

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Primer trimestre 2005



Crecimiento de corto aliento
El petróleo no alcanza
Devaluación en puertas
Optimismo con reservas a nivel global
Petróleo se ajusta hacia su equilibrio

Prefacio

Una nueva etapa

Con este primer número de Situación Venezuela inauguramos una nueva etapa del Servicio de Estudios Económicos del BBVA: nuevos formatos, nuevos contenidos, nuevas publicaciones y una mayor interacción entre los Servicios de Estudios Económicos de los distintos países donde tiene presencia el Grupo.

Por primera vez dispondremos de un conjunto de publicaciones trimestrales y semanales coordinadas entre los Servicios de Estudios Económicos de los distintos bancos del Grupo BBVA.

En este sentido, simultáneamente a la aparición de Situación Venezuela, se divulgan por primera vez los Situaciones Argentina, Chile, Colombia, España, México y Perú, con una estructura y formato comunes. Estas publicaciones cumplen un doble objetivo: por un lado, complementan nuestra publicación trimestral para toda Latinoamérica, Latinwatch, al suministrar información sobre la evolución económica de los países respectivos con un elevado grado de detalle, y, por el otro, configuran publicaciones a nivel nacional en las que se integran los aspectos globales de los mercados financieros y de la economía mundial con las especificidades de las economías a las que van dirigidas principalmente estas publicaciones.

Además de Latinwatch y los Situaciones trimestrales nacionales, con vocación a tratar temas desde una perspectiva más estructural, se ha diseñado una segunda serie de publicaciones de frecuencia semanal, igualmente coordinadas, denominadas "Situación Semanal", a nivel global y para cada uno de los países, orientadas al seguimiento de información de corto plazo sobre los mercados y las economías. Esta publicación semanal comparte los mismos principios que la trimestral: coordinación en cuanto a las tendencias globales y profundización en la realidad económica y financiera nacional.

Por último, se ha diseñado una serie de notas económicas que ocasionalmente, y bajo el título "EconomicWatch", recogen temas de impacto en la economía y en los mercados combinando la rapidez y el rigor en el análisis.

En definitiva, en esta nueva etapa se pretende aprovechar las sinergias del análisis económico y financiero del grupo BBVA en su doble ámbito: Global y Nacional.

Las nuevas publicaciones podrán consultarse regularmente tanto en el portal del Banco Provincial (www.provincial.com) como del Grupo (www.bbva.com).

Índice

Fecha de cierre: 10 de Diciembre 2004

Editorial

1. Entorno Internacional

Optimismo con reservas	3
Continúan los buenos tiempos para América Latina	5
Petróleo se ajusta hacia el equilibrio	7

2. Entorno Macroeconómico

Crecimiento de corto aliento	9
El petróleo no alcanza	11

3. Entorno Financiero

Devaluación en puertas	13
Se modera la expansión monetaria	15
La inflación retoma senda ascendente	17
Se recupera la intermediación crediticia	19

4. Artículos

Dificultades en la medición del producto potencial	20
¿Es sostenible la actual política fiscal?	21

5. Indicadores y poyecciones

Servicio de Estudios Económicos BBVA:

Director:

José Luis Escrivá

Subdirector:

David Taguas

Economistas Jefes:

Latam y Mercados Emergentes: Javier Santiso

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Joaquín Vial

Colombia: Daniel Castellanos

Perú: David Tuesta

Venezuela: Giovanni Di Placido

Norteamérica: Jorge Sicilia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Europa: Manuel Balmaseda

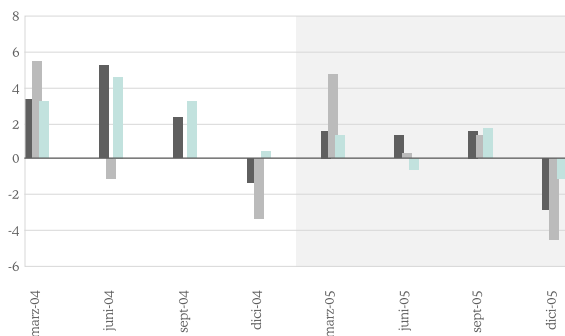
Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Escenarios Financieros: Maite Ledo

Han elaborado esta publicación:

Giovanni Di Placido	giovanni_diplacido@provincial.com
Rodolfo Méndez	rodolfo_mendez@provincial.com
M ^º . Gabriela González	maria_gonzalez@provincial.com
Samir El Jesser	jesser_samir@provincial.com
Erikson Castro	erikson_castro@provincial.com

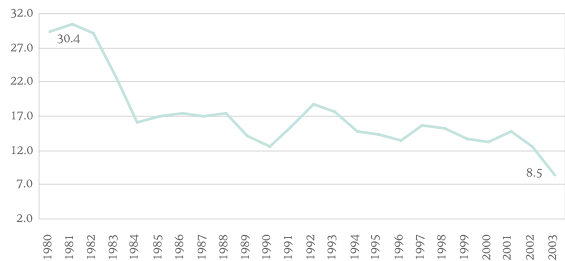
Variación inter-trimestral del PIB desestacionalizado (%)



■ PIBT
■ PIBP
■ PIBNP

Fuente: BBVA Banco Provincial con datos de BCV

Inversión (% del PIB)



Fuente: BBVA Banco Provincial con datos de BCV

La economía venezolana creció en 2004 alrededor de 17,4%, superando dos años de recesión y el fuerte impacto del paro general. Si bien al comparar el nivel del PIB de 2004 con el alcanzado en 2001 (prólogo de la recesión), tenemos una caída del 1,1%, es claro que luego de un período de ocho trimestres de caída de actividad, a partir del segundo trimestre de 2003 la economía entró en una vigorosa fase expansiva, que se refleja en un crecimiento inter-trimestral promedio del PIB desestacionalizado de 5,2%, el más alto en una fase de expansión al menos en los últimos 10 años.

En el transcurso de esta expansión, la inversión ha mostrado un importante aumento, dado que, luego de ubicarse en mínimos históricos de 8,5% del PIB en 2003, crece en 2004 en 38%, para ubicarse en torno a 10% del PIB. Sin embargo, este nivel es muy bajo tanto en el contexto mundial como de Latinoamérica, y constituye un determinante fundamental del estancamiento secular de la economía venezolana en las últimas décadas. Por ello, más allá de la coyuntural expansión actual, las perspectivas de crecimiento a largo plazo en Venezuela continuarán siendo muy desfavorables mientras no se revitalice la agenda de reformas que el país requiere para lograr niveles mucho más altos de inversión en forma sostenida.

La expansión actual luce especialmente endeble al estar estrechamente asociada a los altos niveles de precios del petróleo de 2003 y 2004. Apoyado en estos altos precios y, en parte, motivado por el ciclo político-electoral, el Gobierno adoptó una política fiscal expansiva generando un fuerte impulso fiscal, especialmente en el segundo y tercer trimestre de 2004 que se expresó en un crecimiento del gasto primario real del 45% en el año. Tal fue la expansión fiscal, que el extraordinario desempeño del mercado petrolero no ha sido suficiente para cubrir el gasto, y el año 2004 cierra con un déficit fiscal en torno al 4,1% con necesidades de financiamiento en torno a 10%.

La expansión se extenderá al menos hasta el año 2005, para el cual preveemos un crecimiento en torno al 3,9%, que en un 91% es explicado por el desempeño de la actividad no petrolera, cuyo crecimiento se estima en un 4,6%, mientras que para el sector petrolero se espera una modesta recuperación del 1,5%. La continuidad del corte expansivo de la política fiscal asociado al ciclo político-electoral (habrá elecciones de concejales y diputados en 2005), explica en buena medida la prolongación de la fase expansiva, a pesar de que decaerá la magnitud del impulso fiscal sobre el crecimiento.

Si bien el nivel de gasto se ubicará en 31% del PIB, el más alto de al menos las últimas cuatro décadas, este tendrá un impacto sustancialmente menor en el crecimiento y mayor sobre la inflación que el ocurrido en 2004, entre otras cosas, debido a la menor magnitud y mayor previsibilidad de la expansión fiscal y a los mayores niveles de capacidad utilizada en la economía.

El elemento más crítico del desempeño macroeconómico en 2005 y años subsiguientes lo constituye el deterioro de la situación fiscal dada la conjunción del exagerado nivel que ha alcanzado el gasto público (básicamente en su componente corriente) y la previsible corrección a la baja de los precios del petróleo en línea con su nivel de equilibrio de largo plazo. Estimamos que esta corrección será de alrededor de 26% en 2005-2006, lo que se traduce en una reducción del ingreso fiscal en torno al 13%. Al mismo tiempo, la resistencia normal de los grupos receptores de rentas y la prolongación del ciclo político-electoral durante 2005 y 2006, hará muy poco probable una reducción del gasto público en respuesta a esta caída de los ingresos.

En este contexto, estimamos que el endeudamiento equivaldrá aproximadamente a un 21% del presupuesto y el déficit fiscal rondará el 3,5%, dado lo cual será imposible sostener el actual nivel de endeudamiento, que por el contrario, de acuerdo a nuestros cálculos, deberá incrementarse entre 2 y 3 puntos como porcentaje del PIB para cerrar la brecha fiscal.

1. Entorno Internacional

Optimismo con reservas

Existen diversas razones por las cuales se puede ser cautelosamente optimista acerca de las previsiones para el 2005. Por un lado, el mercado parece haber dado por descontado un escenario de crecimiento mundial menor al obtenido durante 2004, pero aún por encima del promedio de los últimos 25 años. Por otro, China, uno de los principales demandantes de materias primas, seguirá creciendo aunque a un menor ritmo. En particular, la decisión del gobierno chino de incrementar los tipos de interés puede señalar el principio de un esfuerzo por lograr que la economía de ese país aterrice suavemente. Esto es relevante para los países latinoamericanos, ya que en el caso en el que se presentara una desaceleración brusca en el país asiático, se podría observar también una corrección importante en los mercados de materias primas que afectaría a los precios a la baja. Así, el buen desempeño de la economía mundial durante el próximo año y un escenario de crecimiento moderado en China harán que la región se beneficie.

EE.UU.: aguanta el choque del petróleo

La economía estadounidense entra en el cuarto año de expansión y sigue dando muestras de una notable fortaleza. Buena muestra de ello es el crecimiento del PIB del tercer trimestre de 2004, un 3,7% en tasa trimestral anualizada, despejando así muchas de las dudas que surgieron tras la desaceleración del crecimiento en el segundo trimestre. Y ello a pesar del reciente choque del petróleo que, medido en términos reales, ha supuesto un incremento del precio del crudo del 154%, un choque no tan pequeño si se compara con el de 2000 (con un incremento del 249%). Entre las claves de esta evolución destaca la aceleración del consumo privado y el continuo ascenso de la inversión no residencial -especialmente en equipo y software- que da muestras de un crecimiento relativamente sano de la economía. Incluso para el último trimestre de este año, es previsible que se produzca un repunte significativo de la inversión en la medida que las empresas adelanten planes de inversión del año que viene para aprovechar las ventajas fiscales que acaban este año.

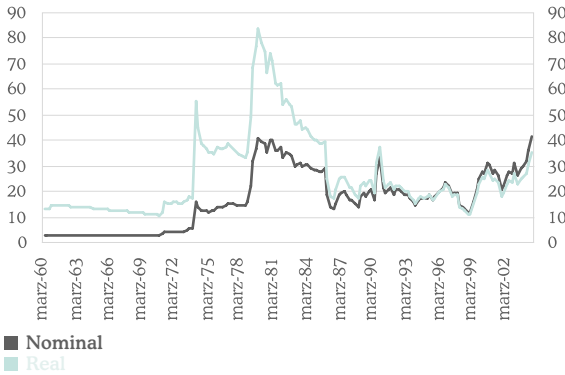
Escenario base: crecimiento sostenido y subidas graduales de tipos

La cuestión que surge es qué cabe esperar en 2005. En el corto plazo, a pesar de las incertidumbres ligadas fundamentalmente al encarecimiento del precio del petróleo, hay diversos factores que permiten apostar por el crecimiento sostenible como el escenario más probable. Desde un punto de vista microeconómico, las empresas parten de una situación financiera muy saneada. La elevada liquidez, una financiación más barata y un aumento de los beneficios empresariales constituyen factores de impulso para la inversión y la creación de empleo, y por tanto, para la sostenibilidad del consumo. Por otro lado, a pesar del reciente aumento de tipos de interés oficiales, las condiciones monetarias siguen siendo altamente acomodaticias: los tipos de interés reales están próximos a cero y la reciente depreciación del dólar más que compensa el aumento de los tipos de interés.

Finalmente, las ganancias de productividad constituyen unos de los principales soportes para esta economía. De hecho, este es uno de los factores que podrían explicar la ausencia de tensiones inflacionistas ante un choque del petróleo como el actual.

