

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 3, N° 2 - Segundo trimestre 2007



Economía continúa en expansión
Mejoran expectativas fiscales
Contenido el crecimiento monetario
Persistencia inflacionaria
Producto potencial, brecha y crecimiento

Editorial

Aires de cambio

Al repasar la coyuntura, en el Situación Venezuela que presentamos, encontramos en general importantes cambios en nuestra percepción con relación a la marcha de la economía que teníamos en nuestro número anterior.

Si bien ya hay algunos indicios de moderación en el crecimiento, la cifra del primer trimestre muestra que la reducción de la velocidad será menor a la anticipada y, más bien, será un ajuste hacia un crecimiento para 2007 todavía importante y superior a nuestra estimación de la tasa de crecimiento del potencial de producción. Por supuesto que detrás de la robustez que mantiene la expansión económica hay factores que no estaban presentes al comienzo del año; el más importante, sin duda, la fortaleza que sigue mostrando el precio del petróleo. A este respecto, el canal tradicionalmente destacado a través del cual los mejores términos de intercambio impulsan el crecimiento en Venezuela es el gasto fiscal. Sin embargo, si los agentes interpretaran como transitoria la mejora en los términos de intercambio, la aceleración en la demanda debería ser igualmente transitoria, más centrada en el consumo que en la inversión y con mayores niveles de ahorro. En cambio, los agentes parecen estar anticipando niveles de precios del petróleo similares a los actuales, lo que explicaría que la expansión de demanda se haya dado no sólo en el consumo sino también en la inversión, aunque gran parte de esta última sea de origen público. En este sentido, como argumentamos extensamente en el artículo "Producto potencial, brecha y crecimiento", este factor resulta insuficiente para explicar la prolongada fase de crecimiento, que ya dura 14 trimestres, y que nos conduce a revisar los canales de transmisión de los términos de intercambio al crecimiento, enfatizando sus efectos en la oferta o producto potencial, y a proponer la que entendemos es una novedosa metodología para estimar el potencial de producción de una economía.

Pero no todas las señales son positivas en materia de crecimiento, ya que como hemos venido advirtiendo en números anteriores, continúa excesivamente concentrado en los sectores no transables y esto acentúa la dependencia de un sector cuyo desenvolvimiento depende de factores exógenos. Adicionalmente, un efecto particularmente indeseado del crecimiento por arriba del potencial de producción es la aceleración inflacionaria de los últimos trimestres y sobre esto volveremos más adelante.

En materia fiscal, igualmente mejoran las expectativas, lo que no deja de ser paradójico, puesto que nuestra previsión de déficit fiscal al comienzo del año era de un mayor deterioro con relación a 2006, y en ese momento no teníamos la novedad de la reducción del impuesto al valor agregado de 5 puntos porcentuales. Por supuesto, parte importante de la mejora es atribuible al precio del petróleo, pero hay otros factores que consideramos de mayor trascendencia en términos de mejorar la sostenibilidad de las cuentas fiscales: una notable reducción del ritmo de crecimiento del gasto fiscal primario y un mejor desempeño en materia de recaudación fiscal no petrolera. No obstante, no se debe perder de vista que el ritmo de crecimiento que mantiene el gasto fiscal hasta la fecha (aproximadamente 16%, en términos nominales, durante los primeros 5 meses), siendo indudablemente inferior al crecimiento para igual periodo del año anterior, continúa sobrepasando la meta de crecimiento de la inflación, que ya es alta para los estándares de la región. Igualmente, parte de la mejora en la recaudación interna está atada a la ampliación de la base impositiva que supone la inflación, y a un ritmo de crecimiento en las importaciones que como veremos resulta preocupante. Al considerar lo anterior, es evidente que sin los recortes al IVA no estaríamos hablando de una moderación en nuestra estimación del déficit fiscal, sino en la sorpresa de un superávit pese al anclaje cambiario.

Los aires de cambio también se perciben en el sector externo, aunque en este caso no son favorables. Ciertamente, las cifras de balanza de pagos muestran un importante déficit global, si bien la interpretación de sus componentes de cuenta corriente y financiera es muy disímil. En el caso de la cuenta de capital la explicación se encuentra, fundamentalmente, en las colocaciones en el exterior de PDVSA y FONDEN y, en consecuencia, este déficit no implica un deterioro de la solvencia externa del país. En el caso de la cuenta corriente, en cambio, el deterioro es resultado fundamentalmente del efecto perverso de un tipo de cambio apreciado, aunque también, es conveniente advertirlo, de precios del petróleo más bajos los meses de enero y febrero.

Donde tal vez el cambio se manifiesta con mayor intensidad es en el comportamiento de los agregados monetarios, donde pasamos de un crecimiento de la liquidez de aproximadamente 70% en 2006, a un crecimiento levemente negativo en los primeros 5 meses del año. Las fuentes de esta moderación se encuentran en el menor gasto fiscal y en el importante crecimiento de la liquidación de divisas por parte del Banco Central.

Ahora bien, a partir de una interpretación monetaria de la inflación, este freno en la tasa de crecimiento del dinero debería anticipar una moderación de las presiones inflacionarias presentes los primeros meses del año. Sin embargo, la elevada persistencia que continúa mostrando la inflación nos recuerda que el equilibrio entre la tasa de crecimiento del dinero y la tasa de crecimiento de los precios, que enfatiza esta teoría, se cumple en el largo plazo. En otras palabras, la dinámica que mantienen los precios indicaría que se requiere un mayor crecimiento del producto en términos nominales (y por lo tanto de una mayor inflación) para restituir el equilibrio. Esta visión habría que complementarla con la importancia, en el corto plazo, que tienen los factores que conforman los costos de producción, y la evolución reciente de los mismos todavía no nos permiten anticipar positivos aires de cambio en materia inflacionaria.

Indice

Fecha de cierre: 15 de junio de 2007

Editorial

1. Entorno Económico y Financiero	
Continúa la expansión a nivel global	2
2. Entorno Macroeconómico	
Economía continúa en expansión	4
Mejoran expectativas fiscales pese a recortes del IVA y anclaje cambiario	6
¿Déficit global de balanza de pagos sin desmejora de la liquidez externa?	8
Contenido el crecimiento monetario	12
Persistencia inflacionaria	14
3. Artículos	
Producto potencial, brecha y crecimiento	16
4. Indicadores y proyecciones	21

Han elaborado esta publicación:

Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

Director:

Alejandro Puente

alberto_puente@provincial.com

Economistas:

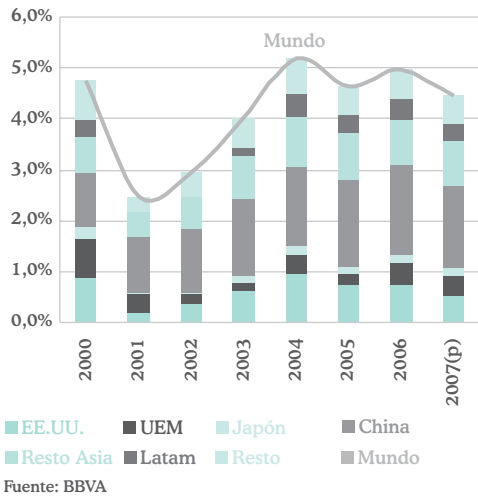
Samir El Jesser

jesser_samir@provincial.com

Erikson Castro

erikson_castro@provincial.com

Crecimiento mundial y Contribución por áreas (%)



1. Entorno Económico y Financiero

Perspectiva internacional

Continúa la expansión a nivel global

Durante 2007 la actividad económica mantendrá su notable dinamismo, aunque su crecimiento se moderará levemente. Actualmente, la economía mundial se encuentra inmersa en su mayor expansión cíclica desde la crisis petrolera de los años setenta, expandiéndose por quinto año consecutivo a tasas superiores al 4,0%. Sin embargo, lo más característico de este ciclo es la amplia base geográfica que respalda el crecimiento global. Así, los principales contribuidores seguirán siendo los países emergentes, con Asia y, especialmente China, de actores protagonistas. En cuanto a los desarrollados, la zona euro sigue acumulando sorpresas positivas en actividad y nuestras expectativas de crecimiento, ya por encima del potencial, se ubican en el 2,5%. Japón, segunda mayor economía del mundo, consolida su recuperación económica, tras una década sumida en la deflación.

Sin embargo, es EE.UU., uno de los principales referentes a nivel global, donde recaen las mayores incertidumbres. A la preocupación en torno al ajuste del sector inmobiliario, agudizada con las incertidumbres procedente desde el mercado sub-prime (el segmento más riesgoso del mercado hipotecario), se le une ahora la debilidad transitoria de la inversión no residencial. No obstante, teniendo en cuenta la fortaleza de los fundamentales del sector empresarial que sustentan la inversión, así como la solidez del empleo y del consumo, la economía recuperará su dinamismo en la segunda parte del año. Sin embargo, los riesgos derivados de un ajuste más acusado de la inversión no residencial o del sector inmobiliario, junto al impacto que el riesgo geopolítico pueda tener sobre los precios del petróleo, constituyen los mayores riesgos a nivel global.

EE.UU., principal foco de incertidumbres

Hasta hace varios meses los principales factores de incertidumbre procedían principalmente de un conflicto bélico con Irán, que desembocara en una escalada en los precios del petróleo, y de una fuerte desaceleración de la economía americana consecuencia de un brusco ajuste de su sector inmobiliario. Ambos factores continúan vigentes, aunque el segundo con nuevos elementos.

Por un lado, la preocupación en torno a los problemas por los que están atravesando determinados segmentos más riesgosos del mercado hipotecario, el denominado segmento sub-prime, y su potencial impacto en el consumo privado y en un contagio hacia el mercado financiero en general (credit crunch) que termine impactando de forma muy negativa sobre la economía real se ha acrecentado. No obstante, la baja importancia relativa del sub-prime en el mercado del crédito hipotecario (7%), la creciente diversificación de los riesgos y el crecimiento de la renta que contribuye al mantenimiento de la solvencia de las familias, acotan el riesgo de contagio al resto de la economía.

Por otro lado, y el riesgo de mayor relevancia en la actualidad, sería que la desaceleración de la inversión no residencial en la economía norteamericana fuera consecuencia de un deterioro significativo de las expectativas empresariales, que causara un fuerte retroceso de la actividad ante una mayor debilidad del empleo y una fuerte desaceleración del consumo, actualmente los soportes principales de la economía estadounidense. Sin embargo, dada la fortaleza de los fundamentales del sector empresarial que sustentan la inversión, todo apunta a que la evolución más reciente se puede calificar como un *soft-patch*, un re-

Inversión no residencial

(real, %var. anual)



ajuste a mitad de ciclo. Por tanto, nuestras previsiones apuntan a que la economía recuperará el dinamismo en la segunda parte del año, aunque con un crecimiento menor a lo inicialmente esperado para este año (2,3%), que posteriormente tenderá hacia su potencial en 2008 (2,8%).

De-coupling de Políticas Monetarias

En la actual situación de divergente posición cíclica de las economías, se explican los distintos caminos a seguir por los Bancos Centrales. En EE.UU., la Fed mantendrá estables los tipos oficiales en el actual 5,25% durante un período prolongado de tiempo, ya que se unen, por un lado, una inflación subyacente moderándose pero próxima a la parte alta del rango de tolerancia de la Fed, y por otro, una debilidad transitoria de la actividad y unas condiciones financieras todavía laxas. De hecho estas condiciones, que incorporan la evolución del mercado bursátil y de la divisa, además de los tipos cortos y las rentabilidades de largo plazo, se sitúan actualmente en una zona más relajada que cuando los tipos se ubicaron en el 1% a mediados de 2003.

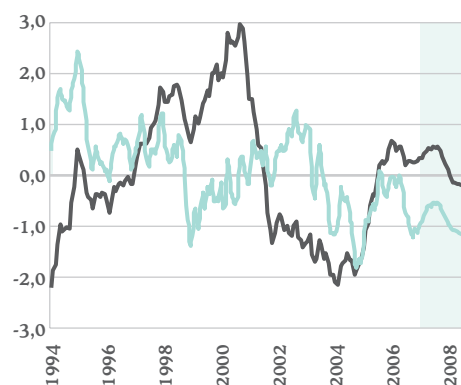
Lo anterior contrasta con zonas como Japón y Europa, donde la política monetaria continuará normalizándose. En el primero, los tipos oficiales se situarán en torno al 1% a final de año, aunque los movimientos se producirán de forma muy gradual y en función de la evolución de la actividad y de la inflación. En el segundo, el BCE elevará el tipo "refi" hasta el 4,25%, apoyado en la fortaleza del crecimiento europeo y en que los riesgos sobre la inflación continúan siendo al alza.

