$) se importa. Luego, la imposición del impuesto arancelario (A) eleva los precios hasta " $P_0 + A$ " lo que implica que, al nuevo precio, los productores incrementan su oferta, mientras que los consumidores disminuyen su demanda desplazando consumo a otros bienes sustitutos.

En esta situación, todo el efecto negativo recae sobre los consumidores los cuales ven disminuidos sus saldos reales en la cuantía que corresponde a la suma de las áreas $a + b + c + d$. El área "a" representa el incremento en el excedente del productor, "c" es el incremento en recaudación por parte del estado, y las superficies "b" y "d" son las pérdidas que se generan por ineficiencias en la producción y el consumo, respectivamente. De esto se deduce, que el efecto neto de la medida arancelaria es negativo, ya que hay una parte de la pérdida del consumidor de la que nadie se apropia ($b + d$).

Erikson Castro
erikson_castro@provincial.com

Base Monetaria y Liquidez (M2) Durante 2006 y 2007

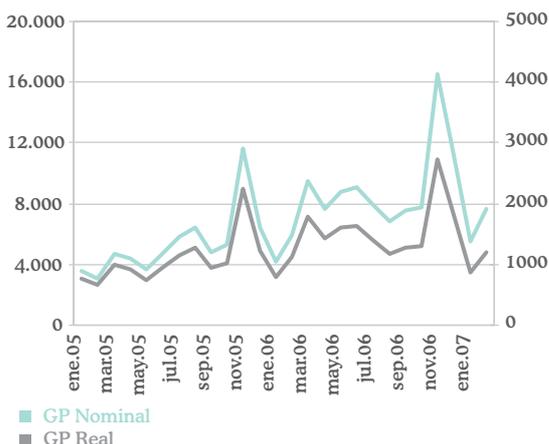
(Millardos de Bs. corrientes)



Fuente: BCV

Gasto Primario Mensual

(Millardos de Bs. y Millardos de Bs de 1997)



Fuente: Ministerio de Finanzas y cálculos propios

Absorción Monetaria Mediante Instrumentos de Crédito del BCV

(Millardos de Bs. y Proporción de la BM)



Fuente: BCV y cálculos propios

Agregados monetarios frenan su expansión.

La evolución de los principales agregados monetarios nacionales durante los dos primeros meses del año contrasta con el pronunciado crecimiento mostrado durante el 2006 y particularmente con el observado el último trimestre del año. Así, al 2 de marzo, tanto la base como la liquidez monetaria acumulaban, respectivamente, ligeras contracciones de 0,4% y 0,2%, con respecto a sus niveles de cierre de 2006.

Si bien el menor dinamismo monetario de los primeros meses del año es normalmente explicado por el comportamiento estacional de los factores que lo fundamentan, particularmente del gasto público, los importantes niveles de liquidación de divisas por el Banco Central de Venezuela, la colocación de deuda en el mercado interno y las expectativas de nuevas emisiones configuran un escenario que parece acentuar la estabilidad de los niveles de liquidez presentes en la economía durante la primera parte de 2007.

Luego de los importantes desembolsos realizados por la administración pública los últimos meses del año, vinculados a la cobertura de pasivos laborales y la mayor intensidad de realización de lo establecido en las pautas presupuestarias, desciende naturalmente el volumen de gasto, reforzado este comportamiento por las limitaciones de ejecución que se desprenden de la realización de los trámites legales y administrativos que permiten la normal ejecución del presupuesto aprobado en diciembre, a partir de finales de febrero o marzo.

Tomando el gasto primario del Gobierno Central como referencia de la evolución del gasto público, se observó, que luego del descenso mensual de 51,6% del gasto primario en enero y el repunte de febrero, el gasto primario acumulado en el periodo se ubicó en el orden de los 13,2 billones de Bs. Sin embargo, este resultado muestra que se mantiene el ritmo expansivo de gasto, toda vez que representa, con respecto al periodo equivalente del año anterior, expansiones en términos nominales y reales de 30,4% y 9,0%, respectivamente.

Adicionalmente destacó el hecho de que la recaudación fiscal realizada por el Seniat, alcanzara al cierre de febrero un monto de Bs. 8,5 billones (cumplimiento de 120,8% de la meta trazada), de los cuales Bs. 5,9 billones correspondieron a rentas internas, con lo cual el financiamiento del gasto fiscal primario con ingresos internos se ubica en el orden de 44,8%, restringiendo la magnitud de la expansión monetaria primaria por efecto de la gestión fiscal.

Por otra parte, el Banco Central de Venezuela liquidó divisas que, en niveles mensuales, alcanzaron en enero el máximo liquidado hasta la fecha desde la implementación del régimen administrado de divisas en 2003 (\$3.529 Millones), y en febrero, el máximo en términos del saldo medio diario (\$167 Millones)¹. Con lo cual la esterilización monetaria mediante el mecanismo cambiario se vio incrementada². Este comportamiento del mercado cambiario oficial apuntala una postura de flexibilización cambiaria que evidentemente estará condicionada por la evolución del flujo de reservas internacionales del país.

Entre tanto, el esquema de política adoptado por la autoridad monetaria contribuyó moderadamente a la absorción monetaria en los dos primeros meses del año, operando incrementos de 1,6 billones y 1,9 billones en los montos monetarios drenados mediante el encaje legal y operaciones de mercado abierto, respectivamente.

La colocación \$1.500 Millones a través del Bono del Sur II³, ya hecha efectiva y la posible emisión de Bonos denominados en dólares a ser colocados por PDVSA en el mercado interno en una fecha próxima⁴, suponen un impacto contractivo significativo sobre las magnitudes monetarias nacionales, induciendo reducciones aproximadas de la base monetaria de 8,7% y 20,3% en cada caso⁵, restringiendo la posibilidad de acumular en los próximos meses un crecimiento monetario significativo con respecto al cierre de 2006.