En este escenario, en el que el impulso fiscal y monetario se van diluyendo, la economía moderaría ligeramente su tasa de crecimen-

Precio del petróleo tipo Brent (\$/barril)



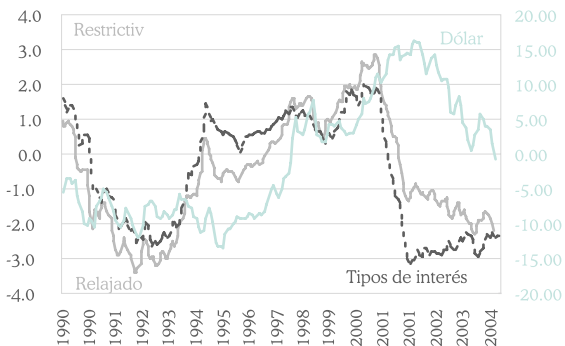
Fuente: BBVA Banco Provincial

Aumento del precio del petróleo

	Nominal	Real	No. de meses
2000	344%	249%	20
Actual	219%	154%	18

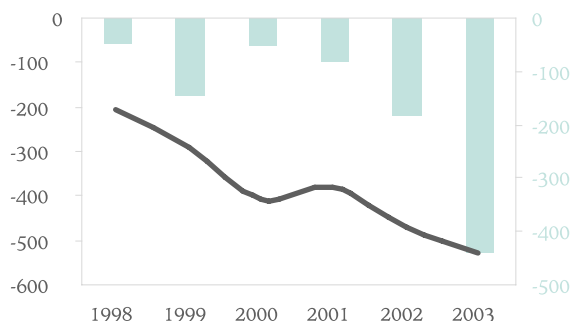
Fuente: BBVA Banco Provincial con datos de EIA

EE.UU.: índice de condiciones monetarias



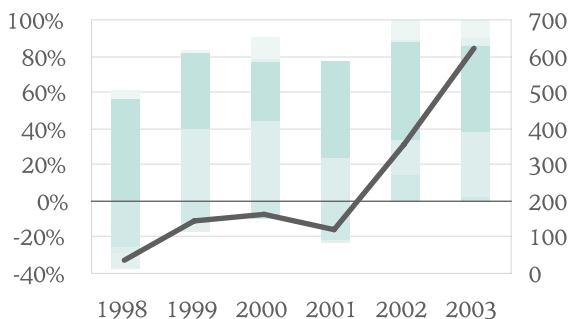
Fuente: BBVA Banco Provincial

EE.UU.: Balanza por cuenta corriente y entradas oficiales de capital
(en MM \$)



■ Bal. Cuenta Corriente
■ Entradas oficiales de capital
Fuente: BBVA Banco Provincial

Reservas oficiales de divisas
(variaciones anuales en MM \$)



■ Océano-Japón
■ Japón
■ Asia
■ LATAM
■ Europa Central
■ Total
Fuente: BBVA Banco Provincial

EE.UU. Escenario base

	dic. 04	jun. 05	dic. 05
Fed funds	2,00	2,75	3,50
Tipo 10 años	4,70	5,10	5,50
Dólar-euro	1,27	1,28	1,30

Fuente: BBVA Banco Provincial

to hacia un nivel más acorde con su potencial, 3,5%. Así, con una inflación que pasaría del 3,4% en promedio en 2004 al 2,4% en 2005, la Reserva Federal podrá llevar a cabo el ajuste de los tipos de interés, tal y como lo viene haciendo, de forma gradual. Los tipos de los fondos federales cerrarían el año 2005 en el 3,75%.

Escenarios de riesgo: creciente déficit corriente y mala calidad de su financiación

Frente a este escenario base, se plantean dos escenarios de riesgo alternativos que podrían desencadenarse por motivos bien diferentes. En un contexto en el que la incertidumbre no se disipa, ésta podría desembocar en una ralentización del crecimiento y en freno en las subidas de tipos de interés una vez alcanzado el 2% (escenario riesgo 1). Este parece ser el escenario que ha estado descontando el mercado con una elevada probabilidad hasta hace unas semanas, lo que ha mantenido los tipos de interés del bono a diez años incluso por debajo del 4%. No obstante, la probabilidad que asignamos a este escenario no supera el 20%.

Un segundo escenario de riesgo (2) implicaría que las ganancias de productividad son menores de las que inicialmente se estimaban, con lo que se produciría un exceso de demanda y un deterioro del déficit público en EE.UU. Este último sería un escenario inflacionista que daría lugar a subidas más agresivas en los tipos de interés y que finalmente provocaría un ajuste severo de la actividad en 2006.

El déficit por cuenta corriente estadounidense alcanza cotas máximas y todo apunta a que seguirá ampliándose en 2005 a pesar de la depreciación del dólar en términos efectivos. Este déficit preocupa no sólo por su nivel, que conduce a una elevada dependencia del ahorro externo, sino, sobre todo, por la calidad de su financiación. De forma creciente se está observando una pérdida paulatina de la Inversión Extranjera Directa (IED), mientras un porcentaje creciente del déficit corriente se financia con flujos de tipo oficial, por ejemplo, la compra masiva de bonos del Tesoro por parte de los Bancos Centrales asiáticos. En este sentido, se empieza a percibir una creciente dificultad para financiar de forma sostenible el déficit estadounidense.

Dólar: hacia una mayor depreciación

Si bien, los fundamentos macro siguen apoyando una apreciación del dólar, son precisamente las variables relativas al déficit corriente, su financiación y su voluntad de ajuste las que conducen a una percepción más negativa para el dólar. Así, una vez despejada la incertidumbre electoral en EE.UU., la probabilidad de un ajuste del déficit fiscal y por cuenta corriente se reduce considerablemente. Adicionalmente, la evolución poco favorable del riesgo geopolítico en los últimos meses llevan a revisar la previsión del dólar-euro.

Con la previsión actual el tipo de cambio cerraría este año en niveles de 1,27 y en niveles de 1,30 a finales de 2005. Esto es, en 2005, el dólar se depreciaría en torno a un 4% en promedio, respecto a 2004.

Continúan los buenos tiempos para América Latina

El año 2004 concluye con resultados positivos para las economías de América Latina. En particular, esperamos que la región crezca un 5% durante este año lo que resulta satisfactorio dado que el promedio a lo largo de los últimos 20 años ha sido del 2,6%. Más importante todavía, por primera vez en las últimas dos décadas, todos los países de la región están creciendo de manera sincronizada.

Sin embargo, un análisis más prudente de los números nos indica que algunos de los países que han disfrutado de altas tasas de crecimiento este año lo han hecho como consecuencia de las graves recesiones sufridas durante el 2002 y el 2003 (por ejemplo, Argentina, Venezuela y Uruguay). De esta manera, la pregunta que debemos considerar es si la región podrá sostener la recuperación más allá del presente año o si una vez agotada la brecha que los separaba de su potencial se agotará el crecimiento. Nuestra respuesta a dicho cuestionamiento es positiva y las razones que damos tienen que ver con el ambiente internacional que enfrentarán estas economías, pero también con las condiciones internas de cada una de ellas. A continuación se da una breve explicación sobre nuestras expectativas en ambos casos.

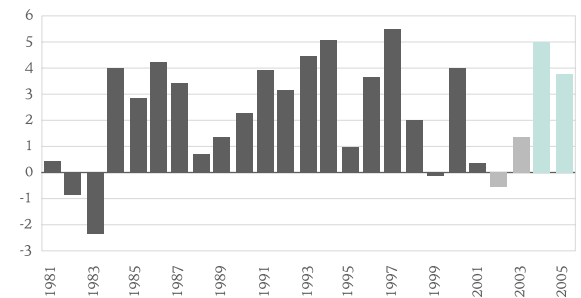
Hasta el primer trimestre de este año (2004), los mercados internacionales de deuda experimentaron un incremento en la liquidez que trajo como consecuencia una reducción considerable del coste de pedir prestado. Esta situación ha beneficiado fuertemente a las economías de la región, y de manera más importante a países grado de inversión como Chile y México, los cuales gozan de niveles de deuda relativamente bajos y han aprovechado para mejorar el perfil de vencimiento de lo que deben.

Otra de las características positivas del pasado rally de deuda es que la mayor accesibilidad a fondos no se ha traducido en desequilibrios importantes en las cuentas externas. En particular, la cuenta corriente presenta un superávit al finalizar el 2004 y durante el próximo año se observará un déficit relativamente bajo (ver gráfico). Así, a diferencia de otros periodos donde la región enfrentó un incremento generalizado en los tipos de interés mundiales, hoy en día existe un nivel de endeudamiento de corto plazo manejable, con reservas internacionales suficientes para mantener las monedas estables. Más aún, los flujos hacia algunos países de la región han mejorado en su composición volviéndose más estables. Tal es el ejemplo de México, donde las remesas de inmigrantes se han convertido en una fuente de divisas constante e importante (superior incluso a la inversión extranjera directa).

Durante el 2004, las economías de América Latina se vieron beneficiadas por un incremento significativo en los precios de las materias primas. Países exportadores netos de petróleo como Colombia, México y Venezuela, vieron cómo sus términos de intercambio mejoraron fuertemente a lo largo del año. Además, otros bienes primarios como el cobre, el azúcar y el café también presentaron aumentos en precios que beneficiaron a varios países de la región. Aunque no esperamos que este escenario se repita durante el 2005, sí creemos que los cambios no tendrán un impacto negativo sobre la región. En particular, aún y cuando esperamos que los precios del petróleo y la soja se reduzcan durante el próximo año, los términos de intercambio para países especialmente afectados como Argentina se mantendrán en niveles relativamente altos.

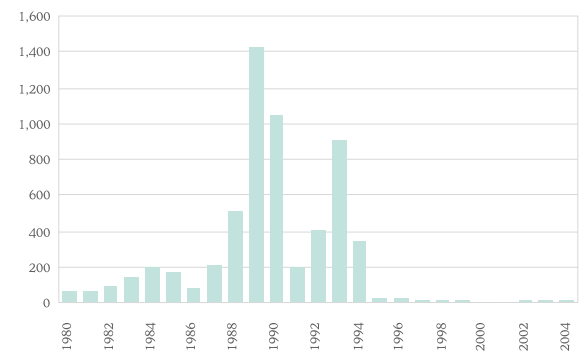
Por otro lado, la calidad de las instituciones domésticas ha mejorado. Esto se ha visto reflejado en el convencimiento de los gobiernos de la región en que el crecimiento económico sólo se puede alcanzar en un marco de disciplina monetaria y fiscal. En este respecto, las

PIB Regional (Var. % anual)



Fuente: BBVA Banco Provincial sobre estadísticas nacionales

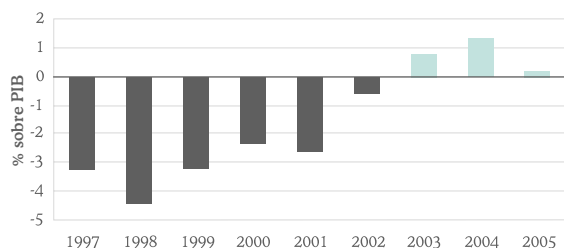
Inflación en América Latina (Var. % anual)



Fuente: BBVA Banco Provincial sobre estadísticas nacionales

Cuenta corriente LATAM

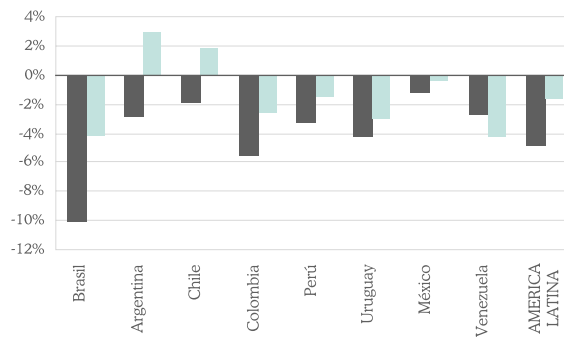
(% sobre PIB)



Fuente: BBVA Banco Provincial

Déficit público

(% sobre PIB)



■ 1999
■ 2004p

Fuente: BBVA Banco Provincial

ganancias obtenidas en América Latina son importantes en términos de reducción de la inflación (ver gráfico). Esta ha permanecido por debajo de los dos dígitos en 6 de los últimos siete años y esperamos que se coloque alrededor del 6,7% al final del 2004 y cercana al 6,2% en el 2005.

Asimismo, la reducción del déficit fiscal en varias economías de la región ha sido significativa. Con excepción de Venezuela, todos los gobiernos de las naciones más grandes de la región han mejorado su posición financiera con respecto a 1999. Cabe mencionar ejemplos como los de Brasil, Colombia y Perú, donde los cambios han sido significativos.

Además, pasado el episodio de inestabilidad en Venezuela, la región gozará de un año de relativa calma en el ámbito político. En particular, sólo se esperan 6 elecciones en toda la región, comparadas con las 13 celebradas en 2002 o las 18 de 1994. Por lo tanto, el tema político no será un factor importante para América Latina en el 2005. De esta manera, la visión que se ha presentado hasta ahora establece un panorama favorable para la región en el corto plazo. Sin embargo, el crecimiento sostenido en el mediano plazo genera ciertas dudas. Dada la incertidumbre en las condiciones internacionales a partir del 2006, y la favorable coyuntura que ahora mismo se está viviendo, la necesidad que tiene la región de implementar reformas estructurales parece impostergable. En particular, después de un período de cambios significativos a finales de los 80 y principios de los 90, las economías de la región han dejado de lado cuellos de botella importantes (sobre todo microeconómicos) que valdría la pena retomar.

Así, es deseable que se vuelvan a poner sobre la mesa tópicos tan importantes como el de la reforma a la seguridad social, ya que aunque la composición de la población en América Latina es relativamente favorable, los privilegios concedidos a ciertos sectores, y las presiones que puedan generar los pagos previstos por el gobierno en un futuro, pueden poner en peligro la estabilidad fiscal y los niveles de endeudamiento.

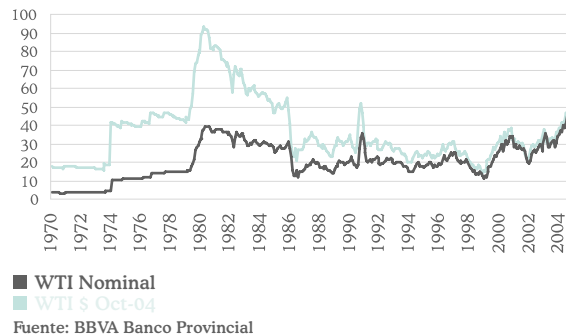
Asimismo, es de igual importancia que los gobiernos de la región pongan especial énfasis en generar mayores ingresos tributarios. En particular, los ingresos fiscales por impuestos en América Latina apenas representan el 15% del PIB, mientras que en países desarrollados son iguales al 35%. De esta manera, dificultades como las altas tasas sobre el ingreso y la evasión fiscal impiden que el sistema impositivo lleve a cabo su labor como instrumento generador y distribuidor de la riqueza.

Además de estos dos tipos de reformas es importante que se avance en el establecimiento de un sistema judicial que garantice el respeto a las leyes como lo subrayan los organismos multilaterales.