A pesar de que el tono monetario en las principales economías seguirá siendo restrictivo, es previsible que continúe la baja volatilidad de los mercados y la elevada liquidez, sustentada por el hecho de que continuará la acumulación de reservas por parte de las economías emergentes y las limitaciones de los tipos largos a subir observadas en este ciclo. Todo ello, apoyado por las valoraciones bursátiles y las sólidas expectativas de beneficios. En este contexto, se espera un leve repunte de las rentabilidades de largo plazo, aunque más limitado en EE.UU., debido a la fortaleza de la demanda de deuda norteamericana por inversores extranjeros. Así, nuestro pronóstico para los tipos a diez años es de 4,3% para Europa y de 4,8% para EE.UU.

Por su parte el dólar continúa debilitándose frente al euro desde finales de 2006. En contra de la divisa habrían estado operando factores estructurales como la operativa de fusiones y adquisiciones y las noticias recientes sobre la diversificación de reservas. Respecto a este último, es reseñable la creación de una agencia estatal de reservas en China para la gestión de las mismas, a la cual le seguirán esquemas relativamente similares en Japón y Rusia. No obstante, la reciente debilidad de la divisa parece exacerbada, lo que obedece a que el mercado baraja un escenario menos benigno para la economía estadounidense. Así, en la medida en la que el mercado ajuste sus perspectivas en línea con nuestro escenario base, el dólar debería retornar a niveles más apreciados, en torno a 1,32-1,33\$/€.

De todas formas, tal y como ya se ha expuesto, el balance de riesgos inherentes a la economía mundial, contempla impactos más acusados sobre la economía estadounidense, estableciendo un sesgo claramente depreciador sobre el dólar, a la vez que sesga a la baja las rentabilidades de largo plazo.

EE.UU: ICMF e ICM *



■ ICMF ■ ICM

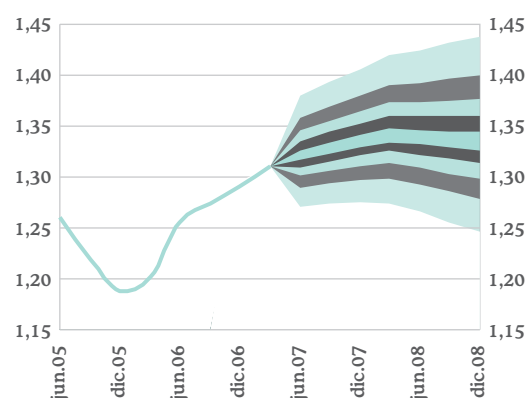
* Utilizando la inflación subyacente
Fuente: BBVA

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	4,8
UEM	3,4	3,9	4,3
Dólar-euro	1,19	1,32	1,33

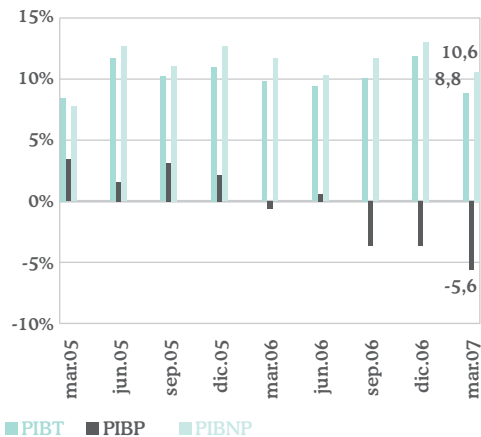
Fuente: BBVA

Dólar-euro



Fuente: BBVA

Tasa de Crecimiento Trimestral del PIB (variación respecto a igual trimestre del año previo)



Fuente: BCV y Cálculos Propios.

2. Entorno Macroeconómico

Economía Continúa en Expansión

De acuerdo a cifras preliminares publicadas por el Banco Central de Venezuela (BCV), el primer trimestre de 2007 la economía Venezolana continuó la senda expansiva exhibida los últimos 13 trimestres, en los que ha experimentado un crecimiento promedio de 12,9%. El Producto Interno Bruto presentó un crecimiento de 8,8% respecto al mismo período del año 2006 y, al igual que los trimestres anteriores, este comportamiento positivo es explicado por el dinamismo del sector no petrolero, el cual creció 10,6%, mientras que el sector petrolero experimentó una contracción de 5,6%.

Las bases que sustentan este crecimiento se mantienen: gran expansión de la demanda agregada interna apoyada en la expansión fiscal, el nivel de liquidez del sistema, la regulación de tasas de interés a la baja y la persistencia de favorables términos de intercambio. Otro aspecto común con los trimestres anteriores es que el crecimiento se está generando básicamente en el sector productor de bienes no transables, en detrimento del desarrollo del sector de bienes transables. Este último, en su conjunto (manufactura, minería y resto¹), experimentó una expansión de 6,1%, mientras que el crecimiento del primero duplicó esa cifra (12,7%).

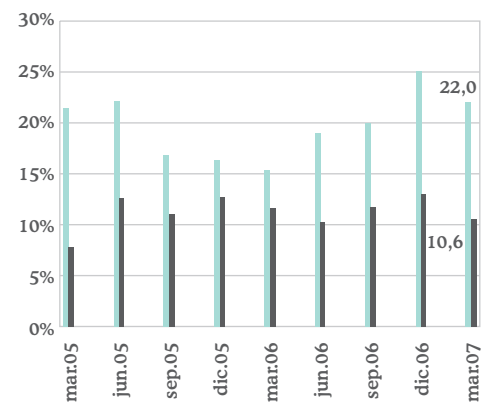
Dentro del sector no petrolero, sólo minería experimentó contracción (4,9%), el resto de los sub-sectores (11) presentaron una dinámica aun mayor a la del primer trimestre de 2006, destacando: “construcción”, con una expansión de 26,5%, “Instituciones financieras y seguros” 26,2%, “Comercio y servicios de reparación” 20,8%, “Comunicaciones” 18,3%, “Transporte y almacenamiento” 16,4% y “los Servicios comunitarios privados no lucrativos” que crecieron 14,8%. El resto de los sub-sectores experimentaron incrementos más moderados: “Manufactura” 7,8%, “Servicios inmobiliarios, empresariales y de alquiler” 6,7%, “Electricidad y agua” 4,6%, “Servicios del gobierno general” 3,5% y “Resto” con 2,9%.

Estas cifras implican que, en términos desestacionalizados, el PIB del primer trimestre fue inferior en 0,7% a la cifra presentada el cuarto trimestre de 2006, lo cual supone una ruptura de la fase de crecimiento intertrimestral que experimenta la economía hace quince trimestres (desde junio de 2003). Este comportamiento agregado es explicado por una contracción de 7,1% en el sector petrolero y de 0,6% en el sector no petrolero.

Por el lado de la demanda de bienes, como se ha observado en los últimos trimestres, la demanda agregada interna crece a un mayor ritmo (22,0%) que el producto interno bruto, lo cual de nuevo implica recurrir al componente importado para suplir la brecha entre demanda global y producción doméstica. Cabe destacar que, si bien el crecimiento de las importaciones en parte se encuentra explicado por la brecha positiva de producción que existe, un estímulo claro en los últimos trimestres ha sido el nivel de sobrevaluación de la moneda nacional. La conjunción de estos elementos induce a un crecimiento de 42,3% de las importaciones, en tanto que las exportaciones se contrajeron 4,1%.

¹Este sector 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, sin embargo, en este caso asumimos que el comportamiento del sector es básicamente atribuible al sector transable (agrícola).

Demanda vs. PIB no petrolero (variación respecto a igual trimestre del año previo)



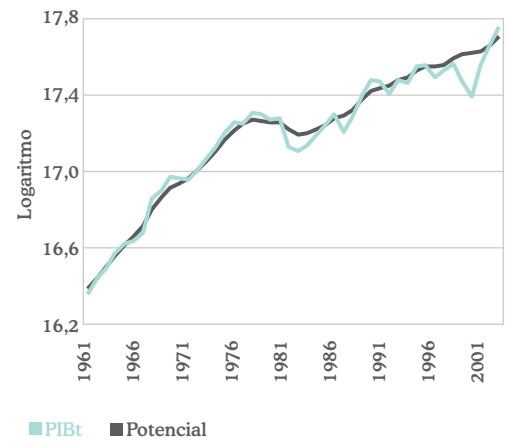
Fuente: BCV y Cálculos Propios.

Dentro de la demanda agregada interna, el componente más dinámico resultó la formación bruta de capital fijo, con un crecimiento de 27,0%, mientras que, el consumo privado, experimentó un crecimiento de 19,0%, y el consumo de gobierno hizo lo propio en 4,5%.

Finalmente, se hizo una revisión de la estimación del producto potencial², de acuerdo al cual, hace ya algunos trimestres la economía se encuentra produciendo sobre su potencial y, a pesar que las expectativas del mercado petrolero se mantienen favorables, y que esperamos para el presente año niveles de precios por encima de los cincuenta dólares para la cesta petrolera venezolana, deberíamos observar crecimientos más moderados en lo que resta del año, con importantes presiones inflacionarias si la moderación es insuficiente. De acuerdo a nuestras estimaciones, con la corrección del producto potencial y de las actuales condiciones externas, nuestra previsión apunta hacia un crecimiento del PIB en torno al 6,7%.

²Ver artículo, "Producto potencial, brecha y crecimiento"

PIB efectivo vs. Producto Potencial



Fuente: BCV y cálculos propios

Cuadro n°1.

Premisas básicas del ejercicio fiscal

	2006	2007
PIB corriente (MM Bs.)	390.457.362	493.600.000
Tasa de crecimiento del PIB Real (%)	10,3	6,7
Inflación promedio (%)	13,5	17,2
Tipo de cambio (Bs./US\$)	2150,0	2150,0
Precio promedio de exportación de la cesta petrolera (US\$/bl)	56,5	54,3

Fuente: BCV y estimaciones propias

Cuadro n°2.

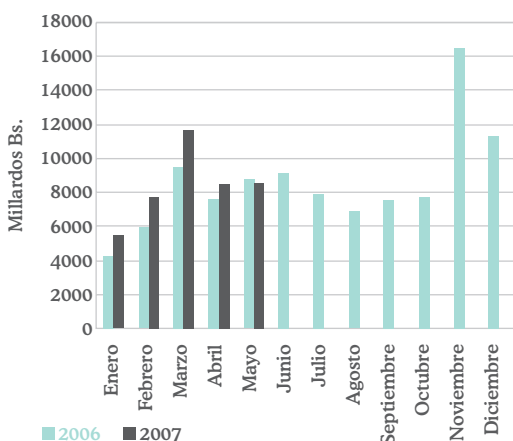
Ingresos y Fuentes de Financiamiento de la República

(Millones de bolívares)

Conceptos	2006	2007 1/	Crec.
Ingresos Corrientes	117.326.096	123.611.690	5,4%
Petroleros	62.047.284	62.627.087	0,9%
ISRL	15.220.148	18.964.778	24,6%
Regalía	43.995.136	40.830.309	-7,2%
Dividendos	2.832.000	2.832.000	0,0%
No Petroleros	55.278.812	60.984.603	10,3%
ISLR	12.416.831	15.849.763	27,6%
IVA	26.253.882	21.484.907	-18,2%
Otros	16.608.099	23.649.933	42,4%
Ingresos de capital	0	0	
Fuentes de Financiamiento	-70.697	6.028.049	-8626,6%
Interno	-5.259.674	297.857	-105,7%
Externo	5.188.977	5.730.192	10,4%
Total Ingresos y Fuentes de Financiamiento	117.255.399	129.639.739	10,6%

1/ Cifras estimadas con base en Proyecto de Ley de Presupuesto y datos SENIAT

Fuente: Ministerio de Finanzas y estimaciones propias

Gáfico 1.
Gasto fiscal primario

Fuente: Ministerio de Finanzas

Mejoran expectativas fiscales pese a recortes al IVA y anclaje cambiario

La reducción del impuesto al valor agregado (tres puntos porcentuales desde el primero de marzo y dos puntos más a hacerse efectiva a partir del primero de julio, lo que llevaría la tasa de 14% a 11%)¹, la ampliación de los rubros exentos de este impuesto, y el anclaje cambiario plantean algunos interrogantes con relación a la solidez de las cuentas fiscales. Por otro lado, mejores términos de intercambio a los anticipados (al comienzo del año esperábamos un precio promedio para la cesta de crudos venezolana de 49 US\$/bl, en tanto que en nuestro actual escenario este promedio lo ubicamos en 54,3 US\$/bl) y un crecimiento económico por encima del previsto en la Ley de presupuesto 2007 suponen un efecto, en las cuentas fiscales, contrario al de los ajustes al IVA y la fijación del tipo de cambio. Estos desarrollos, y la disponibilidad de información sobre el cierre fiscal del año 2006 y de casi medio año del 2007, nos permiten re-estimar las cuentas fiscales y las más relevantes definiciones de superávit/déficit fiscal y mostrar que si bien se observa algún deterioro del equilibrio fiscal obtenido en el año 2006, este deterioro es menor al que esperábamos al comienzo del presente año.