¹ Cifras según CADIVI.

² Se supone un aumento de la salida neta de divisas mediante el mecanismo oficial de asignación.

³ Oferta combinada de bonos conformada en proporciones similares por BODEN15 y TICC19, con fecha de liquidación el 8 de Marzo del año en curso.

⁴ Al momento de la redacción de este artículo, no se han precisado ni el monto, ni la fecha de emisión.; sin embargo, se estima, de acuerdo a lo hecho explícito por voceros oficiales, que la emisión se haría efectiva a finales de marzo o principios de abril, por un monto aproximado de \$3.500 millones

⁵ El cálculo se ha hecho suponiendo un tipo de cambio implícito de Bs./\$ 2.600, y la colocación de 3.500 millones de dólares en bonos de PDVSA

Persisten presiones inflacionarias

De acuerdo a cifras suministradas por el Banco Central de Venezuela, el Índice General de Precios al Consumidor del Área Metropolitana de Caracas (IPC) presentó en febrero una variación mensual de 1,4%, 0,6 puntos porcentuales (pp) menos que en el mes anterior, con lo cual acumula una inflación de 3,4% en el transcurso del año y de 20,4% los últimos doce meses. No obstante, aún cuando la tasa de variación mensual del índice disminuyó con respecto al mes precedente, el análisis de la evolución de los precios por grupo, así como la evolución del Núcleo inflacionario y el índice de precios al mayor dejaron en claro que las presiones inflacionarias subyacentes de la economía continuaron siendo importantes en el mes.

En ocho de los trece grupos que conforman el índice, la variación relativa de precios fue mayor que en el mes pasado, mientras que solo en cuatro, tal variación fue menor, como se evidencia en el cuadro anexo. Sin embargo, debe destacarse, que la variación de precios del grupo de "alimentos y bebidas no alcohólicas" (-0,2%) en febrero contrastó con el incremento el mes anterior (4,0%), con lo cual la incidencia del rubro de mayor peso en la canasta representativa de consumo (30,38% en febrero) fue, de hecho, contractiva, en oposición a lo observado en meses anteriores. El crecimiento de precios experimentado por los alimentos y bebidas no alcohólicas los últimos doce meses fue de 36,0%, la más elevada entre las categorías que conforman el IPC.

Durante el mes de febrero los grupos que experimentaron mayor variación de precios fueron los correspondientes a "Restaurantes y Hoteles" (5,2%), "Salud" (2,8%), "Bienes y Servicios diversos" (3,5%), "Equipamiento del hogar" (3,4%), "Bebidas alcohólicas y tabaco" (2,6%) y "Esparcimiento y cultura" (2,2%), que explicaron, de manera conjunta, una variación de 1,14pp del IPC, equivalente al 82,9% de la variación total de precios observada en el mes.

Como señala la autoridad monetaria en su reseña de la inflación del mes, el comportamiento de los precios antes descrito se asoció al impacto, sobre los precios de los alimentos controlados, de las recientes medidas administrativas dictadas por el Ejecutivo Nacional, referentes a la eliminación del IVA, regulación de precios y control de abastecimiento. De allí que la evolución mensual de los precios de los rubros sujetos a control se ubicara en 0,5% (estimado propio), 0,8pp menos que en enero, mientras que los precios de los no controlados mostraba una variación de 2,2%, ligeramente menor al 2,6% del mes anterior

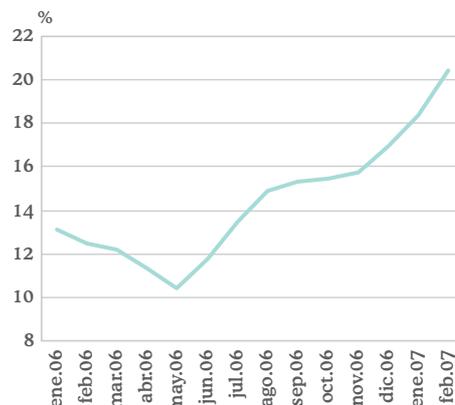
El núcleo inflacionario, indicador que intenta una aproximación al estado del proceso inflacionario aislando el impacto de las distorsiones asociadas a perturbaciones estacionales y los controles de precios excluyendo, entre otros, al grupo de los alimentos y bebidas no alcohólicas y los rubros sujetos a control, experimentó en el mes un incremento de 2,9%, 1,4 pp más que en enero y 1pp sobre la tasa promedio de variación mensual de los últimos seis meses, dando muestras del importante impulso inflacionario subyacente en la economía.

Asimismo, el índice de precios al mayor IPM mostró un incremento mensual de 2,7%, 0,8 pp más que en el mes anterior. La variación mensual del IPM fue impulsada por el crecimiento de 2,8% en el nivel de precios de los bienes nacionales - 0,6pp más que en enero -, y por el incremento mensual de 2,3% en los precios de los bienes importados, cuya variación fue 1,2pp mayor a la del mes previo. El comportamiento alcista de los precios de los bienes importados, los últimos tres meses, refleja el impacto contemporáneo y rezagado de la depreciación del signo monetario nacional en términos del tipo de cambio no oficial en operaciones financieras referenciales y la introducción de res-

Samir El Jesser
jesser_samir@provincial.com

Inflación al Consumidor acumulada en doce meses

(inflación puntual)