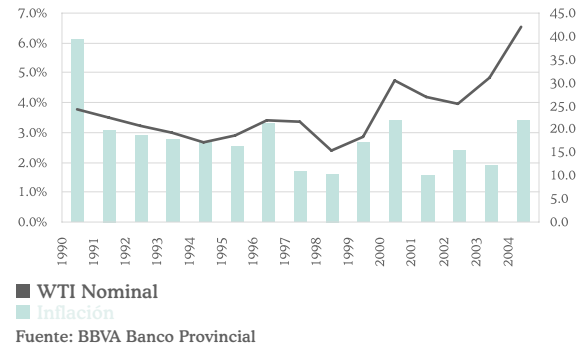
Finalmente, resumiendo todo lo anterior, 2005 presenta un panorama relativamente optimista para la región, dado el escenario internacional y la coyuntura regional. Sin embargo, esta calma debería ser aprovechada para implementar las reformas estructurales que tanto se necesitan para asegurar el crecimiento a futuro.

Petróleo se ajusta hacia el equilibrio

Precios del petróleo (\$/b)



Inflación vs. precios del petróleo (\$/b)



Precio del petróleo se ajustará en un 26% en los próximos años

En 2004, el mercado petrolero se ha caracterizado por mostrar un incremento que, para el cierre del mes de octubre, llegó al 72%, junto con una volatilidad del 17%. Si el análisis se realiza desde el cierre del 2001, el incremento del precio del petróleo ha sido del 155%, con una media de 30 dólares para el Brent y una volatilidad del 22%. A la luz de este comportamiento caben tres preguntas: ¿Qué ha cambiado en el mercado petrolero?, ¿Por qué el impacto de esta alza del petróleo, en la economía, ha sido menor que en el pasado? y ¿Cuál será su comportamiento en los próximos dos años?.

La primera pregunta nos lleva a considerar que en el mercado petrolero se han producido cambios estructurales durante los últimos cinco años que explican el comportamiento actual. Un 75% del incremento promedio de la demanda diaria en ese período está asociada a países emergentes capitaneados por China y el resto de países asiáticos que se caracterizan por ser dos veces y media más ineficientes en el uso del petróleo por unidad de PIB que los países de la OECD. Por el lado de la oferta, un 60% del incremento promedio diario en los últimos cinco años del crudo ofertado lo han incorporado los antiguos países de la extinta Unión Soviética liderados por Rusia, mientras que los países de la OPEP solo han aportado el 20%. Adicionalmente, la capacidad de producción de la OPEP ha pasado de representar el 15% de la demanda mundial de crudo en 1989, al 2% en la actualidad. Detrás de esta menor elasticidad de la oferta está la disminución registrada en términos reales de la inversión en exploración y producción que mostró una caída del 16% en promedio para el período 1983-2003 con respecto al registrado entre 1973-1982, mientras que la producción se incrementó entre estos períodos en un 13%.

Una oferta más inelástica hace que la creciente inestabilidad política registrada en el Medio Oriente tenga un mayor impacto en los precios del que tenía en el pasado. Por otro lado, las expectativas de los agentes acerca de que una salida del mercado, por parte de algún productor de la región, no puede ser suplida por el resto, dada la limitada capacidad adicional de producción, repercute en una mayor demanda.

Estos cambios estructurales en el mercado petrolero se sintetizan en un incremento estructural en los precios. Con respecto al mercado de los 80' y 90', el "fair value" para el Brent se ubicaría en el rango de 30-32 dólares el barril, en términos reales a dólares de 2004.

A pesar de los precios el impacto ha sido limitado

La segunda pregunta, tiene que ver con el impacto que un alza del petróleo de estas magnitudes debería estar generando en las economías en términos de inflación y crecimiento. Lo primero que hay que acotar al abordar estos temas es que el análisis sobre magnitudes nominales no dice mucho. Se deben analizar magnitudes reales. En este sentido, al evaluar la media del Brent para el año se tiene que el mismo se ubica en 38 dólares. Este precio representa, en términos reales, sólo la mitad de la media observada entre 1974-1984, lo que nos dice que al evaluar los precios en términos reales, estos no son tan altos. Inclusive, si se compara con la anterior alza sostenida de precios registrada en el 2000 (que duró 20 meses), tenemos que alza actual medida en términos reales solo representa para EEUU un 60% del alza observada en dicho evento. Mientras que para Europa, por efecto de la apreciación del Euro, el alza actual representa el 44%.

Escenario petrolero 2004 - 2006

\$/b	Escenario Base		\$/b	Escenario Base	
	WTI	Brent		WTI	Brent
2003:I	33,9	31,3	2005:I	44,7	40,3
2003:II	30,0	27,0	2005:II	40,6	37,8
2003:III	31,0	28,6	2005:III	39,0	36,3
2003:IV	29,9	28,5	2005:IV	37,4	34,8
2004:I	35,2	31,8	2006:I	35,9	31,4
2004:II	38,4	35,5	2006:II	35,5	32,0
2004:III	44,1	41,7	2006:III	34,9	32,4
2004:IV	48,8	42,7	2006:IV	34,1	31,7

Fuente: BBVA Banco Provincial

En el corto plazo, los shocks de productividad han hecho que el impacto del alza de los precios del petróleo - atenuados en términos reales - no hayan tenido un impacto devastador sobre el crecimiento. De hecho, las expectativas de crecimiento para 2004 y 2005 así lo muestran, tanto para EEUU, Europa como Japón. En líneas generales se tiene que un impacto sostenido de los precios del petróleo tiene una mayor repercusión en la inflación que en el crecimiento. De hecho, al analizar estas tres economías desarrolladas, se tiene que para EEUU un incremento sostenido de 10 dólares en los precios del petróleo mayor a un año genera una caída de actividad del 0,2% y un incremento de la inflación de 40 pb. Para Europa, el impacto es de 0,4% y 50 pb, mientras que para Japón sería de 0,3% y 50 pb. El dilema, acerca de que los precios del petróleo generarían una disminución en el crecimiento de corto plazo ó una salida inflacionista en el medio plazo, parece apuntar más a la segunda alternativa. Más aún a teniendo en cuenta la importancia que la Reserva Federal le comienza a dar al déficit de cuenta corriente estadounidense.

Precio caerá en 11 dólares entre 2004-2006

La tercera pregunta nos lleva a considerar que en el corto plazo existe una desalineación del precio de mercado con respecto al "estructural" expresado en unos 14 dólares de prima de riesgo coyuntural. Esta prima de riesgo está compuesta tanto por factores de demanda como de oferta, y que irán desapareciendo a lo largo de los próximos dos años.

Por el lado de la oferta existen unos 9 dólares de prima que irán disminuyendo en la medida que Arabia Saudita incorpore mayor producción, Irak establezca la suya en niveles de 2 a 2,4 MMBD, y que culminen las dificultades fiscales que enfrenta Yukos. Por el lado de la demanda, en la medida que no se produzcan nuevas sorpresas, se licuaran aproximadamente 5 dólares que están impactando en el corto plazo. De cara al próximo año se espera que la demanda mundial, luego de haber experimentado un alza del 3,5% en 2004, alcance un incremento de sólo un 2% en el 2005. Para el próximo año, se estima que el crecimiento de la demanda en los países desarrollados será de aproximadamente el 1,4%. Respecto de la oferta, la misma mostrará un incremento similar al de la demanda. Por esta razón no se espera una estabilidad del actual stock de inventarios.

Para 2004 se espera una media del Brent de 38 dólares. La misma se mantendrá casi invariable de cara al 2005 donde se estima una media de 37,3 dólares, pero con una corrección del 18% entre los cierres de ambos años. Para el 2006 la media estimada será de 32 dólares, con una corrección del 8,7% entre el cierre de 2005 y 2006. La corrección acumulada para los próximos dos años se espera que sea de 11 dólares, equivalente al 26% del nivel de cierre de 2004.

Caen exportaciones venezolanas

Si bien el precio promedio de la cesta venezolana se mantiene estable al pasar de 34,6 dólares el barril en 2004 a 32,1 dólares en 2005, en términos del cierre puntual del año se espera una corrección en la cotización del 22%, para cerrar en 2005 entre 27-28 dólares el barril.

El valor de las exportaciones petroleras tendrá una caída del 5,5% explicado por una disminución media de la cotización del 7,2%, y un crecimiento del volumen medio de exportaciones de sólo 2%.

2. Entorno Macroeconómico

Crecimiento de corto aliento

La economía venezolana atraviesa por una fase de expansión concentrada en el sector no petrolero, que previsiblemente se extenderá al menos hasta 2005 pero que perderá rápidamente su ímpetu en virtud de sus endeble fundamentos. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento a mediano y largo plazo continuarán luciendo muy desfavorables mientras persista la ausencia de indicios de una revitalización de la agenda de reformas estructurales que requiere la economía para insertarse en una senda de crecimiento sostenido.

Vigor real de la expansión

La fase recesiva se inició el primer trimestre de 2002¹, siendo agudizada por el impacto del paro general empresarial y laboral (incluido el sector petrolero) acaecido entre diciembre de 2002 y febrero de 2003, y que provocó la mayor caída del Producto Interno Bruto (PIB) en un trimestre del que se tengan registros. El final de la recesión e inicio de la fase expansiva se ubicó en el segundo trimestre de 2003.

Al comparar los datos oficiales del PIB trimestral correspondientes al 2004 con los mismos trimestres de 2003, se obtiene una idea exagerada del ímpetu de la actual fase de expansión: el crecimiento en 2004 alcanza un 17,4%, producto de un crecimiento de 32,8% en el primer trimestre, de 15,1% en el segundo, de 15,8% en el tercero y de 9,8% en el cuarto.

Para obtener una idea más justa del vigor de la expansión resulta necesario aislar el impacto del paro, para lo cual es muy conveniente mirar el PIB trimestral desestacionalizado². La variación inter-trimestral de esta variable fue de 3,3% en el primer trimestre, de 5,3% en el segundo, de 2,3% en el tercero y nuestra previsión para el cuarto la coloca en -1,3%, las cuales constituyen las más altas tasas de crecimiento inter-trimestral en una fase de expansión desde que se tienen registros trimestrales (1993).

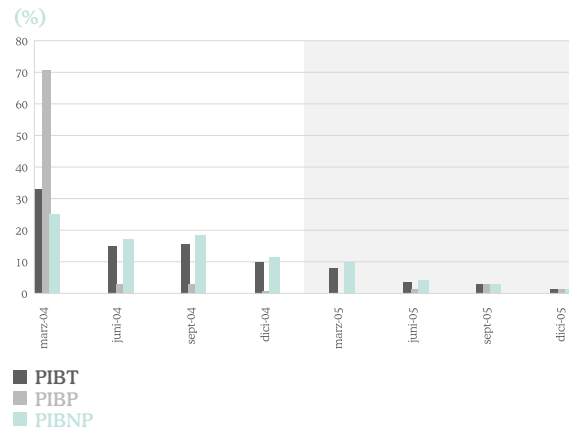
En definitiva, el PIB creció en 2004 en torno a 17,4%, con una expansión de 18,2% del sector no petrolero y de 13,6% del sector petrolero. Una vez más estas cifras están infladas por el impacto del paro, por lo que resulta conveniente comparar el PIB de 2004 con el correspondiente a 2002 (apenas afectado por el paro, que se inició el 15 de diciembre), lo que arroja un crecimiento de 8,2%, reflejando una vez más que la economía atraviesa una fase de expansión cíclica bastante vigorosa.

En lo que respecta a los determinantes de esta expansión, resulta fundamental el fuerte incremento (41%) del gasto público primario durante 2004. El aumento de los precios del petróleo en el contexto de un período preelectoral, impulsó un fuerte incremento del gasto público dirigido básicamente a transferencias directas hacia los sectores de menores ingresos, dando con ello un fuerte impulso a la demanda de bienes de consumo masivo que, en el contexto de una alta capacidad ociosa resultado de la larga recesión y de la restricción a la importación de bienes representada por el control de cambios, logró inyectar una apreciable dosis de dinamismo a la actividad económica.

En conjunto, estas cifras nos revelan que el sector no petrolero se recuperó muy rápido del paro, insertándose de inmediato en una fase de vigorosa expansión, mientras que el sector petrolero tuvo una recuperación también rápida pero sólo parcial (los niveles de producción de la industria han permanecido por debajo de los que tenía antes del paro), y a partir de entonces ha seguido una senda de débil crecimiento.

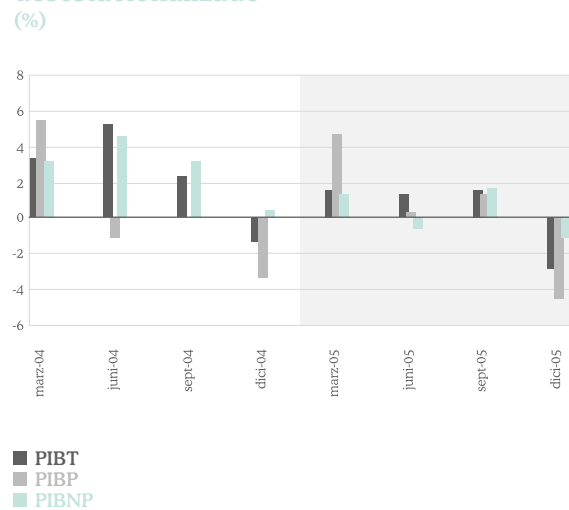
1. Considerando como inicio de una recesión la variación inter-trimestral negativa del PIB desestacionalizado por dos trimestres consecutivos.
2. La desestacionalización se realizó con el método Tramo/Seat (los datos del cuarto trimestre de 2002 y primer trimestre de 2003, fueron considerados outlier)

Variación del PIB trimestre contra trimestre (%)



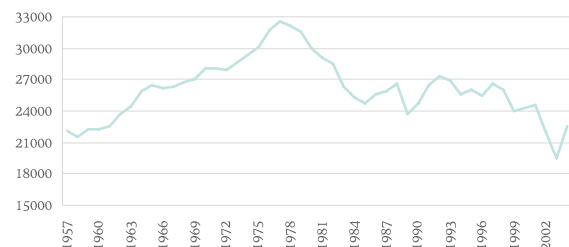
Fuente: BBVA Banco Provincial con datos de BCV

Variación inter-trimestral del PIB desestacionalizado (%)



Fuente: BBVA Banco Provincial con datos de BCV

Producto real per cápita a precios constantes (Bs.)