Ingresos fiscales absorben recortes del IVA

Lo primero a destacar con relación al comportamiento de los ingresos fiscales durante los primeros 5 meses del año es que su componente interno no parece haber sido afectado sustancialmente por el recorte del IVA vigente desde el primero de marzo. Ciertamente, de acuerdo al Servicio Nacional Integrado de Administración Aduanera y Tributaria (SENIAT)², durante este periodo la recaudación por concepto de IVA aumentó 24,5% con relación a igual periodo del año 2006, a pesar de que los recortes estuvieron vigentes 3 de los 5 meses transcurridos. Adicionalmente, se habría sobrepasado la meta del SENIAT para el periodo en 4,8%, lo que básicamente se explicaría por una mayor base impositiva, resultado tanto de un más elevado nivel de producto nominal (a causa de una inflación superior a la prevista) como real -el primer trimestre del año la economía creció 8,8% (el sector no petrolero creció 10,6%), lo que hace suponer un crecimiento para el año 2007 superior al 5% considerado en el presupuesto. Sin embargo, si nos concentramos exclusivamente en el mes de mayo observamos que la recaudación está 2% debajo de la meta, y a esto habría que agregar el efecto de la reducción de dos puntos porcentuales adicionales al IVA a partir del primero de julio. En definitiva, con base en la evolución de la recaudación hasta la fecha, y considerando la estimación del sacrificio fiscal por este concepto que hace el propio SENIAT (11,7 billones), se estiman ingresos fiscales por IVA de 21,5 billones de bolívares, lo que representa una caída de 18,2% respecto de 2006.

A pesar de los menores ingresos por IVA, los ingresos no petroleros se incrementan un 10,3% respecto de 2006, en parte por una mayor recaudación del ISLR (explicada por el aumento nominal de la base de 2006 con relación a la de 2005), como por los otros ingresos no petroleros, que se expanden 42,4%, y entre los cuales cabe destacar los impuestos a la importación que han crecido 57,7% los primeros 5 meses del año respecto a igual periodo del año 2006.

Un aspecto a destacar con relación a los ingresos externos es que debido al anclaje cambiario éstos prácticamente no cambian respecto a los de 2006, ya que se espera volúmenes de producción levemente inferiores y niveles similares de precios. Efectivamente, de acuerdo a lo reportado por el SENIAT hasta la fecha, al precio de referencia usado en la definición del presupuesto (29 US\$/bl en 2007 vs. 26 US\$/bl en 2006) y a nuestra corrección al escenario de precios de la cesta de crudos venezolana (a 54,3 US\$/bl), los ingresos por ISLR del sector petrolero aumentarían 24,6% hasta 19 billones de bolívares, lo que se compensaría con una reducción en la regalía de 7,2%, hasta 40,8 billo-

¹ Al momento de anunciarse estas medidas, el superintendente tributario, José Vielma Mora, estimó el sacrificio fiscal e las mismas en 11,7 billones de bolívares, aproximadamente 2,4% del producto interno bruto y alrededor de 10% de los ingresos originalmente presupuestados en la Ley de presupuesto 2007.

² Ver Informe de Recaudación Gerencia de Estudios Económicos Tributarios Mayo 2007, SENIAT.

nes. Al suponer dividendos equivalentes a los de 2006, se tendría un crecimiento para el total de los ingresos petroleros de apenas un 1%.

En definitiva la agregación de ingresos no petroleros y petroleros determina un crecimiento para los ingresos fiscales en 2007 de 5,4%, que al compararse con el crecimiento del PIB nominal, estimado en 26%, determina una caída en el ingreso fiscal con relación al producto de 30% en 2006 a 25% en 2007.

Se modera crecimiento del gasto

Al concentrar nuestra atención en el gasto fiscal, encontramos que entre enero y mayo de 2007, con relación a igual periodo de 2006, el gasto primario nominal creció 16,4% (ver gráficos 1 y 2), lo que supone una significativa moderación con relación a la dinámica que presentó esta variable en 2006, ya que durante los 5 primeros meses de ese año el crecimiento nominal respecto de su equivalente de 2005 alcanzó un 85,6%. En términos reales, al comparar los mismos periodos se pasó de un crecimiento de 65,6% a una contracción de 2,3%. Es conveniente recordar que para todo el año 2006 el crecimiento nominal alcanzó a 59,7% y el real a 40,7%.

Este notorio cambio en la dinámica de crecimiento del gasto, determina una estimación para el crecimiento del gasto total en 2007 de 10,6%. A esta cifra se llega luego de mantener nuestras estimaciones previas de gasto en remuneraciones (VEB 22,6 billones), intereses (VEB 9,5 billones), inversión directa (VEB 1,7 billones); de estimar en VEB 28,2 billones el gasto en consumo, lo que supone un aumento de 16,4%; y de ajustar al alza las transferencias corrientes y de capital (básicamente reflejando los cambios en los ingresos), que crecen 10% y 11,6% hasta alcanzar VEB 59,5 y VEB 28 billones, respectivamente.

El gasto fiscal como proporción del PIB caería de 30% en el año 2006 a 26,3% en 2007.

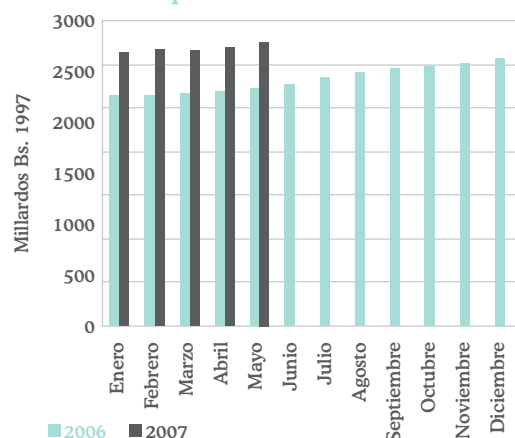
Resultados con deterioro respecto a 2006 pero mejores a los anticipados

En nuestro escenario base previo, al cierre de 2006, anticipábamos un déficit financiero de 1,8% del producto, que corregimos en el ejercicio que presentamos a 1,2% del PIB. Igualmente, de acuerdo a este ejercicio y en términos estáticos, el superávit primario, a pesar de reducirse 1,4% supone una senda de sostenibilidad fiscal. Por otro lado, un concepto de superávit/déficit fundamental en el caso venezolano, dada la importancia que tienen los ingresos externos, de gran inestabilidad, es el déficit interno; definido en este caso como ingresos no petroleros menos gasto total más servicio de la deuda externa, vale decir, el concepto más relevante para medir la incidencia monetaria del gobierno central. Es claro que la evolución positiva de los ingresos no petroleros y el estancamiento de los petroleros, para un nivel de gasto dado, supone una mejora de este indicador. Uno de los aspectos positivos que presentan las finanzas públicas en los últimos años, es precisamente el aumento de la participación de los ingresos no petroleros en los ingresos totales. En el ejercicio que presentamos estos ingresos pasan de una contribución de 47% en 2006 a una de 49% en 2007, lo que no es poca cosa en medio de un *boom* de ingresos petroleros.

No se puede concluir el repaso que hacemos a la coyuntura fiscal sin mencionar los otros agentes del sector público venezolano que son determinantes para intentar determinar las implicaciones macroeconómicas que tiene el accionar del sector público en la economía venezolana: Petróleos de Venezuela (PDVSA) y el Fondo de Desarrollo Nacional (FONDEN). En este sentido, un ingrediente indispensable en la elaboración de una estimación del resultado del Sector Público Restringido³, y de una definición de sector público que incluya a FONDEN, es la disponibilidad de información suficiente y oportuna de estas instituciones y de sus planes financieros. Lamentablemente, éste no es el caso, por lo que a la revisión que presentamos del resultado fiscal del gobierno central sólo podemos agregar la previsión de un leve deterioro en el déficit fiscal del sector público restringido, que en 2006 alcanzó a 1,5%.

³ El Sector público restringido, además de PDVSA incluye al Fondo de Garantía de Depósitos, el Instituto Venezolano de los Seguros Sociales y una muestra de empresas públicas no financieras.

Gáfico 2.
Gasto fiscal primario real



Fuente: Ministerio de Finanzas y cálculos propios

Cuadro n°3.
Clasificación Económica del Gasto
(Millones de bolívares)

Conceptos	2006	2007 1/	Crec.
Total Gastos	117.255.401	129.639.739	10,6%
Gastos Corrientes	86.491.904	97.224.461	12,4%
Gastos de Consumo	24.225.095	28.198.011	16,4%
dc/Remuneraciones	14.874.217	22.640.756	52,2%
Renta de la Propiedad	8.157.766	9.492.301	16,4%
dc/Intereses	8.157.766	9.489.142	16,3%
Transferencias Corrientes	54.109.043	59.534.150	10,0%
Gastos de Capital	26.346.671	29.670.497	12,6%
Inversión Directa	1.291.113	1.712.336	32,6%
Transferencias de Capital	25.055.558	27.958.161	11,6%
Gasto extrapresupuestario	2.522.729		-100,0%
Concesión neta de préstamo	1.894.097	2.744.781	44,9%

1/ Cifras estimadas con base en Proyecto de Ley de Presupuesto y datos MF
Fuente: Ministerio de Finanzas y estimaciones propias

Cuadro n°4.
Resultado Fiscal (% PIB)

Conceptos	2006	2007
Corriente	7,9	5,3
Financiero	0,0	-1,2
Primario	2,1	0,7
Interno	14,7	-12,8

Fuente: Ministerio de Finanzas y estimaciones propias para 2007

Cuadro n°1.

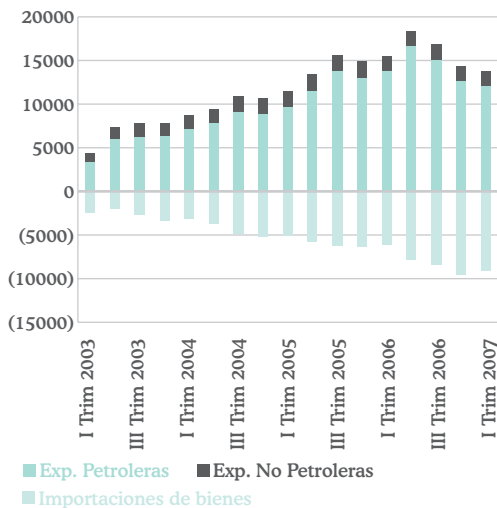
Balanza de pagos venezolana trimestral resumida

(Millones de US\$, en los trimestres indicados)

	I Trim 2006	IV Trim 2006	I Trim 2007
Cuenta corriente	7.004	4.238	3.662
Saldo en bienes	9.329	4.742	4.571
Exportaciones de bienes f.o.b.	15.534	14.399	13.679
Petroleras	13.896	12.738	12.057
No petroleras	1.638	1.661	1.622
Importaciones de bienes f.o.b.	-6.205	-9.657	-9.108
Saldo en servicios	-841	-1.208	-1.115
Saldo en renta	-1.467	720	245
Saldo en bienes, servicios y renta	7.021	4.254	3.701
Transferencias corrientes	-17	-16	-39
Cuenta de capital y financiera	-5.584	-1.583	-8.296
Inversión directa	-2.025	-212	-1.055
Inversión de cartera	-801	455	-2.507
Otra inversión	-2.758	-1.826	-4.734
Errores y omisiones	-376	-738	-972
Saldo en transacciones			
Corrientes y de capital	1.044	1.917	-5.606
Reservas	-1.044	-1.917	5.606
Activos	-922	-1.919	5.536
BCV	-915	-1.909	5.547
FEM	-7	-10	-11
Pasivos del BCV	-122	2	70

Fuente: BCV

Saldo en bienes de la cuenta corriente discriminado por componentes



Fuente: BCV

¿Déficit Global de Balanza de Pagos sin desmejora de la liquidez externa?