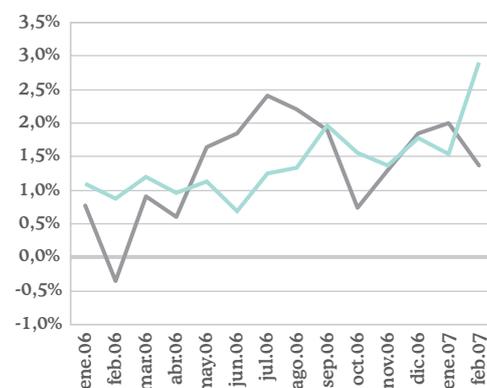
Fuente: BCV

Cuadro n°1. Variación Mensual de Precios por Grupos

	Variación Mensual		Dirección Cambio
	Ene 07	febr-07	
Alimentos y bebidas no alcoh.	4,0%	-0,2%	↓
Comunicaciones	0,0%	0,0%	s/c
Serv. de la vivienda exc. Tlf.	0,6%	0,2%	↓
Alquiler de vivienda	0,7%	0,4%	↓
Servicio de educación	0,4%	0,6%	↑
Transporte	1,2%	1,0%	↑
Vestido y calzado	0,3%	1,9%	↑
Esparcimiento y cultura	2,3%	2,2%	↓
Bebidas alcohólicas y tabacos	2,2%	2,6%	↑
Equipamiento del hogar	1,5%	3,4%	↑
Bienes y servicios diversos	1,9%	3,5%	↑
Salud	2,8%	4,5%	↑
Restaurantes y hoteles	1,0%	5,2%	↑

Fuente: BCV

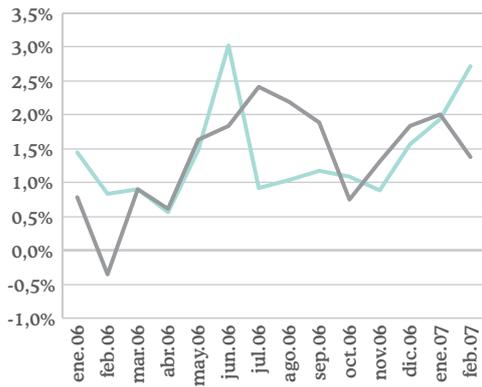
Variación Mensual del IPC y el Núcleo Inflacionario



■ Var. IPM
■ Var. IPC

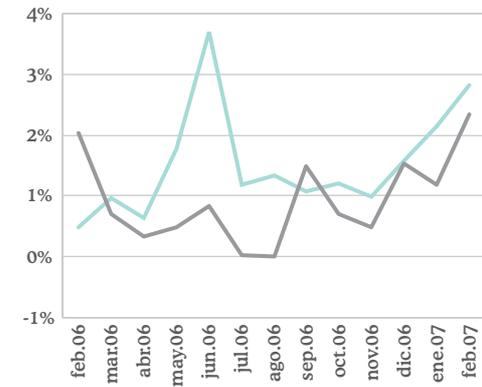
Fuente: BCV

Variación Mensual del IPC y del IPM



■ Var. IPM
■ Var. IPC
Fuente: BCV

Variación Mensual del IPM Discriminada por Rubro de Origen



■ Nacionales
■ Importados
Fuente: BCV

tricciones a las importaciones, tanto por variaciones arancelarias como por una mayor discriminación en los criterios de asignación de divisas oficiales por rubros específicos de importación, que limitan el alcance del anclaje cambiario como mecanismo de contención inflacionaria.

Perspectivas Inflacionarias

La implementación del “plan antiinflacionario” por parte de las autoridades competentes, particularmente la reducción de 3pp en la tasa del IVA a partir del mes de marzo y la colocación de deuda en el mercado interno (Bono sur II y la posible colocación de Bonos de PDVSA en el corto plazo), induciendo la primera un descenso inmediato en el nivel de precios observado, y la segunda, una posible distensión en el mercado cambiario no oficial y una contracción de la liquidez del sistema, deberá traducirse en una reducción inmediata de la trayectoria inflacionaria mensual recogida en los indicadores de precios el próximo mes y en los sucesivos, dados los rezagos propios de la dinámica de precios nacional.

Sin embargo, el devenir del proceso inflacionario venezolano seguirá determinado por la evolución de los factores estructurales de la economía que han condicionado su desempeño reciente, es decir, la existencia de importantes presiones de demanda y de oferta, entre las que cuentan, en el primer grupo, las derivadas de la expansión de la liquidez del sistema asociada al crecimiento del gasto público, la alta propensión al consumo inducida por el mantenimiento de tasas de interés reales negativas y la sobrevaluación del tipo de cambio real, mientras que por el lado de la oferta, el crecimiento de los costes factoriales, la depreciación del tipo de cambio no oficial, la mayor rigidez de la producción ligada al mantenimiento de una brecha positiva entre los niveles del producto y su potencial.

Por ello, parece sensato esperar en el corto plazo una reducción del ritmo de crecimiento del nivel general de precios, inclusive con probabilidades de observar algún movimiento “deflacionario” en los próximos meses, aún cuando en una perspectiva de mediano y largo plazo, persisten las expectativas de mantenimiento de presiones inflacionarias significativas a partir de la proyección de sus fundamentos.

3. Artículos

¿Logrará el plan antiinflacionario su cometido?

La presente nota es para comentar los más recientes anuncios del gobierno de Venezuela en el marco de lo que se ha denominado un plan o “pacto antiinflacionario”.

Este plan buscaría revertir las presiones inflacionarias que comienzan a manifestarse desde mayo del año 2006, cobrando fuerza al comenzar el presente año, con una inflación acumulada a febrero de 3,4% y un crecimiento anualizado de los precios de 22,4%, muy superior a la meta de inflación para este año de 12%.