Fuente: BBVA Banco Provincial con datos de BCV

Estancamiento Secular

Más allá de sus vaivenes cíclicos en el corto plazo, la economía venezolana ha permanecido estancada por décadas, al punto que su crecimiento promedio ha sido inferior al de la población, lo que queda claramente expresado en la tasa de variación anual promedio del PIB por habitante entre 1980 y 2004, que es de -1,2%.

La estimación del PIB de tendencia o potencial³, refleja con claridad (ver gráfico) que el inicio de la etapa de estancamiento secular de la economía venezolana se ubica en torno al año 1978, y asimismo arroja indicios de que en torno a 1998 se inicia una etapa secular de declinación de la capacidad productiva del país. En la actualidad la economía estaría produciendo por encima de su producto potencial, lo que implica que necesariamente la actual fase de expansión será de muy corto aliento.

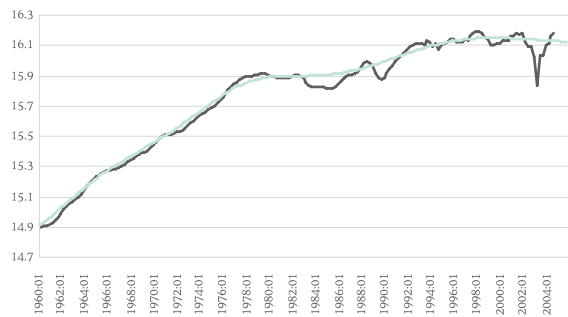
Esta tendencia al estancamiento (y recientemente declive), tiene como factor explicativo fundamental el bajo nivel de inversión (tanto pública como privada) que ha predominado por décadas en el país⁴. El nivel medio de inversión como proporción del PIB en el período 1980-2003 es de 17,1%, para el período 1998-2003 se ubicó en 13,0%, mientras que para 2003 alcanzó un mínimo histórico, de 8,5% (estimamos que en 2004 apenas se recupere hasta un 10%).

Al igual que ocurre con otros países de la región, la reinserción de Venezuela en una senda de crecimiento sostenido, pasa por la puesta en práctica de un conjunto coherente de reformas estructurales que permitan crear un ambiente mucho más propicio para la inversión privada. En la actualidad, no existen indicios que permitan prever progresos importantes en dicho terreno, exceptuando, quizá, algunas iniciativas gubernamentales dirigidas a incrementar la inversión en el sector petrolero con miras a recuperar la capacidad de producción, la cual ha experimentado un progresivo deterioro producto del escaso nivel de inversión, a lo que se añadió una abrupta caída a partir de la reestructuración de la empresa estatal petrolera inmediatamente después del paro general.

Previsiones 2005

Por lo dicho antes, es previsible que el vigoroso ritmo de expansión experimentado en 2004, ceda a partir de 2005, con un crecimiento de sólo 3,9%, explicado en 91% por el crecimiento de 4,6% del sector no petrolero, mientras que el sector petrolero crecería apenas en 1,5%. Un factor adicional de moderación del ritmo de crecimiento será el agotamiento del impulso fiscal dado el ajuste a la baja en los precios del petróleo, lo que impedirá una expansión del gasto público por encima del nivel alcanzado en 2004.

PIB real y su nivel de tendencia (escala logarítmica)



Fuente: BBVA Banco Provincial con datos de BCV

Inversión como porcentaje del PIB (% del PIB)



Fuente: BBVA Banco Provincial con datos de BCV

- Estimación mediante una versión modificada del Filtro de Hodrick-Prescott (ver Artículo). La estimación utilizó datos trimestrales desde el segundo trimestre de 1950 hasta el tercer trimestre de 2004 (los correspondientes al período 1950:2 hasta 1992:4 se obtuvieron mediante interpolación de los datos anuales), pero el gráfico sólo muestra los años recientes.
- Para evidencia econométrica y estadística que corrobora esta afirmación ver Rodolfo Méndez y José Pineda, "Inversión Privada o Inversión Pública: ¿Cuál Aporta más al Desarrollo?", que aparecerá en el libro "Crecimiento Económico en Venezuela: Bajo el Signo del Petróleo" (compiladores José Pineda y Francisco Sáez), Banco Central de Venezuela, 2005.

Incremento sin precedentes del gasto

A pesar de que el precio de la cesta de exportación petrolera de Venezuela ha alcanzado un nivel promedio para 2004 muy superior al que se preveía en la Ley de Presupuesto Nacional (34 dólares por barril en lugar de 20), la gestión fiscal mostrará al cierre de 2004 un déficit superior al 4% del PIB y necesidades de financiamiento por el orden de 8,7% del PIB. Esto se explica por el histórico aumento del gasto público ocurrido en 2004, que lo ha colocado por encima de 30% del PIB (el más alto al menos en las últimas cuatro décadas), nivel que de acuerdo a nuestras previsiones se mantendrá en 2005. Este panorama, genera de inmediato interrogantes respecto a la sostenibilidad del nivel de gasto, en virtud de las previsiones de un ajuste correctivo a la baja del precio del petróleo, en torno a 26% en los próximos dos años.

La experiencia histórica resulta muy aleccionadora a este respecto, dado que la economía venezolana se ha enfrentado repetidas veces a situaciones similares. Los importantes shocks petroleros ocurridos en las últimas décadas, han suscitado una volatilidad promedio del PIB venezolano del 4,7%. Esta inestabilidad se ha reflejado también en la gestión fiscal, con volatilidades de 4,4% y 4,6% en ingresos y gastos respectivamente, y una volatilidad del resultado fiscal de 6,7%. Además, el carácter típicamente procíclico de la política fiscal en Venezuela, ha contribuido a facilitar en lugar de impedir la transmisión de la inestabilidad de los precios del petróleo a la actividad económica y a las restantes variables macroeconómicas. Esta prociclicidad se asocia en buena medida a la rigidez a la baja del gasto público producto entre otras cosas del "ratchet effect" propio de las economías petroleras: al aumentar los ingresos crecen los gastos del gobierno por la presión de los "buscadores de renta" pero al retroceder los mismos, se dificulta en extremo ajustar el gasto a la baja.

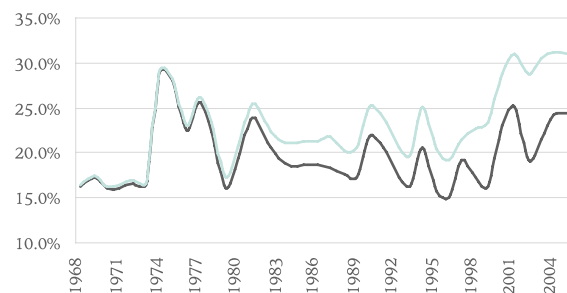
Todo indica hasta el momento que es muy probable que la historia se repita a partir de 2005, dado que, por un lado, es previsible una corrección a la baja en el precio de la cesta venezolana y, por el otro, es igualmente previsible que será muy difícil ajustar a la baja el gasto público como porcentaje del PIB para los próximos años. Bajo este contexto, prevemos que en 2005 el nivel de gasto se ubicará en 31% del PIB (en 26% el gasto primario), del cual, al igual que el presente año, un 70% corresponderá a gasto corriente y sólo un 21% a gastos de capital. El déficit estimado para el año es equivalente a 3,5% del PIB, con necesidades de financiamiento de 7,2% que para ser cubiertas requerirán un incremento de la razón deuda a PIB entre 2 y 3 puntos porcentuales en el año.

En síntesis, el cuadro que se presenta en materia fiscal para 2005 y los años subsiguientes prolonga los problemas estructurales de la gestión fiscal en Venezuela: nivel de gasto excesivo en relación su escasa efectividad, déficit persistentes (con sus secuelas en términos de inestabilidad macroeconómica), escaso margen para políticas fiscales contracíclicas, escasos niveles de inversión pública, etc. Problemas todos ellos, que en último término limitan severamente el aporte de la gestión fiscal al crecimiento económico a largo plazo.

Crecimiento y política fiscal

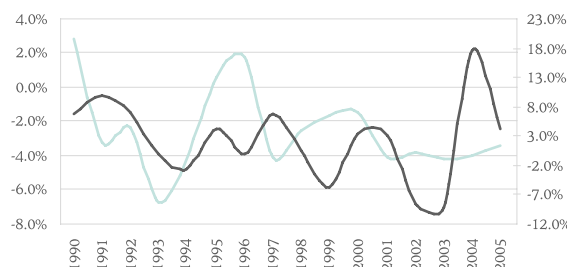
Las variaciones del gasto público pueden tener efectos reales de corto plazo sólo en la medida en que sorprendan a los agentes y/o exista capacidad instalada ociosa en la economía, por lo que tales efectos no pueden ser persistentes ni sistemáticos. En 2004, la política fiscal expansiva fue consecuencia de un shock inesperado vía precios del petróleo que generó un superávit de cuenta corriente del 14,5%

Gasto total y gasto primario (% del PIB)



■ Gasto Primario / PIB
■ Gasto Total / PIB

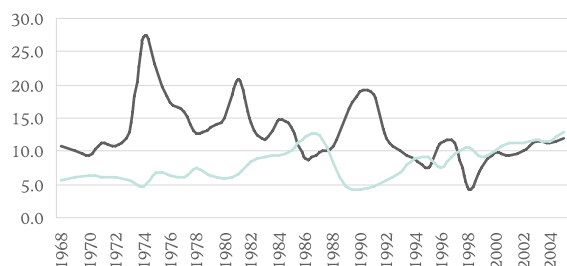
Fuente: BBVA Banco Provincial con datos de BCV



■ Crecimiento Real PIB
■ Resultado Fiscal

Fuente: BBVA Banco Provincial con datos de BCV y MF

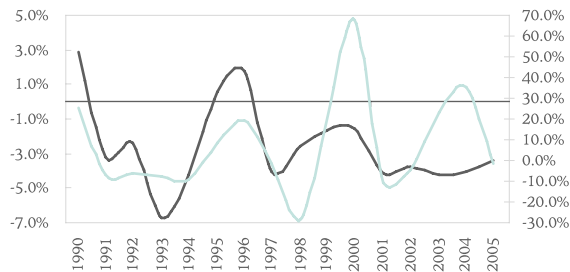
Ingresos fiscales (% del PIB)



■ Ingresos fiscales petroleros
■ Ingresos fiscales no petroleros

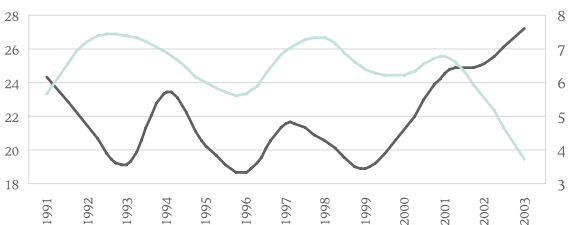
Fuente: BBVA Banco Provincial con datos de ONAPRE

Resultado fiscal vs. variación precio del petróleo



■ Resultado fiscal
■ Variación precio del petróleo
Fuente: BBVA Banco Provincial

Efecto Crowding-Out en Venezuela (%)



■ Gasto público / PIB
■ Inversión privada / PIB
Fuente: BBVA Banco Provincial con datos de BCV y MF

del PIB, mientras que a comienzos del año los agentes descontaban un superávit entre 4-5% del PIB, todo ello en el contexto de una amplia capacidad ociosa en la economía producto de la prolongada recesión precedente.

En 2005-2006, la expansión fiscal ocurrirá en un contexto muy distinto al de 2004 y que reducirá mucho su efectividad. En primer término, la corrección a la baja de los precios del petróleo limitará la expansión fiscal, mientras que el cierre de la brecha del producto en 2004, deja poco margen para políticas expansivas de demanda, que en este contexto impactarán ante todo a la inflación. Finalmente, la mayor necesidad de recurrir a endeudamiento interno hará que el sostenimiento del alto nivel de gasto público sólo pueda ocurrir a costa de una reducción del gasto privado (crowding out). Los canales de transmisión de este efecto "crowding out" son el financiero y el real.

El crowding out financiero se origina por el incremento en las tasas de interés producto que impone este aumento del gasto público, que tiene un efecto sobre el portafolio de inversiones de los agentes. El crowding out real es el resultado del efecto que el incremento del gasto produce en la inflación. Adicionalmente, también existe otra forma en que se realice el efecto desplazamiento real, el cual se produce a través del efecto que el gasto público tiene sobre el ingreso futuro que esperan recibir los agentes.

Monetización del déficit

La política fiscal recurrentemente deficitaria que se viene ejecutando en Venezuela ha estado acompañada por la generación de emisiones monetarias asociadas a la devaluación del tipo de cambio y recientemente a la utilización de las utilidades cambiarias que le remite el Banco Central de Venezuela (BCV) a su accionista (Gobierno). Ambos mecanismos son factores que aceleran la tasa de inflación.

Como se comentaba en las secciones anteriores, el incremento del gasto tiende a ser permanente, elemento que condiciona una tasa de inflación recurrentemente más alta, y dada la relación negativa que existe entre demanda de dinero e inflación se produce una caída de la demanda de saldos reales en relación al PIB que tiene efectos contractivos tanto por el lado de la demanda como por el lado de la oferta. Estos elementos se agudizan en la medida que el producto corriente se encuentra por encima ó cerca del producto potencial. Otro elemento a considerar en el caso venezolano, es el efecto Patinkin* que corresponde a la disminución que, en términos reales, experimenta el gasto público al aumentar la inflación. Este efecto es consecuencia del peso que tienen los gastos que el Gobierno contrata con anterioridad que inducen una caída del gasto real al tener inflaciones superiores a la esperada. Situación similar se genera cuando se subestima la inflación en la elaboración del presupuesto que hace que se requieran necesidades de gasto fiscales superiores a las presupuestadas, elemento que induce a una ampliación del déficit dada la menor elasticidad de los ingresos fiscales a la inflación. Todos estos elementos se conjugan en una ampliación del déficit fiscal y a la menor efectividad de la política fiscal expansiva en el crecimiento del 2005.