A mediados de mayo, el Banco Central de Venezuela dio a conocer las cifras preliminares de la evolución de las cuentas externas de la República durante el primer trimestre del año que, expresadas en la Balanza de Pagos, mostraron como resultado un déficit global de US\$ 5.606 Millones, explicado fundamentalmente por la conjunción del superávit en cuenta corriente de US\$ 3.662 MM y el déficit de US\$ 8.296 MM en la Cuenta de capital y financiera. No obstante, el análisis del resultado reseñado - y su extensión a lo ocurrido el resto del primer semestre del año -, muestra que este no se tradujo en una merma significativa de la liquidez externa de la República, toda vez que reflejó, en gran medida, los movimientos al exterior de activos mantenidos por el sector público consolidado, particularmente por los incrementos del FONDEN y la cuenta de tesorería en divisas de PDVSA.

Petróleo sostiene el resultado de la Cuenta Corriente.

El resultado positivo de la cuenta corriente de la balanza de pagos continuó soportado en el importante monto de las exportaciones petroleras, que ubicadas en US\$ 12.057 MM, alcanzaron a representar el 88,1% de las exportaciones totales del primer trimestre del año (US\$ 13.679 MM) y condujeron el saldo en bienes hasta los US\$ 4.571 MM, tras la realización de importaciones en el mismo período por US\$ 9.108 MM.

En perspectiva, la dinámica de la evolución de la cuenta corriente muestra una desmejora progresiva en los últimos cuatro trimestres, explicada, básicamente, tanto por el descenso de las exportaciones de bienes¹ como por el incremento de las importaciones², de manera que el saldo comercial muestra una caída neta el primer trimestre de 51,0% con respecto al primer trimestre de 2006, al descender en términos absolutos US\$ 4.758 MM y ubicarse en US\$ 4.571 MM.

Sin embargo, dando por descontado que el BCV no modificará su línea de política cambiaria, manteniendo, al menos, los niveles de flexibilización alcanzados en el marco del régimen administrado de divisas, y que no se introducirán cambios sustanciales en la política comercial actual, la continuidad del deterioro de la cuenta corriente en los próximos trimestres no parece una tendencia firmemente establecida, ya que a las expectativas de incrementos de las importaciones, asociadas a la importante presión de demanda interna³ y a la apreciación real del signo monetario nacional, se contraponen las expectativas de un repunte de las exportaciones petroleras en los próximos meses, sobre la base del mantenimiento de los elevados precios del petróleo en el mercado mundial.

Debe hacerse notar que el mantenimiento de los precios del petróleo en niveles más elevados que los esperados a principios de año y el incremento de la probabilidad asociada a un escenario en el que el precio promedio del hidrocarburo cierre el 2007 en niveles similares al 2006, constituyen un aval del desempeño superavitario de la balanza comercial, al tener en cuenta el importante impacto de la evolución de los precios petroleros sobre el monto de las exportaciones petroleras, el cual queda manifiesto en la importante correlación existente entre las variaciones del valor de las exportaciones petroleras y las variaciones de los precios del petróleo.

¹ Las exportaciones totales de bienes muestran un descenso de 11,9%, al comparar el saldo del trimestre del año con respecto a su similar de 2006.

² Las importaciones del primer trimestre de 2007 muestran un incremento de 46,8% en el trimestre con respecto al primer trimestre del año anterior.

³ Como se reseña en el artículo "Sector Real", el crecimiento interanual de la demanda agregada global y la oferta interna, entre el primer trimestre del año y su similar de 2006, fue de 17,2% y 8,3% respectivamente.

Incremento de activos públicos externos profundiza déficit en la cuenta de capital.

El déficit en cuenta de capital y financiera (US\$ 8.296 MM) mostró un importante incremento con respecto al trimestre anterior al experimentar un aumento en términos absolutos de US\$ 6.713 MM (424,1%), dado el crecimiento de las posiciones externas netas de los sectores público y privado, de manera que tanto la Inversión directa, la inversión en cartera y el componente de otra inversión presentaron saldos deficitarios de US\$ 1.055 MM, US\$ 2.507 MM y US\$ 4.734 MM, respectivamente.

De acuerdo a lo informado por la autoridad monetaria el resultado en inversión directa se atribuyó a la repatriación de utilidades de empresas de capital foráneo y a la existencia de facturas petroleras por cobrar, mientras que el déficit de la inversión de cartera se asoció al incremento del activo del sector público (la recomposición de tenencias del FONDEN jugó un papel importante) y en menor medida al crecimiento de los activos del sector privado ligados a la posesión de títulos de deuda (US\$ 287 MM, adquiridos en el marco de la emisión del Bono Sur II). El importante dinamismo de las Otras inversiones, reflejó de manera determinante el impacto de las transferencias de recursos realizadas en el período al FONDEN (US\$ 4.500MM).

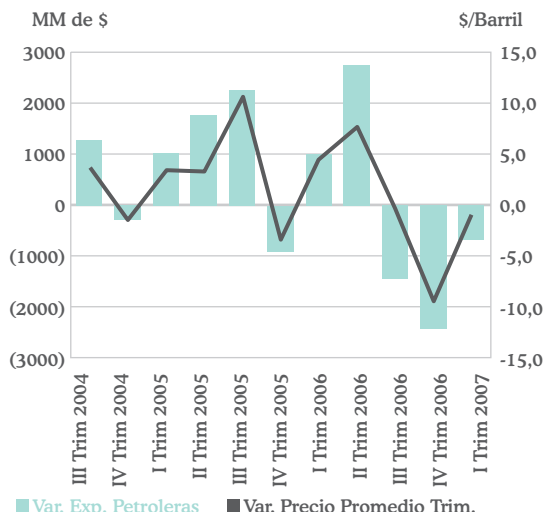
Si se considera que en el segundo trimestre del año se completó el traspaso de fondos al FONDEN por US\$ 2.270 MM (totalizando US\$ 6.770 MM en el año), PDVSA incrementó la colocación de fondos en sus cuentas en divisas, tras la recepción de fondos obtenidos por emisión de los US\$ 7.500 MM liquidados en abril y tomados por unidades económicas privadas que incrementaron sus posiciones externas, y se ha reducido el monto de las inversiones extranjeras en país, tras los procesos de nacionalización llevados a cabo en los sectores de telecomunicaciones, electricidad y petrolero, parece claro que el déficit en la cuenta de capital y financiera se habrá incrementado, explicando de manera significativa el descenso observado de las reservas internacionales en posesión del BCV, que al 15 de junio, se ubicaban en 25.500 MM de dólares (incluye FEM), acumulando un descenso de 31,9% en el transcurso del año.

Reducción de las reservas del BCV por Traslferencias al FONDEN no es neutral.

Si bien el comportamiento de las reservas internacionales no ha sido entendido como una perdida significativa de liquidez externa del país, entendida esta como la disponibilidad de recursos líquidos para hacer frente a los compromisos financieros eventuales y a los previamente contraídos por la República, posee implicaciones que le hacen trascender al hecho de una simple transferencia de recursos con impactos neutrales. Las implicaciones inmediatas de los movimientos de activos reseñados que se comentan a continuación se resumen en:

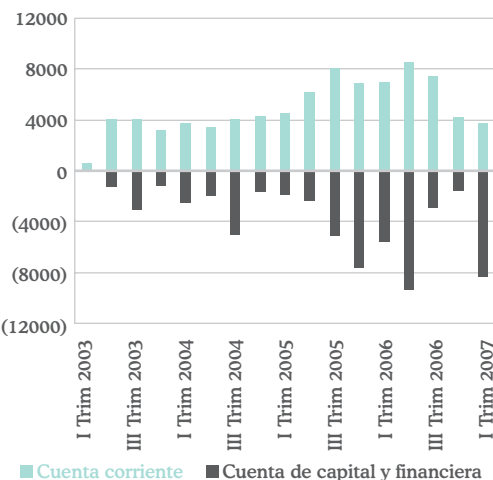
- Disminución del respaldo monetario de los recursos líquidos disponibles internamente en la economía, acrecentando las expectativas de devaluación a corto y mediano plazo.
- Incremento de la vulnerabilidad de la economía ante shocks externos negativos.
- Menor capacidad para la flexibilización cambiaria mediante el mecanismo oficial de asignación (CADIVI) y liquidación de divisas (BCV)
- Debilitamiento del rol del BCV en el desarrollo de la política monetaria.

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



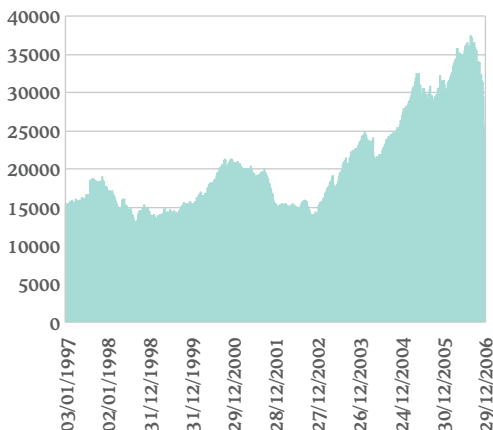
Fuente: BCV, MEP y cálculos propios

Saldos trimestrales de la cuenta corriente y cuenta de capital y financiera (Millones de US\$)



Fuente: BCV

Evolución semanal de las Reservas Internacionales Totales (incluye FEM) (Millones de US\$)



Fuente: BCV

Precio promedio trimestral de la canasta petrolera venezolana (US\$/barril)



Fuente: MEP

Si bien las perspectivas de que se mantengan las condiciones de precios del petróleo favorables para el país parece garantizar un flujo neto positivo de divisas acorde a los volúmenes requeridos para el abastecimiento de divisas, en los niveles mantenidos en el mercado interno oficial en la actual coyuntura y en el contexto del régimen administrado de divisas vigente, algunos elementos del esquema de distribución de los activos externos de la República subrayan el debilitamiento del signo monetario nacional en una perspectiva temporal más amplia.

Así al reducirse las reservas operativas en poder del BCV la demanda potencial por unidad de divisa se incrementa, esto es, el tipo de cambio contablemente implícito entre las disponibilidades líquidas de la economía (medidas corrientemente, en términos agregados por la Liquidez monetaria M2) y las divisas con las que se cubre su eventual demanda (reservas operativas del BCV) se incrementa, produciéndose una devaluación implícita en términos contables. En términos simples, se redujo la cobertura en divisas de cada bolívar poseído por los distintos agentes de la economía nacional.

Aunque las expectativas de un abastecimiento satisfactorio en el corto plazo pueden relajar las presiones de demanda sobre le tipo de cambio, las perspectivas de sostenibilidad en el largo plazo se hacen más frágiles, - más aún cuando la tendencia creciente de las importaciones es acentuada por la sobrevaluación del signo cambiario, dados los diferenciales inflacionarios entre Venezuela y sus principales socios comerciales -, por lo que se incrementan las expectativas de devaluación a mediano plazo, haciéndose más sensibles a las variaciones del entorno percibidas como vulnerabilidades del sistema (caída de precios del petróleo, factores de insostenibilidad de la expansión fiscal, shock adversos de inversión y similares).