Las medidas del plan

Aunque algunas de las medidas que se enumeran han sido anunciadas con anterioridad y otras con posterioridad a la presentación del plan, se consideran en forma conjunta porque constituyen los diferentes mecanismos mediante los cuales el ejecutivo intenta controlar el fenómeno inflacionario. Las medidas anunciadas son:

- Reducción del impuesto al valor agregado de 14% a 9%.
- Eliminación del impuesto al valor agregado para 10 productos o rubros.
- Colocación de deuda.
- Flexibilización en el suministro de divisas por parte de la Comisión de Administración de Divisas (CADIVI).
- Promulgación de la Ley Especial de Defensa Popular contra el Acaparamiento y la Especulación.
- Mejoras en la gestión de las finanzas públicas
- Conversión monetaria

El jueves 15 de febrero se anunció la reducción del impuesto al valor agregado de 14% a 9%. Este recorte se haría en dos tramos: una primera reducción, de 3%, a partir del primero de marzo y la siguiente, de 2%, el primero de julio. La reducción se agregaría a la previa de eliminar el IVA para 10 rubros de bienes y servicios considerados de primera necesidad.

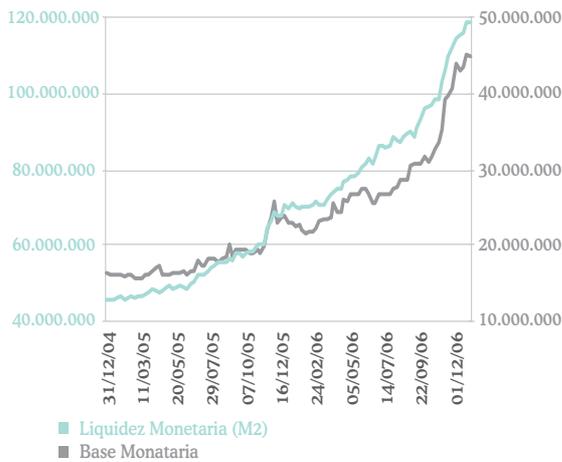
Con relación a la colocación de deuda, el 5 de marzo se adjudicaron 1500 millones de dólares, siguiendo el esquema aplicado el año pasado con la colocación del “Bono del sur”, que consiste en la emisión conjunta de deuda pública por parte de Argentina y Venezuela y su colocación en el mercado local como un mecanismo para suministrar divisas, pero con prima respecto a la tasa de cambio oficial. A este esquema se agregaría la colocación de deuda de Petróleos de Venezuela (PDVSA) y, de acuerdo a declaraciones de funcionarios públicos, los montos alcanzarían los 5 mil millones de dólares. De esta medida la Asamblea Nacional ya aprobó un monto de aproximadamente 2,4 mil millones de dólares (al cambio oficial).

En cuanto a la flexibilización en el suministro de dólares por parte de CADIVI, el Presidente de la Comisión de Finanzas de la Asamblea Nacional, Ricardo Sanguino, recientemente anunció la revisión de los procedimientos para hacer más expedito, en el contexto del control de cambios, el suministro de divisas. A esto se agregaría el aumento en la cuota de dólares para viajeros de 4 a 5 mil dólares, aumento en la cuota para compras por Internet de 2,5 a 3 mil dólares y de los retiros mensuales (en el exterior) de los ATM's de 400 a 600 dólares.

La Ley Especial de Defensa Popular contra el Acaparamiento y la Especulación que fue aprobada por el Ejecutivo, salió el 21 de febrero en Gaceta Oficial y establece penas de hasta 6 años de cárcel e inhabilitación mayor a 5 años a los comerciantes que violen el control de precios, acaparen alimentos o especulen con la venta de productos de

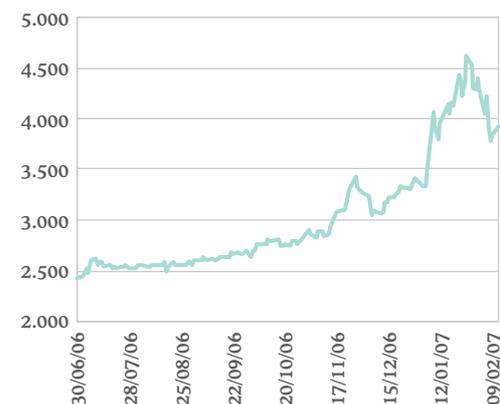
Evolución de los Principales Agregados Monetarios durante 2005 y 2006

(MM de Bs.)



Fuente: BCV

Tipo de Cambio implícito en Operaciones con ADR´s CANTV (Bs./US\$, no incluye comisión)



Fuente: Reuters y cálculos propios

la cesta básica. Además quienes cometan estos delitos tendrían que pagar al fisco multas hasta por 22 mil unidades tributarias (827,9 millones de bolívares).

Sobre las mejoras a la gestión de las finanzas publicas, en general, se ha hablado de la inconveniencia de que entes públicos mantengan elevados montos depositados en el sistema financiero durante periodos prolongados, y que estos recursos sólo deberían salir de la Tesorería Nacional al momento de ser gastados. En particular se anunció la reforma del mecanismo mediante el cual PDVSA paga los impuestos. Estos se pagarían en dólares directamente a Tesorería, en lugar de cambiar en Banco Central los dólares (provenientes de las exportaciones) por bolívares, para luego con estos bolívares pagar los impuestos mediante depósitos en la cuenta de Tesorería Nacional en Banco Central.