* Patinkin, Don. (1993). "Money, Interest and Prices". Second Edition Abridged. Cambridge, Mass", The MIT Press.

Devaluación en puertas

El cambio de divisas seguirá desarrollándose en 2005 básicamente bajo los mismos parámetros que lo ha venido haciendo desde mediados de 2003:

- Sistema administrado de divisas (“control de cambios”) que restringe la venta sólo a transacciones autorizadas, principalmente de cuenta corriente (importaciones de bienes “esenciales” que no se producen en el país) pero que incluye también un reducido número de transacciones de capital (básicamente repatriación de capitales por parte de empresas de capital extranjero).
- Creciente flexibilización y agilización de los trámites de aprobación y liquidación de las divisas (ver gráfico).
- Precio oficial único y fijo en bolívares de la divisa estadounidense.
- Ajuste puntual al alza del tipo de cambio (devaluación) una vez al año.
- Operación de un mercado “gris”¹ de cambio de divisas con un escaso volumen transado en comparación al correspondiente al sistema administrado oficial.

Función de reacción

Nuestras previsiones se fundamentan en el análisis de las pautas de comportamiento (función de reacción) que han mostrado los distintos Gobiernos venezolanos, incluyendo el actual, en los períodos de control de cambios. Estos eventos permiten detectar ciertas pautas generales, entre las que destacan:

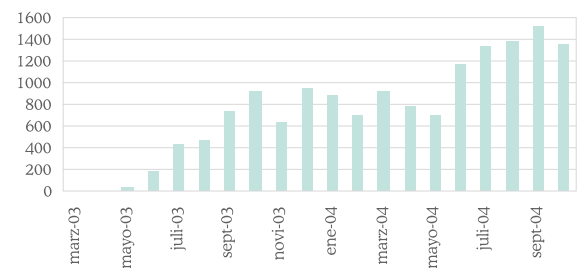
- En ausencia de shocks externos severos, el tipo de cambio oficial se mantiene fijo, permitiendo la apreciación real del bolívar respecto al dólar, hasta que se acumula un margen de sobrevaluación superior a 15%², momento en el cual se lleva a cabo una devaluación puntual en torno al 15%.
- Flexibilización y agilización crecientes de los trámites para obtener divisas
- Ante shocks externos que reducen el nivel de reservas internacionales por debajo de un nivel mínimo “tolerable”³, cualquiera sea el margen de sobrevaluación, se produce una devaluación abrupta (superior a 50%).

Motivo Fiscal

A pesar de que históricamente los eventos de devaluación han ocurrido ante crisis de reservas internacionales o sobrevaluación excesiva de la moneda, existe bastante consenso entre los analistas del caso venezolano acerca del papel fundamental de la “motivación fiscal” para devaluar. Dado el gran peso de los ingresos fiscales provenientes de las exportaciones petroleras (en torno al 50% del total de ingresos), una devaluación contribuye a reducir las necesidades de financiamiento del Fisco Nacional, efecto que se ve incrementado por el peso creciente de las “utilidades cambiarias”⁴ del Banco Central dentro de las fuentes de recursos fiscales. Luego, lo que aparentemente ocurre, es que la sobrevaluación y/o las

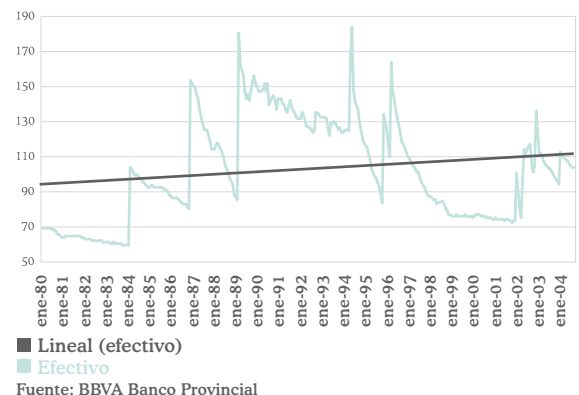
- Se dice que es “gris” porque aunque es ilegal transar en dicho mercado, tales transacciones no son monitoreadas ni penalizadas por las autoridades (está en discusión un proyecto de “Ley de delitos cambiarios” que limitaría la actividad de este mercado).
- Margen definido como la diferencia entre la tasa de cambio nominal de “equilibrio” (la requerida para alinear la tasa de cambio real con su nivel de equilibrio) y la tasa oficial. Aproximamos la tasa real de equilibrio como la tendencia lineal de la tasa real efectiva (tests convencionales de raíces unitarias favorecen la hipótesis de estacionariedad en tendencia del tipo de cambio real venezolano).
- Este nivel es aproximadamente igual al nivel medio de las reservas en dólares a precios constantes menos una desviación estándar.
- Utilidades producto del cambio de valor del stock de reservas internacionales al ajustarse el tipo de cambio.

Divisas otorgadas (millones de US\$)



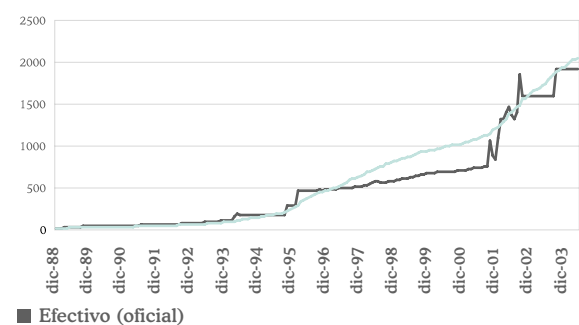
Fuente: BBVA Banco Provincial con datos de BCV

Tipo de cambio real bilateral: efectivo y tendencia (1997=100)



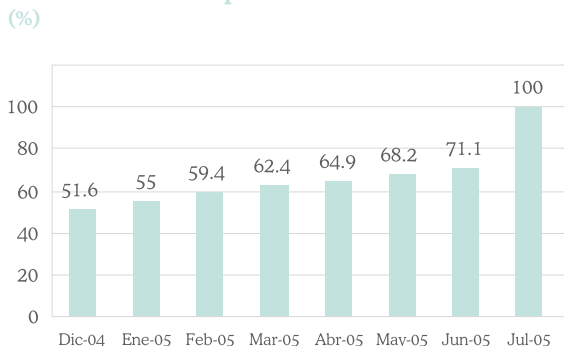
Fuente: BBVA Banco Provincial

Tipo de cambio nominal (Bs./US\$)



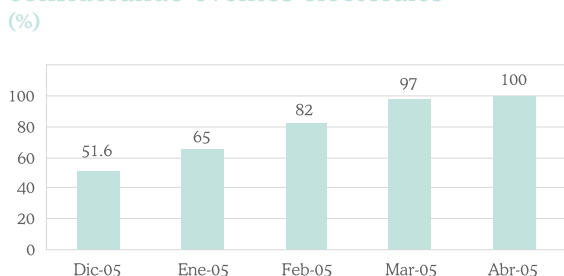
Fuente: BBVA Banco Provincial con datos de BCV

Probabilidad de próxima devaluación



Fuente: BBVA Banco Provincial

Probabilidad de próxima devaluación considerando eventos electorales



Fuente: BBVA Banco Provincial

crisis de reservas contribuyen a reducir la resistencia y/o aumentar el apoyo social y político a la devaluación, lo que puede en parte explicarse por la reducción que parece experimentar el “pass-through”⁵ al incrementarse el margen de sobrevaluación⁶.

Momento y magnitud de la próxima devaluación

El gráfico anexo muestra las probabilidades de la próxima devaluación (abandono de la actual tasa de cambio de Bs/US\$ 1920) para cada uno de los meses venideros estimadas a partir de la simulación estocástica de la función de reacción bajo los diversos escenarios de precios del petróleo y reservas internacionales para el período diciembre 2004-diciembre 2005 que se derivan a su vez de la simulación de un modelo de vectores autoregresivos (VAR), y utilizando una función de transferencia para capturar el impacto de la devaluación sobre la inflación. La estimación no considera, sin embargo, el hecho de que en el segundo semestre del año se llevarán a cabo elecciones de diputados, lo que dará incentivos a las autoridades para devaluar más bien hacia principios de año, lo que altera las probabilidades anteriores en la dirección que se ilustra en el segundo gráfico de probabilidades.

Es prácticamente nulo el riesgo de que pueda ocurrir una crisis de reservas internacionales en 2005, en tanto, que el nivel de las mismas es bastante alto actualmente (en torno US\$ 23021 millones), y es mínimo el riesgo de que los niveles de precios del petróleo desciendan de forma abrupta el próximo año. Por ende, el elemento que marcará el momento y la magnitud de la devaluación será el margen de sobrevaluación y las necesidades de financiamiento del sector público.

En estas circunstancias, es de esperarse que la magnitud del ajuste del tipo de cambio esté en el rango 10%-20%, dependiendo de la evolución de las necesidades fiscales (la Ley de Presupuesto Público contempla un ajuste de 12%), mientras que el momento se ubicaría un poco después de que el margen de sobrevaluación supere el 15% (lo que a su vez dependerá de la evolución mensual del diferencial entre la inflación doméstica y la de Estados Unidos).

Existe el riesgo, sin embargo, de que ocurra una segunda devaluación después de las elecciones parlamentarias, en la eventualidad de un descenso del precio del petróleo mucho mayor al esperado y/o de que surjan necesidades financiamiento mucho mayores a las previstas.

5. Impacto de la devaluación sobre la inflación.

6. La correlación entre el margen de sobrevaluación y el coeficiente de pass-through es de -74%. La trayectoria temporal de este coeficiente fue estimada a partir de un modelo de regresión lineal con coeficientes variables entre el logaritmo del tipo de cambio Bs/US\$ y el logaritmo del IPC.

Se modera la expansión monetaria

Los agregados monetarios en el 2004

Durante el año 2004 el comportamiento de los agregados monetarios y la actuación del Banco Central como ente rector de la política monetaria estuvieron condicionados de manera determinante por el régimen cambiario vigente desde febrero de 2003 y su creciente flexibilización, unido a los efectos monetarios que, en este contexto, han derivado de la política fiscal expansiva adelantada por el gobierno central y las importantes operaciones de deuda pública realizadas en el mercado interno.

En los primeros meses del año el efecto esterilizador de las emisiones de deuda pública en el mercado interno y la disminución estacional del gasto primario del gobierno central se conjugaron produciendo un resultado contrastante con el crecimiento tendencial de los agregados observado el año anterior. De esta manera, a finales de mayo, tanto la base, como la liquidez monetaria mostraron en términos reales descensos de 8,15% y 1,94% en relación a sus valores al cierre del 2003, dadas los crecimientos nominales de 0,15% y 6,89% exhibidos respectivamente por estas variables en el periodo. En este sentido debe destacarse la emisión doméstica de deuda pública denominada en dólares, que aprovechó la coyuntura caracterizada por elevada liquidez y una demanda de divisas insatisfecha por el mecanismo oficial de asignación de las mismas, permitiendo entre marzo y abril la colocación de US\$ 2.000 millones: US\$ 1.000 millones en Notas en dólares como parte de los Bs. 3,8 Billones emitidos en unidades de inversión y US\$ 1.000 colocados mediante un Bono Global con vencimiento en el año 2.011.

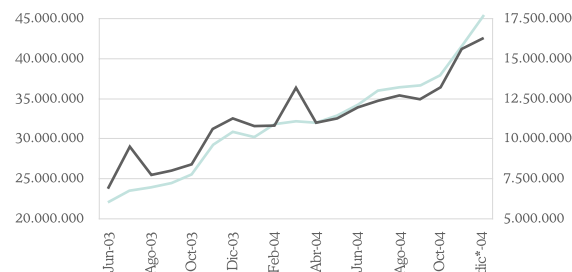
En la segunda parte del año, las pautas evolutivas de las variables monetarias del sistema fueron definidas por la combinación del impulso monetario debido a la profundización de la gestión fiscal expansiva y el efecto esterilizador de la flexibilización cambiaria acentuada desde junio.

Así, apoyado en la recepción de importantes ingresos fiscales de origen petrolero y estimulado por el ambiente pre-electoral ligado a la realización del Referéndum revocatorio presidencial del 15 de agosto y las elecciones de autoridades regionales realizadas a finales de octubre, el gasto público mostró una clara tendencia creciente que permitió situar al promedio mensual de gasto primario del gobierno central, durante el tercer trimestre del año, en el orden de Bs. 3,9 Billones, cifra superior en 41,28% a su similar del primer trimestre del año. Simultáneamente el incremento significativo en el ritmo de liquidación de divisas por parte del BCV se evidenciaba en el incremento del 66,7% del promedio diario de divisas liquidadas durante el tercer trimestre del año en relación al primero (durante el tercer trimestre del año se liquidó un promedio diario de US\$ 46,0 MM, superando los US\$ 50,0 MM promedio diario en el mes de Septiembre). En consecuencia, la base y la liquidez monetaria mostraban en Octubre variaciones acumuladas en el año de 17,2% y 23,1%, respectivamente.