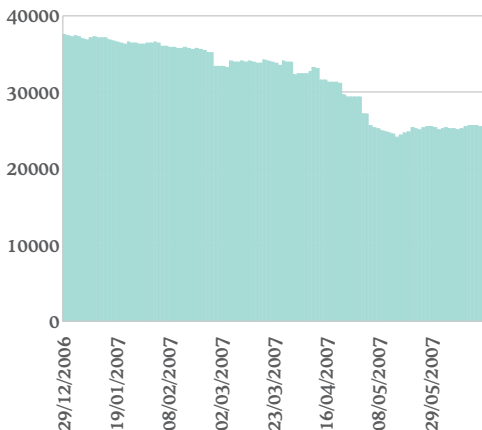
Aún cuando el régimen administrado de divisas permite regular el flujo neto de divisas impidiendo una crisis de reservas ante un ataque especulativo contra el bolívar, las consecuencias impuestas al resto de la economía por la dinámica en el mercado paralelo de divisas puede imponer fuertes presiones al ajuste del tipo de cambio nominal en el mercado regulado, particularmente si el mercado no oficial expande su dimensión, animado por su propia dinámica y las expectativas conexas.

Un cálculo sencillo muestra la dimensión de la devaluación contable acaecida por el descenso de reservas antes reseñado. Estimando *grosso modo* el tipo de cambio contable implícito (TCCI), como el cociente entre M2 y el monto de reservas en el BCV, se observó que el TCCI pasó de 3.173 Bs./\$ al cierre de 2006 hasta 4.649 Bs./\$ el primero de junio pasado, depreciándose en términos de dólares⁴ en el orden de 31,8%.

Un impacto adicional, menos comentado públicamente, de esta reducción de reservas en el BCV, se refiere a la limitación en el alcance de la flexibilización cambiaria que impone una reducción tan significativa de reservas, al restringir las posibilidades de liquidación del BCV en horizontes amplios, en los que la autoridad monetaria programa su presupuesto de liquidaciones, se impone una restricción al nivel de amplitud de la cobertura de divisas oficiales en el tiempo. De esta forma se restringe intertemporalmente la capacidad de usar el mecanismo de esterilización cambiaria como instrumento de política monetaria en el control del crecimiento monetario y la evolución de la inflación.

Observando con mayor atención lo antes mencionado queda claro que la redistribución de activos externos en el actual esquema (BCV – FONDEN – PDVSA) debilita el alcance de la acción del BCV sobre las

Reservas internacionales venezolanas totales en 2007. (SalDOS diarios en MM de US\$)



Fuente: BCV

⁴ La pérdida de valor implícita contablemente se estima en términos de dólares, calculando la variación porcentual del inverso del tipo de cambio

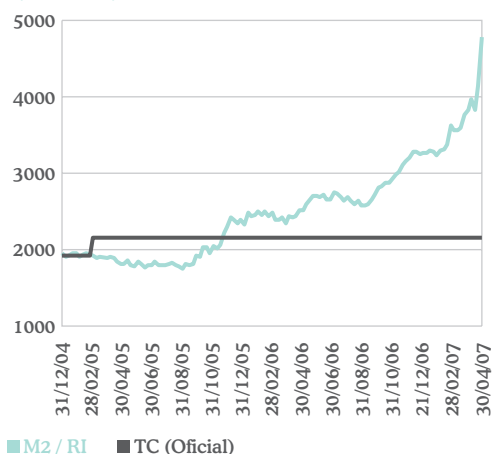
variables monetarias en un horizonte temporal amplio, incrementando el peso específico de las decisiones de política fiscal en el desenvolvimiento monetario; de allí que la coordinación entre las autoridades responsables del desenvolvimiento fiscal – monetario adquiera una mayor relevancia en función del logro de los objetivos de inflación y crecimiento propuestos.

Al debilitamiento del BCV en la rectoría de los aspectos monetarios hay que agregar la merma de ingresos percibidos por el ente, inducida por la reducción de sus “activos productivos”. En el pasado reciente, las pérdidas operativas del BCV forzaron ajustes en la instrumentación de la política monetaria que, dirigidos a la reducción de su costo, implicaron el descenso de tasas de los instrumentos de absorción y el incremento del encaje legal (se desplazó parte del costo de la política monetaria al sector financiero), de manera que en las actuales circunstancias, la reducción de divisas en poder del BCV disminuye las posibilidades de ajustes al alza de la tasa de interés de los instrumentos de absorción (una medida ortodoxa de política monetaria antiinflacionaria) y la expansión de la absorción monetaria mediante operaciones de mercado abierto.

Así, la valoración de la distribución de los activos externos de la nación en el actual esquema y la consecuente reducción de reservas en poder del BCV se traduce en un debilitamiento de la autoridad monetaria como hacedor de política, desplazando hacia las decisiones de política fiscal buena parte de esa responsabilidad y haciendo que las expectativas cambiarias se hagan más sensibles a las vulnerabilidades del sistema, acrecentando los riesgos de una menor estabilidad cambiaria y monetaria a mediano y largo plazos.

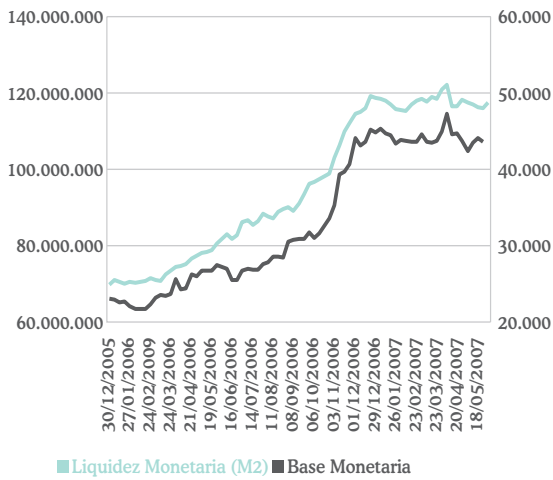
Tipo de cambio contable implícito y tipo de cambio oficial para la venta

(Bs. / US\$)



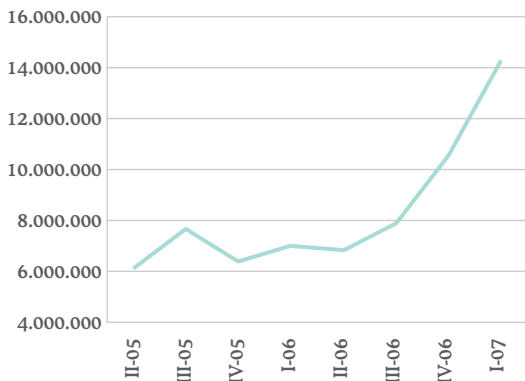
Fuente: BCV y cálculos propios

Evolución semanal de los principales agregados monetarios 2006-2007 (MM de Bs.)



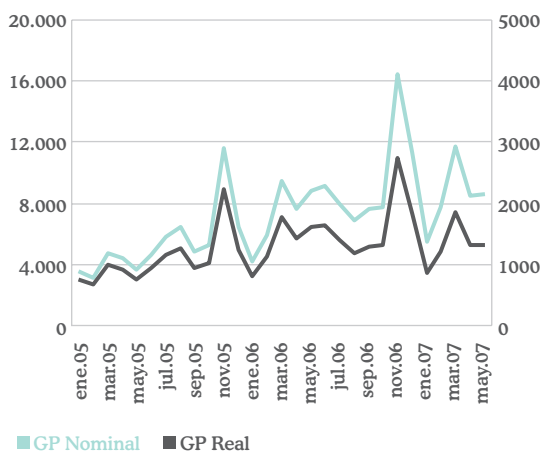
Fuente: BCV

Esterilización Monetaria Neta trimestral mediante el mecanismo cambiario oficial incluyendo ALADI (MM de Bs.)



Fuente: BCV y cálculos propios

Gasto primario del Gobierno central nominal y real. (MM de Bs. y MM de Bs. de 1997)



Fuente: Min. Finanzas y cálculos propios

Contenido el crecimiento monetario.

La evolución de los principales agregados monetarios nacionales durante los primeros cinco meses del año y, como seguramente continuará hasta la finalización del primer semestre, contrasta con el pronunciado crecimiento monetario característico de los tres últimos años. Al 25 de mayo, tanto la base como la liquidez monetaria mostraban, respectivamente, contracciones de 2,7% y 2,3% con relación a sus niveles de cierre de 2006.

El comportamiento monetario descrito ha sido esencialmente determinado por la confluencia de la profundización de los mecanismos de esterilización monetaria y el descenso de la intensidad del crecimiento monetario neto inducido por el gasto público, siendo las expresiones básicas de ambos procesos, la profundización de la flexibilización del control cambiario, en el primer caso, y el desarrollo de una política fiscal que, si bien continúa mostrando un sesgo expansivo, ha sido más moderada que en años anteriores.

Con la liquidación de US\$ 4.542 Millones en Mayo (la cifra de liquidación mensual de divisas más elevada desde la entrada en vigencia del régimen administrado de divisas, en 2003), el BCV completó en los primeros cinco meses del año un monto total de divisas liquidadas de US\$ 16.304 millones¹, lo cual permite proyectar que al cierre del primer semestre del año, la liquidación de divisas superará, en el orden del 60%, el volumen liquidado en igual período, el año anterior. Este comportamiento del mercado cambiario oficial apunta a una postura de flexibilización cambiaria cuya sostenibilidad estará significativamente condicionada por la evolución del flujo de reservas internacionales del país.

Adicionalmente, junto al incremento absoluto de los volúmenes liquidados, la intensidad de la esterilización monetaria por unidad de divisa liquidada ha aumentado. Tal como muestran las cifras suministradas por el BCV sobre el flujo trimestral de divisas en el mercado controlado, la relación entre divisas recibidas y entregadas disminuyó, es decir, los egresos de divisas liquidadas por el BCV crecieron más que proporcionalmente con respecto a los ingresos, resultando un incremento del impacto de esterilización monetaria asociado, en promedio, a cada dólar liquidado en el mercado controlado.

Los claros indicios de flexibilización cambiaria, fueron acentuados por las importantes emisiones de instrumentos financieros en el mercado interno, que se han presentado a los agentes nacionales como mecanismos alternativos para la adquisición de posiciones en divisas, tal fue el caso de las emisiones del Bono Sur II (US\$ 1.500 MM) y los Bonos de PDVSA (7.500MM) ocurridas el primer semestre del año.

Por otra parte, la información disponible ofrece claros indicios de que el gasto público consolidado ha moderado el ritmo de su expansión. Así, por ejemplo, el gasto primario del Gobierno Central realizado al 25 de Mayo mostraba una expansión nominal de 16,4% con respecto al realizado los primeros cinco meses de 2006, equivalente, en términos reales, a una contracción del gasto de 2,5%. Un resultado que parece indicar que el ritmo de expansión nominal del gasto continuará alineado con una moderada expansión real.

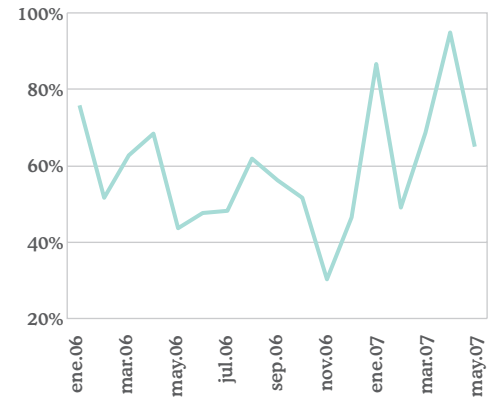
Un elemento adicional que ha impactado el desenvolvimiento monetario derivado de la gestión fiscal ha sido la importante expansión de los ingresos tributarios captados por el Seniat, que acumulaban al cierre de mayo un monto de Bs. 30,2 billones, cumpliendo 128,3% de la meta trazada para el período y expandiendo 42,0% la recaudación fiscal no petrolera con respecto al lapso equivalente del año anterior. Una importante implicación de ello ha sido la menor incidencia monetaria

primaria promedio del gasto, es decir, se ha reducido el impacto en el crecimiento monetario primario ligado a cada unidad de gasto realizado.

En este entorno, el esquema de política adoptado por el BCV se tradujo en una reducción significativa del monto monetario absorbido por la autoridad monetaria mediante instrumentos de crédito, cuyo monto al 25 de mayo (Bs.23,9 billones), mostraba un descenso de 31,5% con respecto al cierre de 2006. En este comportamiento incidió de manera muy significativa la colocación de los Bonos de PDVSA en abril. Entretanto, el encaje legal mostraba a mayo una expansión de 7,5% creciendo a un ritmo decreciente, impulsado por el menor dinamismo del volumen total de captaciones mantenidas en el sistema bancario.