El pasado de 6 marzo, en el marco de la Ley Habilitante, se aprobó la Ley de Conversión Monetaria, la que estipula que a partir del primero de enero de 2008 se eliminan tres ceros a la relación de cambio entre el bolívar y el dólar y se cambia la denominación de bolívar por la de bolívar fuerte. Adicionalmente, se han definido reglas para el redondeo de los precios para reflejar en la mayor medida posible la actual relación entre precios e ingresos, así como se ha establecido que a partir del primero de octubre de 2007 los precios deben reflejarse en bolívares y bolívares fuertes.

Factores que explicarían en brote inflacionario

Ahora bien, la pregunta que cabe es ¿van en la dirección correcta, vale decir, reducirán la inflación las medidas? Y si esto es así, ¿son sostenibles en el tiempo los efectos?

Para responder estas preguntas es necesario entender cuáles son los factores que estarían explicando la inflación en Venezuela y si las medidas estarían enfocadas a eliminar o al menos contrarrestar estos factores.

Existe consenso en cuanto a que el factor principal que estaría explicando las presiones inflacionarias es el crecimiento del gasto fiscal primario, el cual el año 2006 alcanzó el 60% en términos nominales y fue la principal fuente detrás de la expansión monetaria que alcanzó a 94% y 69,3% para la base monetaria y M2, respectivamente.

Lo más sorprendente es que se trataría de una expansión exógena del gasto, vale decir, no habría presiones de costos que obligarían a incrementar las erogaciones. Simplemente, por razones que no viene al caso discutir, el gobierno decide gastar buena parte de los ingresos provenientes de los extraordinariamente favorables términos de intercambio. A lo anterior habría que agregar una política de control de tasas de interés que supone, igualmente, un estímulo a la demanda privada.

De manera que la sorpresa no debería ser el resultado –la tasa de inflación más alta de Latinoamérica el año 2006, y casi el doble de la del segundo país con más inflación en la región-, sino lo baja que termina siendo esta cifra dado el brutal incremento fiscal-monetario. La respuesta a esta paradoja está en la fortaleza que presenta el sector externo venezolano, que permite cerrar la brecha entre oferta y demanda con importaciones, manteniendo un superávit en cuenta corriente de aproximadamente 15% del PIB a pesar que las importaciones en dólares crecen un 31,4% entre 2005 y 2006.

Otros factores de cierta importancia que explicarían la evolución de los precios serían: el shock negativo de expectativas (que parece haber producido el anuncio de nacionalizar sectores estratégicos) y su efecto en la oferta de bienes y en el mercado paralelo de cambios, y presio-

nes de costos, por ejemplo, salariales¹. Sin embargo, se considera que el factor monetario sería el más relevante, aunque no se descarta una relación simultánea entre algunos de éstos factores.

Efecto esperado de las medidas anunciadas

De manera que habría que determinar si las medidas anunciadas suponen una moderación de la expansión fiscal-monetaria.

En los casos de las colocaciones de deuda y flexibilización del control cambiario la respuesta es afirmativa, si bien hay importantes consideraciones intertemporales. Por un lado, la emisión de deuda pública tiene como efecto directo la contracción monetaria en el corto plazo. Adicionalmente, la absorción de liquidez que supone la colocación reduce las presiones de demanda de bienes, y entre los bienes que se dejan de demandar se encuentran las divisas extranjeras, reduciendo también el tipo de cambio en el mercado no oficial. Sin embargo, si se mantiene el nivel de gasto, los mayores desembolsos futuros que supone el incremento del stock de deuda implicarán un deterioro en la sostenibilidad fiscal de largo plazo y ulteriores presiones inflacionarias.²

En cuanto a la flexibilización en el suministro de divisas, su efecto inmediato es la destrucción monetaria y, como se ha mencionado, una mayor disponibilidad de medios de pago externos, permitiendo complementar la oferta doméstica con importaciones, moderando también por esta vía las presiones inflacionarias. No obstante, la posibilidad de mantener en el largo plazo este mecanismo en el caso venezolano depende de una variable eminentemente exógena: el precio del petróleo. De manera que si bien en el corto plazo es deseable y necesaria esta flexibilización, sustentar en la oferta importada la contención de la inflación en el largo plazo, supone contar con que los favorables términos de intercambio se mantengan en el futuro. Adicionalmente, está el hecho de que las importaciones ayudan a contener la inflación de transables, pero si a pesar del mayor suministro de divisas se mantienen elevados niveles de liquidez, los precios de los no transables (bienes que no podemos importar para satisfacer la demanda) seguirán creciendo y comenzarán a percibirse algunos signos de la llamada enfermedad holandesa.³

El efecto contrario al propuesto es todavía más evidente en el caso de los recortes al IVA. Por un lado, si bien el efecto inmediato es una reducción en el nivel de precios, este efecto es por una sola vez (efecto de corto plazo), en tanto que a largo plazo –y también en el propio año de la medida, habría que agregar– implica la pérdida de ingresos fiscales y, por tanto, la necesidad de sustituirlos con otros ingresos, por ejemplo, mayores devaluaciones al tipo de cambio (impuesto inflacionario). Por otra parte, un IVA menor estimula la demanda, lo cual incluso contrarrestaría parcialmente el efecto de corto plazo.

De manera que tanto la colocación de deuda como la reducción del IVA afectan la sostenibilidad de largo plazo de las cuentas fiscales y operan en un sentido inverso al deseado, si aceptamos que la fuente principal de la inflación es el gasto fiscal. Estas medidas no sólo no reducen el crecimiento del gasto, sino que pueden ser vistas como un aumento de éste ya que comprometen o reducen los ingresos fiscales a largo plazo.