Política Monetaria y tasas de interés

Ante la importante restricción impuesta a la esterilización monetaria, mediante el mecanismo cambiario, tras la implementación del régimen administrado de divisas en febrero de 2003, el Banco Central de Venezuela (BCV) ha desarrollado una política de corte contractivo, caracterizada principalmente por la absorción monetaria a través de Operaciones de Mercado Abierto (OMA). Ello ha conducido al mantenimiento de un importante monto de recursos monetarios represados en una "burbuja de liquidez" que presentó sus valores máximos del año 2004 en el mes de febrero, cuando el stock de instrumentos de crédito emitidos por el ente rector se situó en Bs. 8.715.511 Millones representando el 81,0% de la base monetaria. La profundización de la flexibilización cambiaria y con ello la mayor esterilización monetaria por esta vía, han permitido la reducción progresiva de la burbuja de liquidez antes descrita, tanto en términos ab-

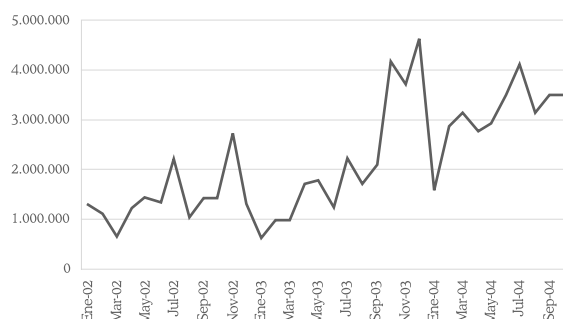
Base y liquidez monetaria (Millones de Bs.)



■ Base monetaria
■ Liquidez monetaria

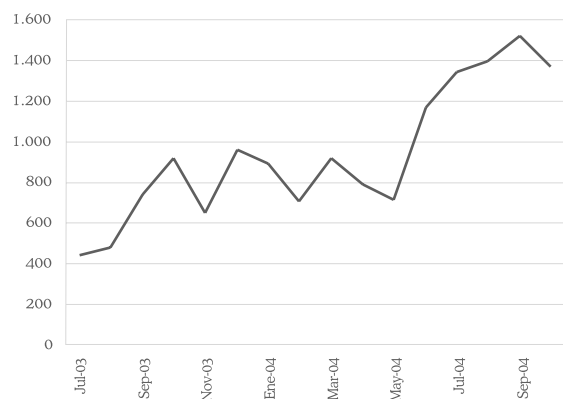
Fuente: BBVA Banco Provincial con datos de BCV

Gasto primario del gobierno central (Millones de Bs.)



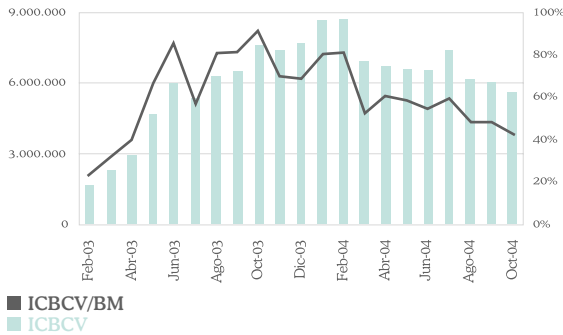
Fuente: Ministerio de Finanzas

Divisas liquidadas por el BCV (Millones de US\$)



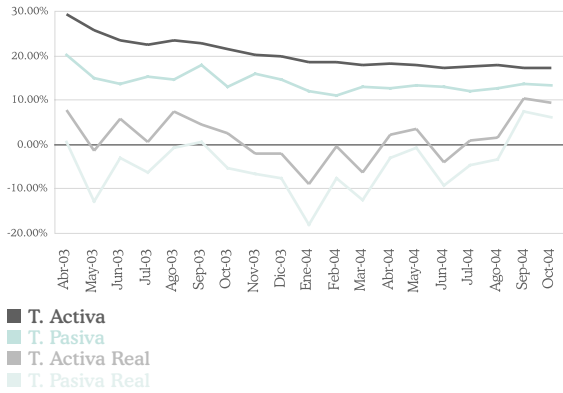
Fuente: BCV

Instrumentos de crédito emitidos por el BCV
(MM de Bs. y % de la BM)



Fuente: BBVA Banco Provincial con datos de BCV

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



Fuente: BBVA Banco Provincial con datos de BCV

Concepto	2004	2005
Agregados Monetarios:		
Base Monetaria (MM de Bs.)	15.694.019	18.691.577
Variación Anual (%)	39,2	19,1
Liquidez Monetaria (MM de Bs.)	44.157.115	56.653.578
Variación Anual (%)	43,2	28,3
Tasas de Interés		
Activa (%)	17,4	18,1
Pasiva 90 días (%)	12,5	12,8

Fuente: BBVA Banco Provincial

solutos como relativos, sin embargo, su importancia sigue siendo significativa, al situarse de acuerdo a nuestras proyecciones para el fin del año en torno al 40% de la base monetaria.

Por otra parte, las limitaciones a la movilidad de capitales han restringido la efectividad de las tasas de interés para producir ajustes en el mercado monetario, por lo que los niveles de oferta monetaria mantenida en el sistema han facilitado el descenso de las tasas de interés nominales y reales, tal y como ha ocurrido en las recientes experiencias de control cambiario en el país. Nuestras previsiones para finales del 2004 ubican las tasas promedio del año en el orden del 17,4% la activa y 12,5% la pasiva (Depósitos a plazo a 90 días) y vislumbran para el 2005 un comportamiento estable con una leve tendencia al alza.

Proyecciones 2005

Para el año 2005 la evolución de los agregados monetarios y las tasas de interés del sistema estará condicionada por los mismos elementos que han hecho sentir su efecto sobre estas variables durante al año 2004, por lo que los escenarios proyectados tienen su fundamento en el comportamiento esperado de estos.

El diseño de nuestro escenario base (ver recuadro) contempla el mantenimiento del régimen de control cambiario con niveles de flexibilización mayores a los observados en el 2004, en un entorno fiscal expansivo caracterizado por un crecimiento anual esperado de 25,77% del monto de gasto primario más intereses (el cual asciende a Bs. 65,4 Billones), soportado, entre otros conceptos, por ingresos fiscales de origen petrolero de US\$ 13,1 MM, equivalentes a Bs. 28,2 Billones.

Si bien se vislumbran condiciones que conducirían a una participación contractiva del Banco Central menos activa que la mostrada en los años 2003 y 2004, dependerá en buena manera de la intensidad del endeudamiento público interno y sus efectos de esterilización monetaria el matiz definitivo que tendrá la participación del ente emisor.

La inflación retoma senda ascendente

Anclaje cambiario

El control de cambios que entró en vigencia en Febrero de 2003, al establecer un precio fijo para la divisa estadounidense¹, el cual sirve de referencia al grueso de las transacciones comerciales en el país², se ha constituido en un ancla nominal bastante efectiva, contribuyendo de manera fundamental a la reducción de la tasa de inflación en 2003 y 2004 (ver gráfico). Esto es así, en virtud de que en Venezuela la devaluación constituye un determinante fundamental de la inflación al punto de explicar alrededor de un 22% de las fluctuaciones de la misma³.

Controles de precios

El efecto del anclaje, ha sido reforzado por el fuerte debilitamiento de la demanda de bienes de consumo (asociado al profundo y prolongado período de recesión que se extendió entre principios de 2002 y principios de 2003), por los controles oficiales de precios impuestos sobre una amplia gama de bienes y servicios de consumo masivo (principalmente alimentos) y por la provisión directa y masiva de este tipo de bienes a precios subsidiados a través de la red pública de mercados populares. La reducción de la inflación en el período Nov 2003-Nov 2004 (17,5%) con respecto a la ocurrida en el período Nov 2002 - Nov 2003 (29,4%) fue de 11,91 puntos porcentuales, de los cuales 5,8 puntos son explicados por la reducción en la inflación de los dos rubros donde se concentran los controles de precios, "alimentos y bebidas no alcohólicas" (al pasar de 9,6 a 6,3%) y "transporte" (al pasar de 5,4 a 2,9%).

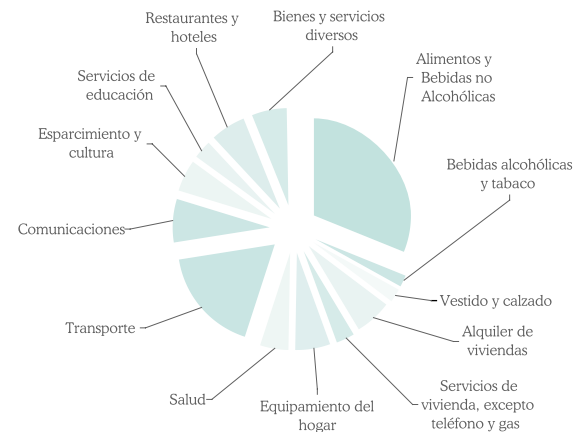
En conjunto, estos factores han creado un entorno no sólo de baja presión de costos, sino también de una intensa presión competitiva que ha limitado la capacidad de los oferentes domésticos para trasladar a los precios finales los incrementos de costos que han enfrentado, debiendo así reducir sus márgenes de ganancia. La apreciable magnitud de la inflación que ha sido "represada" de esta manera queda claramente expresada en el amplio diferencial entre la inflación a nivel de las ventas minoristas y la inflación a nivel de las ventas mayoristas entre enero de 2003 y noviembre de 2004 (80,4% y 49,09% respectivamente), el cual se ubica en 31,3 puntos porcentuales.

Salario mínimo

Un elemento que ha contribuido a que la reducción inflacionaria no sea mayor son los ajustes al alza del salario mínimo que el Gobierno ha venido decretando anualmente. Estos ajustes han estado en torno al 30% en los años recientes, y se prevé un ajuste similar para 2005, no obstante, su impacto es relativamente pequeño⁴, lo que se asocia al escaso peso de la fuerza de trabajo cuya remuneración es afectada por esta disposición legal (debe tenerse en cuenta que 50% del empleo en Venezuela pertenece

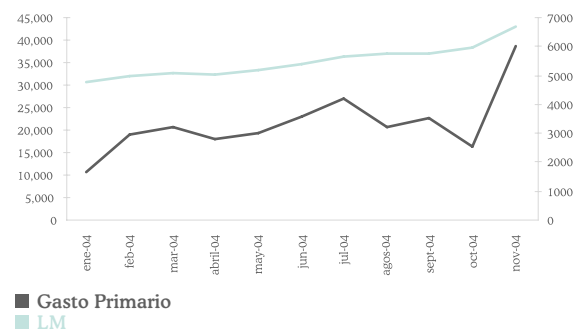
1. El esquema de control vigente establece un tipo de cambio Bs/US\$ para la venta único, que con la excepción de un ajuste puntual al alza de 20% en febrero de 2004, se ha mantenido fijo. Para 2005, se prevé que se mantenga este mismo comportamiento, un tipo de cambio fijo a lo largo de todo el año exceptuando un ajuste puntual, cuya magnitud será de magnitud similar o menor al ocurrido en 2004 (ver sección sobre la política cambiaria).
2. Aproximadamente un 90% de las divisas que ingresan al país provienen de las exportaciones de la empresa estatal petrolera, PDVSA, lo que permite ejercer un control estricto sobre la administración de estas divisas por parte del Estado, y condena al mercado no oficial o paralelo a tener una escasa profundidad, lo que implica a su vez que la cotización del dólar en este mercado tiene escasa incidencia en los precios.
3. Estimación basada en la descomposición de la varianza de los errores de pronóstico de un modelo de Vectores Autoregresivos (VAR) para la inflación, la devaluación y la variación del salario mínimo con datos mensuales para el período 1974:4-2004:11.
4. Estimamos que un incremento de 1% en el salario mínimo genera un incremento acumulado aproximado de 0,15 % en el nivel de precios pasado un año, y que las fluctuaciones del salario mínimo explican aproximadamente un 9% de las fluctuaciones de la tasa de inflación históricamente (ver Nota 3).

Incidencias de los grupos en la inflación nov. 2004 / nov. 2003



Fuente: BBVA Banco Provincial con datos de BCV

Evolución de liquidez monetaria y gasto primario fiscal (Millones de Bs.)



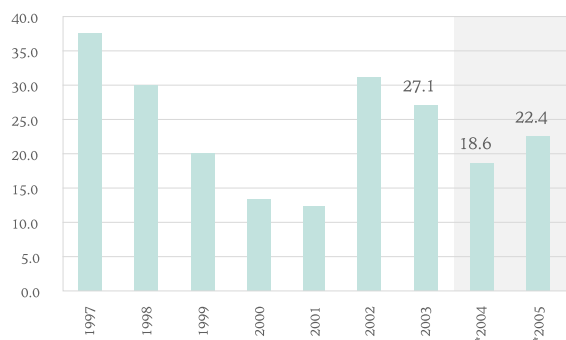
Fuente: BBVA Banco Provincial con datos de BCV y MF

al sector informal, donde se concentra el grueso de la fuerza de trabajo con escasa calificación).

Expansión monetaria de origen fiscal

La mayor amenaza al descenso del ritmo inflacionario, proviene de la expansión de liquidez que provoca el signo fuertemente expansivo que caracteriza a la gestión fiscal en el presente, al financiarse la misma en una amplia medida con ingresos fiscales de origen externo (exportaciones petroleras) y al recurrir adicionalmente a financiamiento puramente monetario en la forma de utilidades cambiarias. Sin embargo, el incremento de la eficiencia operativa del sistema administrado de divisas y la flexibilización del mismo, se han traducido en una tendencia marcadamente ascendente de la venta de divisas que ha permitido hasta el momento drenar el grueso de estos excedentes de liquidez mientras que el restante ha sido absorbido por el Banco Central.

Evolución inflación (%)



Fuente: BBVA Banco Provincial con datos de BCV

Previsiones para el 2005

La reactivación de la demanda de consumo durante 2004 y su prolongación a lo largo de 2005, permitirá a productores y comerciantes recuperar sus márgenes de ganancia, e impulsará de este modo un incremento leve de la inflación con respecto a su nivel de cierre en 2004, pasando de 19% a un valor cercano al 22,4%. Esto, a pesar de que es altamente probable que prevalezcan el resto de las condiciones que permitieron el descenso significativo de la inflación en 2003 y 2004, tales como el mantenimiento de un tipo de cambio oficial fijo a lo largo del año.

Existe, no obstante, el riesgo latente de que ante un descenso significativo de los precios del petróleo (poco probable pero no imposible en 2005), la alta expansión de liquidez y el importante volumen de liquidez represada en el Banco Central asociados ambos a la gestión fiscal expansiva, ya no puedan continuar siendo contenidos a plenitud, como hasta ahora, a través de la liquidación de divisas por parte del Banco Central, lo que ocasionaría un repunte de la inflación, colocándole a niveles superiores al 22,4% proyectado en 2005. Este riesgo se incrementará progresivamente en los siguientes años, con lo cual luce bastante probable que la inflación mantenga una senda ascendente más allá de 2005.