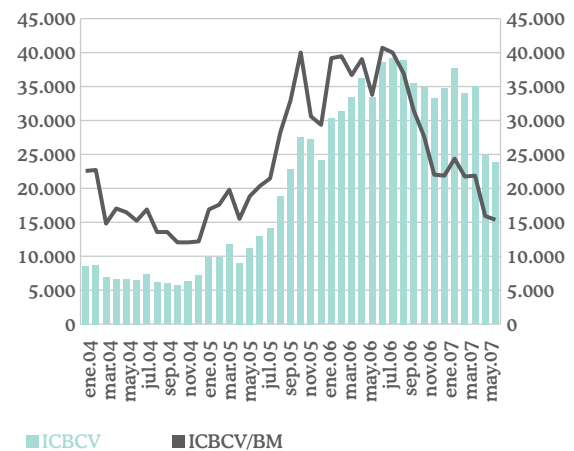
El comportamiento monetario observado la primera parte del año, reseñado en esta nota, puede ser valorado como una señal positiva, al ser consistente con la intencionalidad y compromiso, hecho explícito por los responsables de la política económica, de dirigir esfuerzos hacia la promoción de la desaceleración del proceso inflacionario observado en la actual coyuntura.

Recaudación no petrolera (Seniat)/Gasto primario del Gobierno Central



Fuente: Seniat y cálculos propios

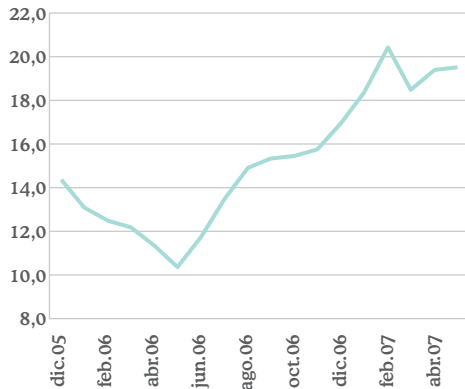
Absorción Monetaria del BCV mediante instrumentos de Crédito (MM de Bs, y % de BM)



Fuente: BCV y cálculos propios

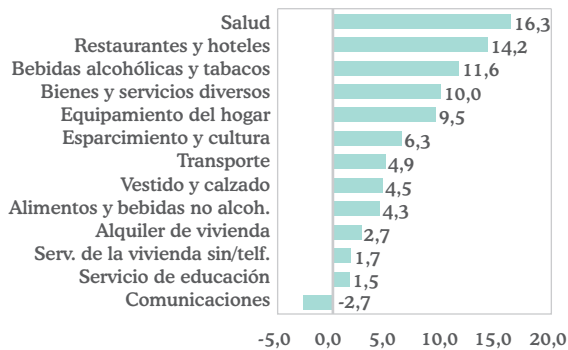
Inflación al Consumidor acumulada en doce meses

(inflación puntual, %)



Fuente: BCV

Variación de Precios Acumulada por Grupos a mayo 2007



Fuente: BCV

Cuadro n°1. Ponderación promedio mensual en la canasta de consumo referencial en 2007 (%)

	Ponderación Promedio mes
Alimentos y bebidas no alcohólicas	29,57
Transporte	13,97
Alquiler de vivienda	9,74
Restaurantes y hoteles	8,19
Equipamiento del hogar	5,82
Servicio de educación	5,67
Salud	5,38
Bienes y servicios diversos	5,11
Comunicaciones	4,14
Esparcimiento y cultura	3,92
Vestido y calzado	3,76
Servicios de la vivienda s/ teléfono	3,14
Bebidas alcohólicas y tabacos	1,60

Fuente: BCV y cálculos propios

Persistencia inflacionaria

La evolución del nivel general de precios al consumidor en el transcurso del año revela que la economía venezolana continúa mostrando significativas presiones inflacionarias subyacentes, aún cuando las medidas de política económica adoptadas para hacerle frente, particularmente, la contención del crecimiento monetario, la reducción del IVA y un conjunto de medidas administrativas dirigidas al control de precios y de abastecimiento han matizado el crecimiento de los precios.

De acuerdo a cifras publicadas por el Banco Central de Venezuela, el Índice General de Precios al Consumidor del Área Metropolitana de Caracas (IPC), acumula crecimientos de 5,9%, los primeros cinco meses del año, y de 19,5% los últimos doce meses.

Al observar la evolución de los precios en los grupos que componen el IPC durante el 2007, se tiene que los bienes y servicios incluidos en los rubros "Salud", "Restaurantes y hoteles" y "Bebidas alcohólicas y tabacos", son los que han experimentado mayor inflación hasta mayo, mostrando variaciones de precios de 16,3%, 14,2% y 11,6%, mientras que "Comunicaciones (-2,7%)", "Servicio de educación (1,5%) y "Servicio de la Vivienda (1,7%) fueron los rubros con menor dinamismo inflacionario.

Sin embargo, al considerar la incidencia por grupo en la inflación acumulada durante el 2007, ponderando la variación de precios acumulada en el año por la participación promedio mensual de cada rubro en la canasta referencial de consumo tomada por el BCV para la estimación mensual del índice, se observa que los precios del grupo de alimentos y bebidas no alcohólicas fue el de mayor peso en la determinación de la inflación del periodo, explicando el incremento de 1,28 puntos porcentuales en el IPC durante el año, equivalentes al 21,5% de la variación total de precios acumulada hasta mayo (5,94pp); este resultado es explicado, básicamente, por la importancia relativa del rubro dentro de la canasta de consumo, toda vez que acumula una variación de precios relativamente moderada en el período (4,3%). En orden de importancia siguieron las incidencias de los grupos "Restaurantes y hoteles" (1,17pp) y "Salud" (0,88pp), impulsadas por las variaciones de precios experimentadas. La incidencia conjunta de los grupos mencionados explicó el 55,8% de la inflación del período.

La moderación del crecimiento de los precios de los alimentos y bebidas no alcohólicas en el transcurso del año, ha mitigado las diferencias inflacionarias experimentadas por los distintos grupos de ingresos, al ser mayor la ponderación del rubro en los estratos de menores ingresos, de allí que, en los estratos I, II y III, se acumulan a Mayo inflaciones de 5,5%, 5,4% y 5,5%, mientras que en el estrato IV (mayores ingresos) la inflación acumulada en el 2007 ha sido relativamente mayor (6,2%). Sin embargo, el importante crecimiento de los precios del rubro los últimos doce meses (29,6% al mes de mayo), ha sido solo superado por el crecimiento acumulado de los precios del grupo de Restaurantes y hoteles (32,6%), por lo que su incidencia ha sido determinante para que, en los últimos doce meses, los estratos de menores ingresos experimentaran inflaciones relativamente más elevadas que los estratos de mayores ingresos. En los últimos doce meses las variaciones de precios experimentadas por los estratos I, II, III y IV fueron de 22,9%, 22,0%, 19,7% y 18,4% respectivamente.

En el análisis del fenómeno inflacionario es necesario diferenciar entre los movimientos puntuales, coyunturales, de precios y el impulso tendencial de su crecimiento, que define, con mayor precisión, al proceso inflacionario como tal, por ello, tomando la evolución del Núcleo inflacionario como indicador de la inflación subyacente, dado que ex-

cluye el impacto en el nivel de precios de los rubros más volátiles, con marcados comportamientos estacionales y/o sujetos a control, se observó que en la actual coyuntura la economía muestra un persistente impulso inflacionario, manifiesto desde mediados de 2006, cuando la tendencia de las variaciones mensuales del indicador han mostrado un claro sesgo ascendente.

Por su parte, el índice de precios al mayor (IPM) acumula durante el 2007 un crecimiento de 7,2%, impulsado básicamente por el crecimiento de los precios de los bienes y servicios de origen nacional cuya expansión en el período se ubicó en 8,1%, mientras que los precios de los bienes y servicios de origen importado aumentaban sólo 4,3%.

Del conjunto de factores que han condicionado la evolución de los precios en la coyuntura reseñada destacan las presiones derivadas del mayor dinamismo de la demanda agregada con respecto a la oferta interna, que si bien ha sido mitigada por el importante crecimiento de las importaciones, continúa motivando ajustes de precios sectoriales. Junto a estas, el movimiento inercial de los precios, asociado a las expectativas de su evolución y a la anticipación de su impacto en costos, ha ejercido presiones adicionales al alza de los precios.

Otro factor importante en la explicación de la evolución de los precios, por su impacto en costos, está asociado al crecimiento de la remuneración al trabajo. De acuerdo al índice de remuneraciones a los asalariados emitido por el BCV, estas experimentaron un incremento de 2,4% el primer trimestre del año, completando un incremento anual de 12,1%, al cierre de ese período. Adicionalmente, el incremento de 20% del salario mínimo, vigente a partir del primero de mayo pasado por decreto presidencial supondrá presiones adicionales sobre los precios en los próximos meses.

Un estimado del impacto del incremento del salario mínimo decretado, sobre el nivel general de precios, considerando solo el canal de transmisión por la vía del costo¹, supone un incremento acumulado en los precios al cierre del año de 0,9% y de 1,4% en 12 meses, induciendo incrementos de 0,3% y 0,15% en los meses de mayo y junio respectivamente, con impactos adicionales sobre las variaciones mensuales del IPC, que convergen a cero, de manera progresiva, en un horizonte temporal más amplio, como se muestra en el gráfico anexo.

En una perspectiva de corto y mediano plazo, es previsible que las distensiones sobre el crecimiento de los precios, inducidas por los efectos rezagados y puntuales asociados a la contención del crecimiento monetario y la reducción de 2 pp del IVA a partir del primero de julio, deberán reflejarse en el desenvolvimiento del IPC el segundo semestre del año. Sin embargo, en el largo plazo, el devenir del proceso inflacionario venezolano continuará sujeto a la evolución de los determinantes estructurales que han impulsado los precios en meses recientes.

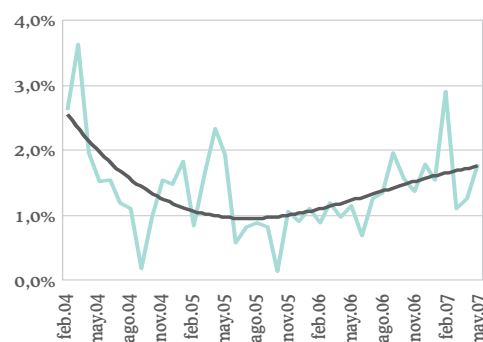
¹ Se especificó un modelo BVAR, usando las previas de Minnesota (Litterman) incluyendo como variables endógenas al logaritmo del salario mínimo y las primeras diferencias del logaritmo del IPC y M2.