¹ Si bien existen estimaciones del pass-through (del tipo de cambio a los precios) para Venezuela es difícil hacer una extrapolación y usar esas estimaciones para estimar el impacto en la inflación del actual repunte del tipo de cambio en el mercado paralelo. Entre otras razones está el hecho de que sólo en parte esta alza es consecuencia de insuficiencia de oferta de divisas en este mercado, ya que parte importante de su evolución, al menos en lo que va del año, es el efecto que ha tenido el dólar CANTV –que servía de marcador de las operaciones de permuta– en las cotizaciones del mercado paralelo, luego del anuncio de nacionalización de esta empresa telefónica. Lo que se puede afirmar con certeza es que el repunte del tipo de cambio en el mercado paralelo tendrá un efecto positivo en los precios.

² En el caso de la colocación de deuda Argentina en el mercado local, es claro que no se afectaría la sostenibilidad fiscal. Ni siquiera aumentaría el riesgo de cartera del fisco, ya que los títulos son colocados en el exterior.

³ Ver Situación Venezuela N° 4 del año 2006.

Es cierto que desde el Ejecutivo se ha señalado que es posible compensar la pérdida de ingresos fiscales, de los recortes al IVA, con mayores ingresos provenientes del impuesto sobre la renta, ya sea reduciendo la evasión o aumentando la progresividad de este último.⁴ Sin embargo, no existe conocimiento de un plan concreto en este sentido y todo parece indicar que se ha privilegiado el objetivo de corto plazo de reducir el nivel de precios, a costa de la sostenibilidad de las cuentas fiscales y una estrategia de control inflacionario en el largo plazo. Más adelante se realiza un ejercicio para ver el efecto sobre el presupuesto 2007 de esta medida.

En el caso de la promulgación de la Ley Especial de Defensa Popular contra el Acaparamiento y la Especulación, es conveniente recordar que en todo mercado en que se fija un precio, quien fija el precio debe compensar los excesos de demanda u oferta según el precio se fije por abajo o arriba del nivel de equilibrio, respectivamente. De manera que al penalizarse las manifestaciones inflacionarias de los excesos de demanda, simplemente se obtendrá como resultado una contracción de la oferta, acentuando el problema. Es claro que la política debería ser reducir la demanda o aumentar la oferta y esta Ley no sirve a ninguno de estos propósitos.

Por otro lado, el cambio en la normativa del pago de impuestos por parte de PDVSA, donde se obliga a esta compañía a hacer los desembolsos en dólares, es absolutamente neutro en cuanto a su efecto en la inflación. Si PDVSA mantuviese depósitos en el sistema financiero superiores a los que sus gastos operativos demandan, esto se podría resolver simplemente obligando a mantener esos recursos en Banco Central. El que entregue bolívares o dólares es absolutamente irrelevante si los recursos se mantienen en Tesorería o en los pasivos no monetarios (cuenta de PDVSA) de Banco Central y no se gastan. Las cosas cambian, sin embargo, si hay un significativo diferencial cambiario entre el momento que entran los dólares a Tesorería y el momento en que son cambiados por bolívares para su gasto. Si están en Tesorería en forma de dólares y hay una devaluación, o el gobierno los transa a un tipo de cambio con prima respecto al tipo de cambio oficial (por ejemplo en una operación con Bonos del Sur), el fisco obtendría una ganancia cambiaria inmediata. Pero esto tampoco es muy importante, porque el Ejecutivo siempre puede obtener esos recursos mediante la declaración de ganancias cambiarias por parte del BCV, como ya ha ocurrido.

Finalmente, como política de más largo plazo Gastón Parra, Presidente del Banco Central, ha definido la conversión monetaria como “un compromiso del Banco Central y del Ejecutivo Nacional para fortalecer la moneda, reforzar la estabilidad de la economía, y fundamentada en un conjunto de políticas coherentes en el tiempo.” Sobre esta medida habría que recordar la vasta experiencia latinoamericana en la materia, particularmente luego de procesos hiperinflacionarios. No interesa profundizar en las diferentes facetas que tiene una medida de esta índole, simplemente destacar que en los casos en que se ha realizado conversiones monetarias –o más propiamente reformas monetarias, en esos casos- para estabilizar una economía, un elemento común a estos procesos es la serie de medidas en procura de restituir la confianza en la moneda del país, a través de la corrección de desequilibrios externos y/o fiscales que han estado en el origen de los procesos inflacionarios.

⁴ Se ha llegado a afirmar que el objetivo final sería eliminar completamente un impuesto regresivo (que aplica la misma tasa a pobres y ricos) como el IVA, para sustituirlo por uno donde la contribución es proporcional al ingreso, como el impuesto sobre la renta. Sin entrar en la discusión sobre las ventajas para la equidad y las distorsiones que tendría una estrategia de esta índole, habría que advertir que se está poniendo en riesgo quizá el logro más importante en materia de gestión macroeconómica de la presente administración, como lo es el haber mantenido elevados niveles de contribución fiscal no petrolera en medio de un *boom* de ingresos petroleros.

A este respecto, los proponentes de la conversión monetaria venezolana han sido muy parcos a la hora de exponer los elementos que permitirían fortalecer la moneda. De hecho muy poco se ha agregado a la afirmación de que se le quitarían tres ceros a la moneda. Por ejemplo, no se hace mayor mención con relación a un programa de control del gasto fiscal en concordancia con un objetivo de crecimiento e inflación y sólo se ha hablado, como se señaló, de mejorar la gestión del gasto público.

Algunos críticos de esta medida han afirmado que la misma coincidiría con un ajuste al tipo de cambio. Desde el Ejecutivo se responde que no se pretende devaluar la moneda, que es absolutamente innecesario dada la fortaleza externa de la economía venezolana. Esto último es cierto, pero no debe olvidarse que el tipo de cambio refleja la relación entre los precios del país y el resto del mundo, y que la apreciación de la moneda no solo tiene efectos sobre las exportaciones netas del país y su aparato productivo, sino que difícilmente se puede restituir la confianza en un bolívar fuerte sobrevaluado y expuesto a los vaivenes del mercado petrolero.