La evolución de la intermediación crediticia se presenta como uno de los aspectos más relevantes a ser considerado en el contexto del desenvolvimiento reciente del sistema financiero nacional, tanto por sus implicaciones sobre la dinámica de la actividad real como por reflejar el impacto de las condiciones generales de la economía sobre la naturaleza de la actividad intermediadora que desarrolla el sector.

Luego de dos años de profunda recesión, la economía venezolana presentó durante el año 2004 claros signos de recuperación, que han impulsado el crecimiento nominal y real del volumen de crédito generado en el sistema financiero. Esto se ha traducido en la recuperación de parte de la intensidad de la intermediación crediticia perdida entre los años 2002 y 2003 debido a la confluencia de la caída de la demanda de créditos asociada al contexto recesivo de la actividad económica y al incremento de las emisiones de deuda pública interna, que sustentaron el crecimiento relativo de las inversiones en títulos valores respecto a la cartera de créditos bruta.

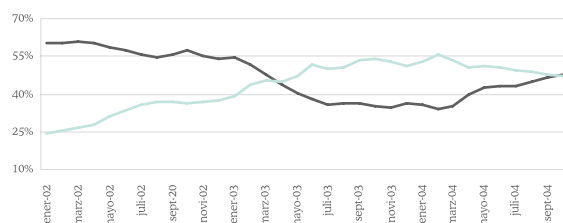
Las implicaciones de los hechos antes descritos sobre la evolución de la composición de los activos del sector bancario se vieron acentuadas por la implementación del régimen administrado de divisas, al inducir éste, condiciones monetarias que facilitaron la profundización en la colocación de pasivos públicos en el mercado interno. De esta manera, en el 2003 se observaban los valores mínimos en la cartera de créditos en términos reales en el trienio analizado, y en este mismo año se verificó el descenso del índice de intermediación crediticia en 19,7 pp, al pasar de 53,9% en enero a 34,24% en Noviembre.

En el 2004, en el entorno de recuperación económica antes aludida, la cartera de créditos bruta mostró a octubre incrementos anuales de 69,74% y 47,14% en términos nominales y reales, respectivamente, permitiendo el ascenso de 11,5 pp en índice de intermediación crediticia en el mismo periodo, al ubicarse este en 47,1% en el mes de octubre.

Nuestras proyecciones sitúan la intermediación crediticia a finales de año en el orden del 45,2%, correspondiente a un volumen de crédito estimado de Bs.17,7 Billones al cierre del 2004. Para el 2005 nuestro escenario base contempla un crecimiento moderado del monto nominal de la cartera de crédito bruta (28,9%), que cerraría el año en torno a Bs. 22,9 Billones.

Sin embargo, debe tenerse en cuenta que el uso del potencial crediticio que el sistema financiero ofrece a la economía nacional estará fuertemente condicionado por las perspectivas de solidez y sostenibilidad del crecimiento futuro. Así, la evolución del crédito y la intermediación crediticia pueden ser entendidas no solo como un motor del crecimiento, sino también como un barómetro de las expectativas del sector privado sobre su devenir.

Intermediación financiera

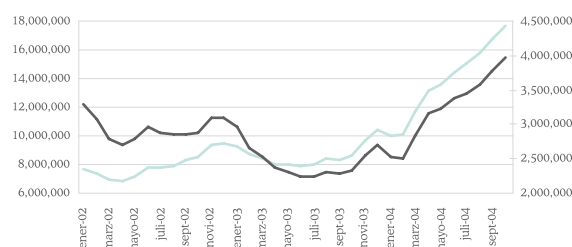


■ Intermediación crediticia

■ Intermediación en inversiones

Fuente: BBVA Banco Provincial basado en balances de publicación

Cartera de créditos bruta (Millardos de Bs.)



■ Términos Reales

■ Términos Nominales

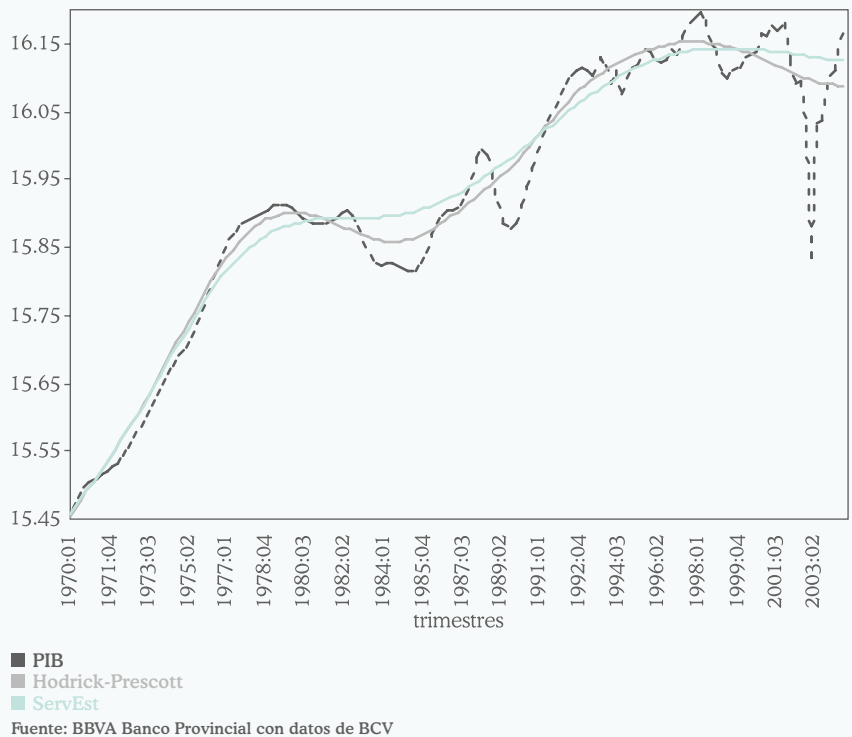
Fuente: BBVA Banco Provincial basado en balances de publicación

4. Artículos

Dificultades en la medición del producto potencial

Al analizar y predecir la evolución del Producto Interno Bruto, es necesario separar sus dos componentes básicos: el componente cíclico (sus vaivenes o fluctuaciones en el corto plazo) y el componente de tendencia o “producto potencial” (el nivel al que forzosamente tenderá a acercarse el PIB a mediano y largo plazo). En términos muy simples, la importancia de la separación radica en el hecho siguiente: Si en determinado momento el PIB atraviesa una vigorosa expansión, pero su nivel supera con mucho su nivel de tendencia o potencial, entonces podrá preverse que el ritmo de expansión cederá muy pronto y que mientras no lo haga la economía estará sometida a presiones inflacionarias. Si por el contrario, el PIB se encuentra muy por debajo de su nivel potencial, puede esperarse que el ritmo de expansión pueda sostenerse bastante tiempo, sin que surjan presiones inflacionarias.

El método más popular de aproximación al componente de tendencia es el filtro Hodrick-Prescott (en adelante, filtro H-P). El gráfico deja ver que el producto potencial estimado para Venezuela por este método¹ posee una apariencia inverosímil, en tanto que a partir de los años 80 fluctúa del modo que resulta inherente al componente cíclico. Igualmente insatisfactorio es la influencia exagerada en el estimado del producto potencial para el primer trimestre de 2003 de la extraordinaria caída del PIB durante el paro ocurrido entre diciembre 2002 y febrero 2003.



Sugerimos que para tener una idea más apropiada del producto potencial tanto de Venezuela, como del resto de los países de Latinoamérica, es necesario utilizar una versión modificada del filtro H-P que ataque los siguientes aspectos:

1. Debe tenerse en cuenta que el componente cíclico de las economías latinoamericanas es mucho más volátil a partir de los años ochenta de lo que lo fue en los años previos. El filtro H-P atribuye, de manera errónea, parte de este incremento de volatilidad al componente de tendencia.
2. Debe evitarse que el impacto sobre el PIB de huelgas y otros eventos que no inciden de manera significativa sobre la capacidad productiva afecten en exceso la estimación del producto potencial. Es decir, los datos del PIB asociados a tales eventos deben ser tratados como observaciones “atípicas”.

Es relativamente sencillo atacar ambos problemas realizando modificaciones mínimas al filtro H-P preservando, no obstante, el espíritu o naturaleza del mismo². El resultado de la aplicación de nuestra versión modificada del filtro (ServEst) para el caso venezolano³ se muestra en el mismo gráfico, y como puede verse la estimación resulta mucho más consistente con los “hechos aceptados” acerca del ciclo económico de Venezuela (por ejemplo, la profunda recesión de los años ochenta, o el efecto mayormente transitorio de la huelga general) y al mismo tiempo arroja un producto potencial que evoluciona de forma suave, como es de esperarse, y no de manera cíclica.

Rodolfo Méndez
rodolfo_mendez@provincial.com

1. Se utilizaron datos trimestrales del PIB desestacionalizado para el período 1950:2-2004:3 (los datos previos a 1993 se obtienen por interpolación de los datos anuales), el parámetro λ toma el valor convencional 1600.
2. En términos técnicos, todo se reduce a representar al filtro H-P en el “espacio de estados”, donde éste resulta equivalente a un modelo estructural de series de tiempo con tendencia cuadrática estocástica que puede estimarse mediante el Filtro de Kalman o por métodos bayesianos. Dada esta representación, resulta fácil utilizar una “razón ruido-sígnal” (parámetro λ) más alta a partir de los ochenta de la que se utiliza para los años previos. Resulta asimismo sencillo obviar observaciones del PIB que se consideren atípicas, y adicionalmente se puede proyectar el producto potencial. Ver Rodolfo Méndez (2004), “Medición del Producto Potencial en Latinoamérica: Aumento de la Volatilidad e Inestabilidad Política”, Servicio de Estudios Económicos, BBVA-Banco Provincial, Octubre 2004.
3. El parámetro λ toma el valor convencional 1600 hasta 1976 y de allí en adelante un valor diez veces mayor para dar cuenta del gran incremento de la volatilidad del componente cíclico del PIB a partir de entonces. El dato del PIB para el primer trimestre de 2003 (dos meses del paro general) es considerado un dato “atípico” y por tanto se obvia en la estimación del producto potencial.

¿Es sostenible la actual política fiscal?

La sostenibilidad fiscal se refiere a la capacidad de un gobierno de mantener en el tiempo su senda actual de política fiscal (niveles de gastos e ingresos presentes) sin que su capacidad para cumplir con sus deudas y otros compromisos financieros (solvencia) se deteriore. Cuando una política fiscal se encuentra en una senda insostenible, entonces puede tenerse la certeza que más tarde o más temprano habrá un importante ajuste fiscal (esto, es un reajuste de gastos e ingresos).

A continuación describimos y aplicamos al caso venezolana la metodología y los indicadores para la evaluación de la sostenibilidad fiscal desarrollados por Nigel Chalk* para el caso específico de países dependientes de recursos naturales no renovables. Chalk parte de un modelo teórico que supone que el sector privado y el sector público están inicialmente dotados con un stock de activos (pasivos) financieros por los cuales reciben (pagan) un intereses. Asume que el gobierno es dueño del recurso natural, el cual se exporta y se luego se transfiere a la población un porción de los ingresos obtenidos. Chalk simplifica su modelo haciendo abstracción del sector productivo y asume que todo el ingreso nacional se obtiene de los intereses devengados por los activos financieros invertidos en el exterior y de la venta del recurso natural.

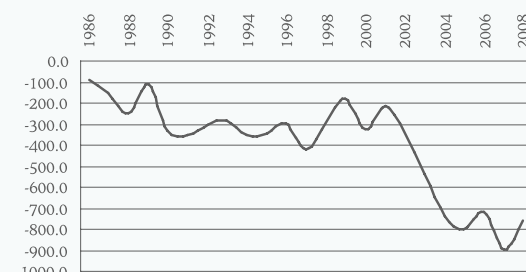
A partir de la solución de equilibrio del modelo se obtiene la siguiente condición general de sostenibilidad, $di_t \leq \frac{(1-\lambda_t).r_t - n}{1 + \frac{\phi.\lambda_t.r_t}{1+n}} A_{t+1}$

Donde, di es el “core déficit” corriente, definido como déficit global (dg) - déficit con el sector privado (dp) + superávit con el sector externo (se), λ_t es la proporción de las transferencias netas al sector privado proveniente de la cartera de activos y de la venta del recurso natural, r es la tasa de interés nominal implícita de la deuda pública total en dólares, A_t es una proxy de los activos totales de la economía, n es la tasa de crecimiento de la población, y ϕ es la tasa de ahorro del sector privado. El indicador establece como condición de sostenibilidad que el “core déficit” per capita debe ser menor que el rendimiento de los activos de la economía per capita, ajustado por el tamaño de las transferencias del gobierno al sector privado, la tasa de crecimiento de la población y el comportamiento del ahorro del sector privado. La política fiscal puede ser mantenida indefinidamente cuando el “core deficit” es menor al retorno de los activos financieros, ajustado este retorno por el tamaño de las transferencias del gobierno a los consumidores, la tasa de crecimiento de la población y el comportamiento del ahorro privado. Las implicaciones de satisfacer o violar este criterio de sostenibilidad, varían dependiendo del comportamiento de los términos de intercambio. Más allá de la volatilidad asociada a los términos de intercambio, la clave es la sustitución de los activos no renovables por activos que devenguen un rendimiento, tratando de mantener a su vez bajos niveles de transferencias al sector privado y evitar elevados “core deficits”, ya que esto redundará en el bienestar económico de largo plazo. En definitiva, el indicador de Chalk, alerta sobre la necesidad de acumular activos financieros que sean capaces de sustituir el ingreso producido por un recurso natural no renovable, si se quieren mantener políticas fiscales sostenibles a largo plazo.