Cuadro n°2.
Incidencia por grupo en la inflación acumulada en 2007 (Mayo)

	Incidencia Abs. (pb)	Rel. (%)
Alimentos y beb. no alcohol.	128	21,5%
Restaurantes y hoteles	117	19,6%
Salud	88	14,8%
Transporte	68	11,4%
Equipamiento del hogar	55	9,3%
Bienes y servicios diversos	51	8,5%
Alquiler de vivienda	26	4,3%
Esparcimiento y cultura	25	4,1%
Bebidas alcohólicas y tab.	19	3,1%
Vestido y calzado	17	2,9%
Servicio de educación	9	1,4%
Serv. de la vivienda s/ telf.	5	0,9%
Comunicaciones	-11	-1,9%

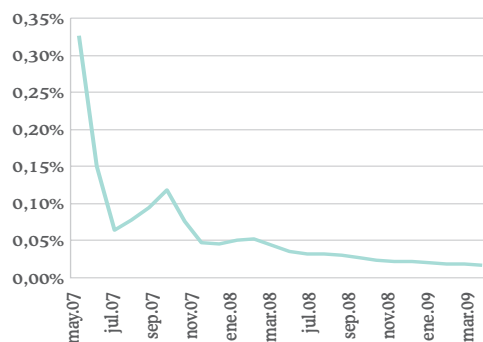
Fuente: BCV y cálculos propios

Variaciones mensuales del Núcleo Inflacionario (%)



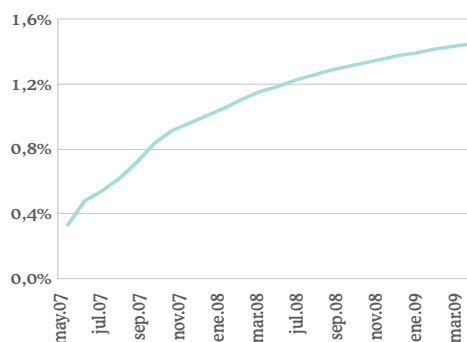
Fuente: BCV y cálculos propios

Simulación del impacto del incremento de 20% del salario mínimo en la variación mensual del IPC (%)



Fuente: BCV y cálculos propios

Simulación del efecto acumulado en la variación del IPC, asociado al incremento de 20% del salario mínimo en l Inflacionario (%)



Fuente: BCV y cálculos propios

Erikson Castro
erikson_castro@provincial.com
Rodolfo Méndez
rodolfo_mendez@provincial.com
Alejandro Puente
alberto_puente@provincial.com

3. Artículos

Producto potencial, brecha y crecimiento

Tal vez la más grande paradoja del desempeño macroeconómico venezolano reciente ha sido el prolongado crecimiento que ha experimentado la economía durante los últimos 14 trimestres, alcanzando un promedio de 12,6% durante el periodo. Al inicio del ciclo, se atribuyó (y con razón) el fuerte crecimiento al “efecto rebote”, luego de los eventos extraeconómicos que condujeron a la profunda contracción del año 2003. Posteriormente, se ha acudido al “sospechoso habitual” en el caso de la economía venezolana: la mejora de los términos de intercambio. Sin embargo, el canal tradicionalmente destacado de las variaciones de los precios del petróleo ha sido su efecto en la demanda agregada, a través del gasto fiscal, anticipándose un crecimiento transitorio debido a la apreciación del bolívar y aumento de las importaciones que seguirían al *boom* de ingresos. Este diagnóstico ha llevado a una mayoría de analistas a la conclusión de que la fase ascendente del ciclo sería de corta duración, y a pronósticos de rápida desaceleración.

De modo que parte de los errores de estimación cometidos se explican por sorpresas en el mercado petrolero (principalmente originadas en factores geopolíticos, aunque también climatológicos, como el huracán Katrina), pero indudablemente este factor asociado a canales de transmisión e instrumentos tradicionales no permiten explicar y entender el prolongado ciclo de crecimiento del que hemos sido testigos.

En el presente artículo, precisamente, intentamos resolver éste *puzzle*, para lo cual en primer lugar revisamos los canales a través de los cuales el sector petrolero afecta el desempeño de la economía no petrolera, redefiniendo la función de producción del sector no petrolero de la economía, incluyendo los términos de intercambio como una variable que no sólo incide en la demanda, sino también actúa como un factor productivo que explica las variaciones en la frontera de producción. Adicionalmente, cuestionamos los instrumentos tradicionales usados en la estimación del potencial de producción - que emplean alternativamente funciones de producción tipo Cobb-Douglas, filtros o una combinación de ambos -, y proponemos el uso de un modelo estado espacio con coeficientes variables para la estimación de una función de producción con variables observables (factores de producción) y como componente no observable la productividad total de los factores (PTF).

De manera que desde la perspectiva metodológica, con el presente artículo, se cierra (al menos de forma preliminar) la agenda de investigación que iniciamos con el Situación Venezuela II trimestre 2006, donde presentamos estimaciones de *stock* de capital ajustadas por retiros y depreciación, y continuamos en el Situación Venezuela III trimestre 2006, donde presentamos estimaciones del “*stock* de capital humano”, con base en una aplicación de la ecuación de Mincer.

Hechos estilizados del crecimiento reciente

A grandes rasgos, el ciclo de crecimiento que se inicia el cuarto trimestre del año 2003 se ha caracterizado por una fuerte expansión de la demanda agregada interna que, con un crecimiento trimestral anualizado promedio de 21,3% en el periodo, casi duplica el crecimiento promedio reportado del PIB (12,6%), ver Tabla 1. Dada la insuficiente producción doméstica para satisfacer la demanda, la oferta se complementa con un notable crecimiento promedio trimestral de las importaciones para el periodo señalado, que alcanza a 40,3%. El diagnóstico usual de un desequilibrio entre demanda agregada interna y oferta doméstica de la magnitud señalada es el de una economía *recalentada*, con fuertes

presiones inflacionarias y crecimiento no sostenible. En este sentido, luego de la recesión que se extendió entre el primer trimestre de 2002 y el tercer trimestre de 2003, tan temprano como el segundo trimestre de 2004 el crecimiento de la demanda agregada interna (28,3) más que duplicaba el crecimiento del PIB (13,1%) y las importaciones daban un salto de 68,1%. En niveles (a bolívares constantes de 1997), ya desde el primer trimestre del mismo año la demanda interna superaba al producto. Sin embargo, recién en mayo de 2006 se da una inflexión en la tasa de inflación y observamos que la inflación anualizada pasa de 11,8% el segundo trimestre de 2006 a 15,3% en el tercer trimestre del mismo año, aunque la economía continúa creciendo fuertemente hasta el primer trimestre de 2007.

Variables macroeconómicas seleccionadas

A precios constantes de 1997

(Variaciones porcentuales con respecto al mismo período del año anterior)

	Oferta global	PIB	Importaciones	Dem. Interna	Dem. Externa	Inflación
I-03	-28,3	-26,7	-35,0	-24,1	-42,5	34,1
II-03	-12,3	-5,5	-39,6	-16,1	0,3	34,2
III-03	-8,2	-6,5	-15,9	-7,0	-11,5	26,6
IV-03	9,0	8,0	13,8	7,2	15,7	27,1
I-04	36,0	36,1	35,9	26,7	77,2	23,6
II-04	20,6	13,1	68,1	28,3	-0,6	22,3
III-04	25,1	15,7	72,3	32,3	2,9	20,8
IV-04	20,2	12,9	53,7	25,4	2,3	19,2
I-05	16,7	8,4	54,8	21,4	1,8	15,8
II-05	19,2	11,7	50,9	22,2	8,6	15,9
III-05	14,0	10,2	27,0	16,8	3,3	16,0
IV-05	13,7	10,9	23,2	16,3	2,8	14,4
I-06	11,7	9,8	17,7	15,4	-2,5	12,2
II-06	14,9	9,4	31,9	19,0	-1,5	11,8
III-06	15,2	10,1	30,3	19,9	-5,6	15,3
IV-06	19,4	11,8	42,7	25,1	-7,3	17,0
I-07	17,2	8,8	42,3	22,0	-4,1	19,7
Prom. IV-03/I-07	18,1	12,6	40,3	21,3	6,6	17,9

Fuente: Banco Central de Venezuela

Un primer comentario con relación a estas cifras es que la información contenida en las cuentas nacionales a veces puede no ser suficientemente ilustrativa. Concretamente, la caída reportada en la demanda externa para los últimos cinco trimestres únicamente de cuenta de la contracción en los volúmenes exportados, no así del acceso a mayores importaciones que otorgan los elevados ingresos de divisas producto del alto precio del principal bien exportado, el petróleo. Esto proporciona una primera respuesta a la observación de una inflación decreciente a pesar del exceso de demanda, pero no da una respuesta al continuado crecimiento, dado el efecto contractivo en el producto que tienen las importaciones. La respuesta que a esta segunda interrogante damos es que se ha subestimado sistemáticamente el producto potencial, tanto por la exclusión del efecto de la mejora de los términos de intercambio en el producto (y la necesidad de incluir este factor en la función de producción), como por las metodologías empleadas en la determinación del potencial de producción.

Métodos de estimación del producto potencial o de tendencia

Dos aproximaciones usuales para determinar el potencial de producción o de tendencia de una economía se basan en los llamados filtros (especialmente el de Hodrick-Prescott) y en las funciones de producción tipo Cobb-Douglas. También son usuales las estimaciones que mezclan ambos enfoques. Si bien no intentaremos una discusión ex-

haustiva de estos métodos, sí nos interesa destacar algunos cuestionamientos a su eficacia para alcanzar el objetivo planteado, a la vez de proponer una alternativa metodológica donde entendemos se rescatan ciertas virtudes de ambas técnicas, se superan algunas de sus deficiencias y, lo más importante, se logra una explicación más coherente de los hechos económicos y un instrumento de predicción aparentemente más eficiente.¹

Con base en un modelo espacio estado (o modelo lineal dinámico) es posible la descomposición estructural de una serie de tiempo, en sus componentes de tendencia, estacionalidad, ciclo y ruido. El filtro de Hodrick-Prescott no es más que una versión simplificada de un modelo espacio estado, donde de la serie analizada únicamente se extraen sus componentes de tendencia y ruido². Entre las principales críticas a los filtros, particularmente al filtro de Hodrick-Prescott, tenemos la ausencia de fundamentos teóricos en la extracción del componente de tendencia, la imposición usualmente arbitraria del parámetro ruido-senial, la presencia de sesgo en los extremos de la serie filtrada y el que la brecha por definición suma cero. Especialmente este último *defecto* determina usualmente la sobre o subestimación de la brecha, como ha ocurrido en su aplicación en la estimación del producto de tendencia de la economía venezolana, y, lo que es más importante, estos errores de estimación de la brecha conducen a errores de predicción en el crecimiento.

En el caso de las funciones de producción las críticas son igualmente severas. Entre éstas destacamos los errores de medición de los factores de producción, las exclusiones *a priori* de factores relevantes (como podría ser los términos de intercambio para el caso venezolano), los problemas de agregación y, en la tradición de Solow³, la determinación de la productividad total de los factores como un residuo, que generalmente se traduce en un comportamiento marcadamente pro-cíclico de la misma.

Tenemos también los híbridos, por ejemplo en los cuales se define el potencial de producción como una mezcla entre el uso potencial de los factores productivos capital y trabajo y se filtra el residuo para obtener su tendencia. O peor aun, el filtrado tanto de los factores como de la PTF, lo que conduce prácticamente al mismo resultado que filtrar la serie del producto, con mucho más trabajo al hacerlo para cada componente de la función de producción..

Modelo espacio estado con componentes observables y no observables y coeficientes variables

El modelo que se propone y utiliza en la estimación del potencial de producción de Venezuela es precisamente un híbrido, aunque pretendemos dar cuenta de algunas de las deficiencias repasadas arriba. Básicamente, se estima una función de producción usando un modelo espacio estado de coeficientes variables, vale decir, un espacio estado con variables observables (factores) y no observables (la productividad total de los factores y los coeficientes o pseudo productividades de cada factor)⁴.

¹ Sin embargo, para esto último no se presentan estimaciones formales, por ejemplo comparar su desempeño predictivo fuera de la muestra.

² Ver Hodrick, Robert, and Edward C. Prescott (1997), «Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation.» *Journal of Money, Credit, and Banking*.

³ SOLOW, R. (1956): "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 70 N° 1. Pp. 65-94.

⁴ Existen diferentes alternativas para incorporar componentes observables en un modelo espacio estado: agregar componentes de regresión (donde se estima la verosimilitud de las variables explicativas y se restan de la variable dependiente), el tratamiento de los coeficientes de las variables explicativas como estados en un modelo lineal dinámico univariado y la estimación de un espacio estado multivariado.

Las variables observables que se incorporan en la función de producción son el capital, el trabajo y los términos de intercambio. Con relación al capital, este factor se ajusta por calidad al considerar una función de retiro de los activos y su depreciación. En cuanto al factor trabajo, el ajuste por calidad se hace con base a una versión de la ecuación de Mincer. Finalmente, se incorpora los términos de intercambio como variable *proxy* para recoger el efecto de éstos en el lado de la oferta de la economía. En este sentido, el acceso a insumos importados, nuevas tecnologías y en general factores productivos no considerados en el *stock* de capital físico, que posibilita la disponibilidad de mayores ingresos petroleros, supone compensar el efecto sobre la demanda con una expansión de la frontera de posibilidades de producción de la economía.