Ajustes al impuesto al valor agregado y equilibrio fiscal

Para finalizar esta nota se intenta medir, de manera muy preliminar, el efecto sobre las cuentas fiscales de la reducción del IVA.

De acuerdo a estimaciones preliminares del SENIAT, aparecidas en prensa el 17 de febrero, el sacrificio que el fisco tendría que hacer producto de la reducción del IVA alcanzaría a 11,7 billones de bolívares; 3,7 billones de bolívares correspondientes a la extensión de las exenciones y 8 billones de bolívares correspondientes a la reducción de la tasa de 14% a 9%.

A partir de estas estimaciones se realiza un sencillo ejercicio, donde se asume que el fisco no reduce su gasto, ni compensa la pérdida de ingresos con otros tributos. Esto implicaría que el gobierno recurriría a mayor endeudamiento para mantener los niveles de gasto previstos en la Ley de Presupuesto 2007. No se cuestionan los supuestos que aparecen en el ejercicio presupuestario, ya que interesa simplemente ver el paso de una situación de relativa holgura a una de insostenibilidad de las cuentas fiscales⁵. Esto se manifiesta en que se pasa de un superávit primario de 1% (lo cual supondría, al menos en términos estáticos, sostenibilidad) a un déficit de 2,3%.

En síntesis, el conjunto de políticas que constituyen el plan antiinflacionario, que en esencia significan un recorte a los ingresos, manteniendo los gastos (esto último según declaraciones de los propios funcionarios de gobierno) en base a un mayor endeudamiento, tendrá un efecto acotado y de corto plazo en términos de una reducción en la inflación, en cambio existe la posibilidad de que el deterioro de la situación fiscal aumente las presiones inflacionarias en el mediano y largo plazo.

⁵ Para una discusión más exhaustiva del presupuesto, sus supuestos y escenarios alternativos ver Situación Venezuela N° 4 2006.

Cuadro 1:
Premisas Macroeconómicas Básicas

	2007
PIB corriente (MM Bs.)	352.203.000
Tasa de crecimiento del PIB Real (%)	5,0
Inflación promedio (%)	12,0
Tipo de cambio (Bs./US\$)	2150,0
Precio promedio de exportación de la cesta petrolera (US\$/bl)	29,0

Fuente: Exposición de Motivos, Proyecto Presupuesto año 2007

Cuadro 2:
Ingresos y Fuentes de Financiamiento de la República Año 2007 1/
(Millones de bolívares)

Conceptos	Con IVA 14%	Con IVA 9%
Ingresos Corrientes	106.542.084	94.842.084
Ingresos Corrientes Ordinarios	106.542.084	94.842.084
Petroleros	47.986.222	47.986.222
ISRL	18.964.778	18.964.778
Regalía	26.189.444	26.189.444
Dividendos	2.832.000	2.832.000
No Petroleros	58.555.862	46.855.862
ISLR	20.455.690	20.455.690
IVA	27.990.643	16.290.643
Otros	10.109.529	10.109.529
Ingresos Corrientes Extraordinarios	0	0
Fuentes de Financiamiento	8.636.013	8.636.013
Disminución de Activos Financieros	297.857	297.857
Endeudamiento	8.338.156	8.338.156
Total Ingresos y Fuentes de Financiamiento	115.178.097	103.478.097

1/ Cifras estimadas Proyecto de Ley de Presupuesto
Fuente: Exposición de Motivos, Proyecto Presupuesto año 2007 y cálculos propios

Cuadro 3:
Resultados Proyecto de Ley de Presupuesto 2007
(% del PIB)

Conceptos	IVA 14%	IVA 9%
Corriente	5,20	1,90
Financiero	-1,70	-5,00
Primario	1,00	-2,30

Fuente: Exposición de Motivos, Proyecto Presupuesto año 2007 y cálculos propios.

Principales Variables Macroeconómicas de Venezuela

	2003	2004	2005	2006	2007*
Actividad Económica					
PIB M.US\$	85.855	97.534	136.263	181.656	229.581
PIB Total Real (Var %)	-7,7	17,9	10,3	10,3	4,3
PIB Petrolero	-1,9	11,6	1,2	-1,9	2,0
PIB No Petrolero	-7,5	17,8	10,3	11,7	5,0
Petróleo					
Precio promedio de realización (US\$/b)	25,8	32,9	46,0	56,4	46,8
Producción (m.M. barriles diarios)	2.779	2.610	2.700	2.540	2.591
Exportación (m.M. barriles diarios)	2.479	2.305	2.395	2.253	2.276
Demanda Agregada Interna (DAI)(% anual)					
Consumo Privado Real	-4,3	15,4	17,7	18,8	9,6
Consumo Público Real	5,7	14,2	9,4	7,4	4,8
Inversión Bruta Real	-37,0	49,7	37,9	33,5	6,3
DAI	-10,2	28,2	18,9	20,2	8,3
Sector Externo					
Balanza Comercial (M.US\$)	16.483	21.430	31.780	33.200	25.100
Exportaciones	27.230	39.668	55.473	65.210	57.600
Importaciones	10.483	17.021	23.693	32.226	32.500
Saldo en Cuenta Corriente (M.US\$)	11.796,0	15.519	25.534	27.167	19.900
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	13,7%	15,9%	18,7%	15,0%	8,7%
Reservas Internacionales Brutas en BCV (M.US\$)	21.299,0	24.172	29.636	36.672	29.200
Tipo de Cambio (Bs./US\$)					
Al cierre	1.600,0	1.920,0	2.150,0	2.150,0	2.150,0
Promedio	1.608,6	1.885,5	2.109,8	2.150,0	2.150,0
Inflación (%)					
Inflación Puntual	27,1	19,2	14,4	17,0	17,3
Inflación Promedio	31,1	21,7	16,0	19,4	20,2
Indicadores Monetarios y Financieros					
Liquidez Monetaria (Var %)	57,5	50,4	52,7	69,3	35,7
Tasas de Interés Activa promedio (%)**	24,1	17,1	15,4	14,6	15,0
Tasas de Interés Pasiva 90d promedio (%)**	17,6	12,9	11,7	10,2	10,4
Situación Fiscal					
Supéravit/Déficit Fiscal(% del PIB)	-5,9	2,0	1,6	1,1	-4,2
Deuda Pública Total (% del PIB)	39,8	43,0	46,9	41,7	48,7
Deuda Pública Interna (% del PIB)	15,0	15,5	15,7	15,9	16,9
Deuda Pública Externa (% del PIB)	24,8	27,5	31,2	25,8	31,8
Datos Socio-Económicos					
Población (millones de habitantes)	25,6	26,1	26,6	27,1	27,6
Tasa de Desempleo (%)	15,6	10,9	11,4	9,5	9,4
PIB Per Cápita (US\$)	3.350	3.737	5.123	6.703	8.330