La aplicación del indicador de Chalk al caso venezolano (ver gráfico) arroja resultados que contrastan con los que resultan del tradicional indicador de Blanchard (superávit primario requerido para mantener estable la razón deuda/PIB), en particular, mientras al utilizar el indicador de Blanchard la mayor parte del tiempo la política fiscal resulta sostenible, al emplear el indicador de Chalk se revela que la política fiscal en Venezuela ha sido permanentemente insostenible. En efecto, el indicador de sostenibilidad de Chalk muestra que luego de detenerse la tendencia al deterioro entre 1998 y 2001, fundamentalmente por el aumento progresivo del ingreso no petrolero per cápita, la mejoría en la posición neta de activos financieros y unas menores transferencias al sector público, se tiene que a partir de ese año se produce un deterioro del “core déficit” fundamentalmente por el comportamiento de esta última variable.

Finalmente utilizamos los criterios de Chalk para evaluar la evolución futura de la solvencia fiscal de mantenerse la actual senda de política fiscal. Para la estimación del período 2005-2008, se asume que se continúan aplicando las políticas fiscales de los años 2003-2005. Se supone una disminución promedio del 3% en el ingreso petrolero per cápita, y un incremento promedio de 2% del PIB en el stock de deuda pública. Bajo estos supuestos, la continuidad de las políticas fiscales actuales conduciría a un fuerte deterioro del indicador de sostenibilidad, lo que implicaría la necesidad de contar con una trayectoria de mayores ingresos no petroleros respecto al promedio histórico, mantener la relación con el sector privado superavitaria, es decir, favorable al gobierno, y mantener un “core déficit” a niveles relativamente inferiores a 2002.

Indicador de Chalk de sostenibilidad (US\$ corrientes per cápita)



Fuente: BBVA Banco Provincial

Giovanni Di Placido

giovanni_diplacido@provincial.com

* Nigel Chalk, “Fiscal Sustainability with Non-Renewable Resources”, 1.998. FMI

Principales variables macroeconómicas de Venezuela

	2000	2001	2002	2003	2004(*)	2005(*)
Actividad Económica						
PIB M.US\$	117.787	120.481	78.961	85.855	97.834	104.661
PIB Total(Var %)	3,2	2,8	-8,9	-9,4	17,4	3,9
PIB Petrolero	3,4	-0,9	-12,6	-10,7	18,2	1,5
PIB No Petrolero	2,7	4,0	-7,4	-7,4	13,6	4,6
Petróleo						
Precio promedio de realización (US\$/b)	25,9	20,2	21,94	24,9	34,6	32,1
Producción (m.M. barriles diarios)	3.228	3.216	3.213	2.727	2.610	2.700
Exportación (m.M. barriles diarios)	2.791	2.711	2.890	2.427	2.305	2.395
Exportación (m.M. US\$)	27.874	21.745	21.532	22.052	31.932	28.061
Demanda Agregada Interna (DAI)(% anual)						
Consumo Total Real	3,9	5,0	-5,8	-3,9	1,8	3,4
Inversión Bruta Real	2,0	13,6	-22,0	-38,9	38,3	6,7
DAI	3,2	2,8	-14,3	-10,4	14,9	3,8
Sector Externo						
Balanza Comercial (M.US\$)	16.664	7.456	13.421	16.520	23.058	19.420
Exportaciones	33.529	26.667	26.781	26.861	38.549	34.620
Importaciones	16.865	19.211	13.360,0	10.341,0	15.491	15.200
Saldo en Cuenta Corriente (M.US\$)	13.111	4.080	7.423,0	9.624,0	14.186	12.350
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	11,1	3,4	9,4	11,2	14,5	11,8
Saldo en Balanza de Pagos (M.US\$)	5.818	-2.071	-4.427,0	5.443,0	1.679	562
Reservas Internacionales Brutas (M.US\$)	15.883	12.296	14.786,0	21.299,0	23.236	23.862
Tipo de Cambio (Bs./US\$)						
Al cierre	700,0	758,0	1.403,0	1.600,0	1.920,0	2.300,0
Promedio	680,4	724,5	1.161,0	1.608,6	1.885,5	2.236,6
Inflación (%)						
Inflación Puntual	13,4	12,3	31,2	27,1	18,5	22,4
Inflación Promedio	16,2	12,5	22,5	31,1	21,7	21,3
Indicadores Monetarios y Financieros						
Liquidez Monetaria (Var %)	113	97	15,3	57,5	43,2	28,3
Tasas de Interés Activa promedio (%)**	24,5	24,8	37,1	24,1	17,4	18,1
Tasas de Interés Pasiva 90d promedio (%)**	14,9	14,7	28,3	17,6	12,5	12,8
Captaciones del Público (Var %)**	36,5	10,5	4,5	67,0	50,3	27,6
Cartera de Créditos Bruta (Var %)**	26,7	19,4	-0,3	10,3	72,1	28,9
Intermediación Crediticia(%)***			59,8	39,5	45,2	45,7
Situación Fiscal						
Supéravit/Déficit Fiscal(% del PIB)	1,6	-4,2	-3,9	-4,3	-4,1	-3,5
Deuda Pública Total (% del PIB)	27,0	30,2	42,8	43,9	42,8	44,5
Deuda Pública Interna (% del PIB)	8,5	11,5	14,2	15,7	16,5	17,4
Deuda Pública Externa (% del PIB)	18,5	18,7	28,5	28,1	26,3	27,1
Datos Socio-Económicos						
Población (millones de habitantes)	24,2	24,6	25,1	25,6	26,1	26,6
Tasa de Desempleo (%)	13,2	12,8	16,1	15,6	14,5	14,1
PIB Per Cápita (US\$)	4.871	4.892	3.140	3.350	3.748	3.935

Fuente: BBVA Banco Provincial con datos de Banco Central de Venezuela, Ministerio de Finanzas e Instituto Nacional de Estadísticas.

* Estimaciones preliminares para los años 2004,2005

** Seis principales bancos

**** Banca Universal y Comercial

Principales variables macroeconómicas de Venezuela

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
EE.UU.	2,2	3,1	4,4	3,5	2,4	1,9	3,4	2,4
UEM	0,8	0,5	2,2	1,9	2,3	2,0	2,2	1,9
Japón	-0,3	2,6	4,2	2,0	-0,3	-0,4	0,0	0,0

	Tasa oficial (% fin de período)				Tipo de cambio (fin de período)			
	24-nov-04	marz-05	jun-05	dic-05	24-nov-04	marz-05	jun-05	dic-05
EE.UU.	2,00	2,75	3,25	3,75				
UEM (\$/)	2,00	2,00	2,00	2,50	1,32	1,28	1,28	1,30
Japón (yenes/\$)	0,10	0,10	0,10	0,10	103	106	104	100

América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Argentina	-10,9	8,7	7,6	4,5	41,0	3,7	6,1	8,0
Brasil	1,9	0,5	4,3	3,7	12,5	9,3	7,5	6,0
Chile	2,0	3,3	5,6	5,7	2,8	1,1	2,3	2,2
Colombia	1,8	3,9	4,0	4,0	7,0	6,5	5,6	5,5
México	0,7	1,3	4,1	3,8	5,7	4,0	5,3	4,0
Perú	5,2	4,0	4,3	4,1	1,5	2,5	3,4	2,3
Uruguay	-10,8	2,5	9,5	4,0	25,9	10,2	9,0	8,5
Venezuela	-8,9	-9,2	17,4	3,9	31,2	27,1	18,5	22,4
LATAM 1	-0,5	1,6	5,4	4,0	13,2	7,1	6,7	6,2

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Argentina ²	-1,4	0,5	2,6	1,9	9,8	6,3	2,2	0,9
Brasil	-10,3	-3,7	-4,0	-4,0	-1,7	0,8	2,0	0,7
Chile ²	-0,7	0,0	2,2	1,6	-0,7	-0,8	2,7	0,4
Colombia	-3,7	-2,7	-2,5	-2,4	-2,0	-1,8	-1,5	-2,7
México	-1,2	-0,6	-0,3	-0,1	-2,2	-1,5	-1,2	-2,0
Perú	-2,3	-1,9	-1,4	-1,2	-1,9	-1,8	-0,7	-1,1
Uruguay	-4,0	-3,2	-2,9	-2,5	2,0	1,7	0,4	0,6
Venezuela ²	-3,0	-5,1	-4,1	-3,5	8,1	10,3	14,5	11,8
LATAM ¹	-4,3	-1,9	-1,6	-1,5	-0,5	0,7	1,3	0,1

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

	Tipo de cambio (frente \$, fin de período)				Tasas de Interés (% fin de período)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Argentina	3,40	2,96	3,00	3,12	30,0	3,8	3,3	6,0
Brasil	3,53	2,89	2,90	3,20	25,0	16,5	17,8	16,3
Chile	702	599	590	596	3,0	2,3	2,5	3,8
Colombia	2865	2778	2607	2841	7,7	7,9	7,7	8,2
México	10,31	11,24	11,40	11,85	7,0	6,0	8,6	9,2
Perú	3,51	3,46	3,30	3,40	3,8	2,5	3,0	4,5
Uruguay	27,22	29,34	27,30	29,00	69,9	4,0	n.d.	n.d.
Venezuela	1387	1600	1920	2300	26,8	15,1	12,4	13,1

Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

Bogota www.bbva.com.co

Título	Institución-Cliente	Lugar y fecha
Coyuntura y perspectivas cambiarias	Banca de Empresas BBVA	Medellín, 5 nov. 04
Coyuntura y perspectivas cambiarias	Banca de Empresas BBVA	Cali, 4 nov. 04
Coyuntura y perspectivas cambiarias	Banca de Empresas BBVA	Bogotá, 2 nov. 04
Algunas causas y remedios del déficit presupuestal	Universidad de los Andes	Bogotá, 26 oct 04
Coyuntura macroeconómica	Tesorería BBVA	Bogotá, 15 oct. 04

Buenos Aires www.bancofrances.com.ar

Título	Institución-Cliente	Lugar y fecha
VI Congreso de Economía	Consejo Prof.de Ciencias Económicas de la Ciudad de Bs.As.	Buenos Aires, Abr. 04
Perspectivas Económicas 2004	FORUM business information.	Buenos Aires, Mar. 04

Caracas www.provincial.com

Título	Institución-Cliente	Lugar y fecha
Escenario 2004-2005	Instituto Venezolano de Ejecutivos de Finanzas	Maracaibo Nov 04
Mercado Petrolero, Perspectivas de corto y largo plazo	Venezuela Corporte Leaders' Forum	Caracas Nov 04
Mercado Petrolero y Perspectivas 2005	Cámara de la Construcción	Caracas Nov 04
Escenario 2004-2005	Cámara Inmobiliaria	Valencia Oct 04
Escenario 2004-2005	Cámara de Transportistas	Valencia Oct 04
Escenario 2004-2005	Fundes	Barquisimeto Oct 04

Lima www.bbvabancocontinental.com

Título	Institución-Cliente	Lugar y fecha
Escenarios Financieros	BBVA Continental Bolsa	Lima, Nov. 04
Perspectivas Económicas 2005	Cientes principales de Banca Mayorista	Lima, Nov. 04
Situación Económica	BBVA Banca Empresa Institucional	Lima, Oct. 04
Perú: Contexto Económico	Equilibrium Clasificadora Riesgo	Lima, Oct. 04
Perú: Contexto Económico	Cámara de Comercio Oficial de España	Lima, Sep.04
¿En Dónde Estamos?	Universidad San Ignacio de Loyola	Lima, Ago.04

Madrid www.bbva.com

Título	Institución-Cliente	Lugar y fecha
China ¿angel o demonio para América Latina?	Corporación Andina de Fomento	Caracas, Dic. 04
Inversión Socialmente Responsable	VII Congreso Nacional de Medio Ambiente	Madrid, Nov. 04
Las Claves del Escenario Financiero	Universidad Navarra	Madrid, Nov. 04
Europa, Situación y Perspectivas	Grupo Expertos Coyuntura	Madrid, Nov. 04
Las claves del Escenario Financiero	Círculo de Economía	Madrid, Nov. 04
Spanish Real Estate	FMI	Madrid, Nov. 04
Angel or Devil? Chinese Impact on Latin America	World Bank	Nueva York, Oct.04
A journey towards Latin American Emerging Markets	Fundación CIDOB	Barcelona, Oct.04
Foreign Direct Investment in Latin America	Inter-American Develop. Bank	Paris, Oct. 04
In search of a better world: BBVA in Latin America	Columbia Business School	Nueva York, Oct.04
Chinese Impact on Latin America	Georgetown University	Washington, Oct. 04
Latin America: Oh, les beaux jours!	BBVA Corporate Banking	Paris, Oct. 04
Las Claves del Escenario Macroeconómico y Financiero	Jornadas de Empresa Familiar	Oviedo, Sept.04

México www.bancomer.com

Título	Institución-Cliente	Lugar y fecha
México: Transformación y Perspectivas	CESCE	Madrid, Oct. 04
Ambiente de Inversión en el Sector Turismo	Bolsa Mexicana de Inversión Turística	México, Sept. 04

Santiago de Chile www.bhif.cl

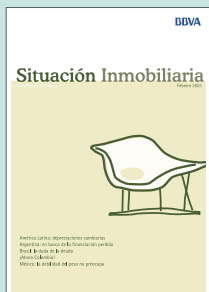
Título	Institución-Cliente	Lugar y fecha
Recuperación en medio de turbulencias	BBVA clientes por región	Puerto Varas, Nov 04
Panorama Económico Mensual	Banca Corporativa BBVA	Santiago, Nov. 04
Panorama Económico 2004-2005	Banca Minorista BBVA	Santa Cruz, Nov. 04
Perspectivas Económicas 2004-2005	Constructora Gardilic	Santiago, Oct. 04
Panorama Económico Mensual	Banca Corporativa BBVA	Santiago, Oct. 04
Instituciones y Crecimiento Económico	Seminario BBVA	Madrid, Oct. 04

Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao T 34 944 876 231 F 34 944 876 417 www.bbva.es

Depósito Legal: M-31254-2000

otras publicaciones



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

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

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