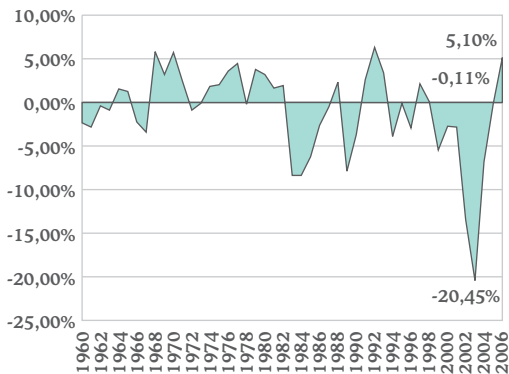
Por otro lado, el espacio estado además de ser una sofisticación del filtro H-P al explicar parte del ciclo económico con base en los factores, es intervenido con la exclusión de observaciones consideradas *outliers* y la inclusión de un quiebre estructural a partir del año 1977, mediante un cambio en la volatilidad de la razón ruido-síñal.

Finalmente, para la estimación del potencial de producción se suman el componente de tendencia extraído de la serie filtrada, que interpretamos como la PTF, con el producto de los coeficientes variables de cada factor con la definición potencial del factor en cuestión. El uso potencial del factor trabajo ajustado por calidad se define en base a la tasa natural de desempleo, que estimamos en 7%; el capital potencial es simplemente la serie del *stock* de capital ajustada por calidad; y, aunque es elusivo intentar concebir un potencial para los términos de intercambio, nuestra estimación consistiría en utilizar la metodología propuesta por Méndez quien, siguiendo a Pyndick, estima el precio de largo plazo del petróleo con un espacio estado de coeficientes variables y tendencia cuadrática (ver Situación Venezuela primer trimestre de 2006). Sin embargo, en la estimación presente se utiliza el valor observado del precio del petróleo en términos reales.

El supuesto de homogeneidad para la función de producción, la definición de los coeficientes de elasticidad como estados que varían en el tiempo y la estimación de la PTF como otro estado (no como un residuo), implican, en primer lugar, cambios notables en nuestra estimación del potencial de producción. En segundo término, y tal vez tan importante como lo anterior, cambia nuestra percepción de las diferentes fuentes del crecimiento. En términos más concretos, la metodología empleada implica una PTF menos volátil y asigna un mayor rol a las pseudo productividades en la explicación del ciclo económico. En este sentido, es interesante destacar la reciente interpretación de los cambios en el crecimiento relativo entre Estado Unidos y Europa. Hace apenas algo más de un año, el mayor crecimiento de Estados Unidos era a menudo atribuido a una mayor productividad de la economía de este país, por ejemplo, como resultado de condiciones estructurales favorables para el aprovechamiento de las tecnologías de información⁵. Sin embargo, al reducirse la brecha de crecimiento en los últimos meses, se utilizan argumentos similares para explicar la recuperación de Europa. Es muy probable que varios de estos argumentos sean correctos, particularmente los que se basan en análisis macroeconómicos y sectoriales. Sin embargo, en los casos en que simplemente se estima la PTF como un residuo, al mantenerse constantes los coeficientes de la función de producción, es probable que se atribuya a la PTF fenómenos que pueden estar relacionados con una estimación inadecuada de la productividad de un factor específico, situación que es

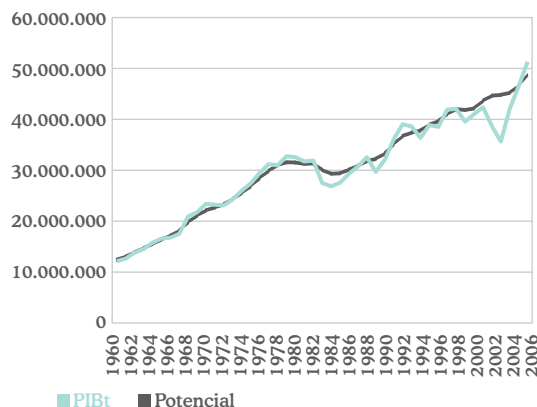
⁵ Ver, por ejemplo, las palabras de Ben Bernanke en las series de mesas redondas C. Peter McColough, sobre Economía Internacional, en el Council on Foreign Relations, el 19 de enero de 2005.

Brecha del Producto



Fuente: BCV y cálculos propios

PIB y PIB potencial



Fuente: BCV y cálculos propios

normal que ocurra a menos que la productividad de cada factor se mantenga constante, en cuyo caso el supuesto de coeficientes constantes sería correcto⁶. Por supuesto que las fuentes de error pueden ser una medición inadecuada de los factores, o resultado del carácter excesivamente agregado de las funciones de producción. También es evidente que estas potenciales fuentes de error son válidas para la metodología que presentamos, además de la que puede provenir de una definición inadecuada del parámetro *lambda*.

Estimación de potencial de producción y brecha para Venezuela

Un primer elemento a destacar al reestimar el potencial de producción con el modelo propuesto, es una aparente mejor explicación de los eventos macroeconómicos recientes. Particularmente, el producto efectivo supera al potencial (definiendo una brecha positiva) recién el año 2005 y en una magnitud muy inferior a la obtenida usando el filtro HP o una sofisticación del mismo. Para el año 2006, en tanto, obtenemos una brecha de 5,1%, igualmente inferior a la estimación previa, lo que nos conduce a un ajuste en nuestra expectativa de crecimiento, que preliminarmente ubicamos en 6,7%.

Es claro que, si bien nuestras nuevas estimaciones parecen darnos una mejor comprensión de los eventos macroeconómicos recientes, también es cierto que lo que cambia esencialmente es la intensidad de la desaceleración, no la noción de que no es posible mantener indefinidamente un crecimiento basado en expansiones de demanda.

Por último, las tareas pendientes de esta agenda para estudiar el crecimiento a largo plazo son estimar una función de producción para el sector no petrolero de la economía, dado la distorsión que este sector debe estar incorporando en las estimaciones, y parece más adecuado un tratamiento exógeno para el mismo; estimar el modelo para una periodicidad trimestral, para lo cual se requiere trimestralizar los factores de producción; redefinir los parámetros de volatilidad de los estados de acuerdo a criterios de optimización de la capacidad predictiva del modelo fuera de la muestra; y, finalmente, estudiar en más detalle la historia económica que nos cuenta el modelo y contrastarla con nuestros prejuicios.

⁶ Un caso ilustrativo puede ser el de una economía principalmente agrícola que sufre un shock climático, por ejemplo temperaturas inusualmente bajas. La pérdida de cosechas que esto provoque debería ser atribuido a la productividad del factor tierra en la hipotética función de producción. Sin embargo, si mantenemos constantes los coeficientes de la función de producción el efecto será atribuido a la PTF, y en general no sabemos muy bien qué es la PTF.

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	6,7
PIB Petrolero	-1,9	11,6	1,2	-1,9	9,0
PIB No Petrolero	-7,5	17,8	10,3	11,7	-2,5
Petróleo					
Precio promedio de realización (US\$/b)	25,8	32,9	46,0	56,4	54,3
Producción (m.M. barriles diarios)	2.779	2.610	2.700	2.540	2.476
Exportación (m.M. barriles diarios)	2.479	2.305	2.395	2.153	2.003
Demanda Agrega Interna (DAI)(% anual)					
Consumo Privado Real	-4,3	15,4	17,7	18,8	10,2
Consumo Público Real	5,7	14,2	9,4	7,4	6,3
Inversión Bruta Real	-37,0	49,7	37,9	33,5	8,8
DAI	-10,2	28,2	18,9	20,2	9,3
Sector Externo					
Balanza Comercial (M.US\$)	16.483	21.430	30.423	33.200	25.030
Exportaciones	27.170	38.748	55.597	65.210	57.600
Importaciones	10.687,0	17.318	25.174	32.226	32.570
Saldo en Cuenta Corriente (M.US\$)	11.448,0	13.830	24.436	27.167	19.909
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	11,2	14,2	17,9	15,0	8,7
Saldo en Balanza de Pagos (M.US\$)	5.443,0	1.898	5.457	4.736	-7.400
Reservas Internacionales Brutas (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	16,7
Inflación Promedio	31,1	21,7	16,0	19,4	17,6
Indicadores Monetarios y Financieros					
Liquidez Monetaria (Var %)	57,5	50,4	52,7	69,3	
Tasas de Interés Activa promedio (%)**	24,1	17,1	15,4	14,6	16,0
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	0,0	-1,2
Deuda Pública Total (% del PIB)	47,3	39,1	34,4	23,5	18,2
Deuda Pública Interna (% del PIB)	17,7	14,3	12,2	9,3	6,9
Deuda Pública Externa (% del PIB)	29,6	24,8	22,2	14,2	11,3
Datos Socio-Económicos					
Población (millones de habitantes)	25,6	26,1	26,6	27,1	27,6
Tasa de Desempleo (%)	15,6	10,9	8,9	9,5	9,2
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	2,3	2,8	3,4	3,2	2,2	2,4
UEM	1,5	2,7	2,7	2,3	2,2	2,2	2,0	2,0
Japón	1,9	2,2	2,2	2,4	-0,3	0,1	0,0	0,5
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	5,25				
UEM (\$/€)	3,50	4,00	4,50	4,50	1,32	1,34	1,33	1,32
Japón (yenes/\$)	0,25	0,50	0,75	1,75	117	122	115	110
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(p)	2008(p)	2005	2006	2007(p)	2008(p)
Argentina	9,2	8,5	7,5	6,3	12,3	9,8	9,0	11,0
Brasil	2,9	3,7	4,0	3,5	5,7	3,1	3,5	3,8
Chile	5,7	4,0	5,7	5,3	3,7	2,6	3,6	2,9
Colombia	5,2	6,8	5,9	4,7	4,7	4,5	5,1	4,5
México	3,0	4,8	3,2	3,9	3,3	4,1	3,7	3,5
Perú	6,4	8,0	7,2	6,3	1,5	1,1	1,8	2,0
Venezuela	10,3	10,3	6,7	4,6	14,4	17,0	16,7	23,2
LATAM ¹	4,6	5,4	4,8	4,4	6,0	5,1	5,2	5,4
LATAM Ex-México	5,2	5,7	5,4	4,5	6,9	5,5	5,6	6,0

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2005	2006	2007(p)	2008(p)	2005	2006	2007(p)	2008(p)
Argentina ²	1,8	1,8	1,1	1,3	3,1	3,8	2,6	1,7
Brasil	-3,1	-3,0	-3,6	-3,0	1,8	1,6	1,1	0,9
Chile ²	4,8	7,8	7,0	6,5	0,6	3,6	1,6	0,8
Colombia	0,0	-0,8	-0,9	-1,7	-1,5	-2,1	-2,2	-2,8
México	-0,1	0,1	0,0	0,0	-0,6	-0,3	-1,8	-2,2
Perú	-0,3	1,9	0,2	-0,3	1,4	2,3	0,8	-0,5
Venezuela ²	1,7	1,1	-4,2	-3,0	17,7	15,0	8,7	7,1
LATAM ¹	-0,7	-0,5	-1,3	-1,1	1,9	2,3	0,7	0,1
LATAM Ex-México	-1,0	-0,8	-1,9	-1,6	3,3	3,5	1,9	1,2

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(p)	2008(p)	2005	2006	2007(p)	2008(p)
Argentina	3,01	3,06	3,13	3,21	6,4	8,9	8,9	9,9
Brasil	2,28	2,15	2,00	2,10	18,00	13,25	10,75	10,00
Chile	514	530	525	528	5,25	5,25	5,50	5,50
Colombia	2279	2240	2063	2158	6,3	6,8	9,3	9,0
México	10,63	10,81	11,00	11,22	8,7	7,3	7,1	6,8
Perú	3,42	3,20	3,20	3,28	3,25	4,50	5,00	5,00
Venezuela	2150	2150	2150	2150	10,9	10,1	10,4	10,5

Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Economistas Jefe:

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**

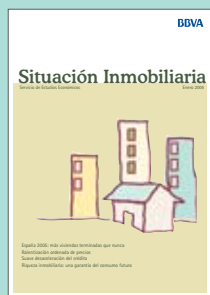
Latam y Mercados Emergentes: **Giovanni Di Placido**
Argentina: **Ernesto Gaba**
Chile: **Miguel Cardoso**
Colombia: **Juana Tellez**
Perú: **Hugo Perea**
Venezuela: **Alejandro Punte**
China: **Ya-Lan Liu**

Norteamérica: **Jorge Sicilia**
Estados Unidos: **Nathaniel Karp**
México: **Adolfo Albo**

Tendencias Globales: **Joaquín Vial**

Análisis de Sistemas Previsionales: **David Tuesta**

otras publicaciones



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

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

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