* Estimaciones

** Seis principales bancos

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

Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% , promedio)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
EE.UU.	3,2	3,3	2,8	2,5	3,4	3,2	2,1	2,0
UEM	1,5	2,7	2,5	2,3	2,2	2,2	1,8	1,8
Japón	1,9	2,2	2,0	2,3	-0,3	0,3	0,5	1,0
China	10,4	10,7	9,8	10,2	1,8	1,5	2,0	3,0

	Tasa oficial (% , fin de período)				Tipo de cambio (frente \$, fin de período)			
	31/12/06	jun-07	dic-07	dic-08	31/12/06	jun-07	dic-07	dic-08
EE.UU.	5,25	5,25	5,25	4,50				
UEM (\$/€)	3,50	4,00	4,25	4,25	1,32	1,31	1,30	1,30
Japón (yenes/\$)	0,25	0,50	1,00	2,25	117	117	112	109
China (cny/\$)	6,12	6,39	6,66	6,93	7,81	7,55	7,30	6,80

América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina	9,2	8,5	7,9	6,3	12,3	9,8	10,0	10,0
Brasil	2,3	2,9	3,3	3,2	5,7	3,1	4,0	3,8
Chile	6,3	4,1	5,2	5,3	3,7	2,6	3,3	2,8
Colombia	5,2	7,1	6,2	5,0	4,9	4,5	4,2	3,7
México	3,0	4,7	3,6	3,8	3,3	4,1	3,5	3,5
Perú	6,4	8,0	6,3	6,0	1,5	1,1	1,9	2,5
Venezuela	10,3	10,3	4,3	2,8	14,4	17,0	17,3	18,2
LATAM ¹	4,4	5,2	4,5	4,2	6,0	5,1	5,4	5,2
LATAM Ex-México	5,0	5,3	4,8	4,3	6,9	5,5	6,0	5,8

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina ²	1,8	2,1	1,7	2,1	3,2	3,6	2,5	1,9
Brasil	-3,1	-3,0	-3,0	-3,0	1,8	1,6	1,4	0,9
Chile ²	4,8	7,6	5,0	3,8	0,6	4,8	2,4	2,7
Colombia	0,0	-0,4	-1,3	-1,2	-1,6	-1,8	-1,9	-2,4
México	-0,1	0,2	0,0	0,0	-0,6	-0,3	-1,7	-2,2
Perú	-3,0	1,0	-0,5	-0,8	1,4	1,9	0,7	-0,7
Venezuela ²	1,7	1,1	-1,8	-3,0	17,7	16,3	11,8	11,2
LATAM ¹	-0,8	-0,5	-1,0	-1,0	2,0	2,3	1,0	0,4
LATAM Ex-México	-1,2	-0,8	-1,4	-1,5	3,3	3,5	2,4	1,8

¹ Media de los países mencionados ² Gobierno Central

	Tipo de cambio (frente \$, fin de año)				Tasas de Interés (% , fin de año)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina	3,05	3,06	3,20	3,40	6,4	8,9	12,6	12,6
Brasil	2,28	2,15	2,30	2,45	18,00	13,25	12,50	12,00
Chile	514	533	550	550	4,50	5,25	5,00	5,00
Colombia	2279	2240	2328	2361	6,3	6,8	8,0	7,5
México	10,63	10,81	10,80	11,30	8,0	7,0	6,5	5,8
Perú	3,42	3,20	3,22	3,30	3,25	5,00	5,00	5,00
Venezuela	2150	2147	2408	2800	10,9	10,5	10,4	10,0

Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Economistas Jefes

Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo
Escenarios y Sistemas Financieros: Carmen Hernansanz
España y Análisis Sectorial: Julián Cubero
Europa: Sonsoles Castillo
Investigación y Desarrollos Cuantitativos :Rodolfo Méndez

Latam y Mercados Emergentes: Giovanni Di Plácido.
Argentina: Ernesto Gaba.
Chile: Miguel Cardoso
Colombia:
Perú: David Tuesta.
Venezuela: Alejandro Puente
Norteamérica: Jorge Sicilia.
Estados Unidos: Nathaniel Karp.
México: Adolfo Albo

Tendencias Globales: Joaquín Vial

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