

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 1, Nº 4 - Cuarto trimestre 2005



El reto del crecimiento para América Latina
Eventos inesperados impulsan precios del petróleo
Abrupta aceleración del crecimiento
Se desborda la liquidez
Ciclos económicos de Venezuela
¿Boom inmobiliario en puertas?

Editorial

Estabilidad Macroeconómica y Precio del Petróleo

La economía venezolana alcanzó el segundo trimestre nueve trimestres consecutivos de crecimiento, la más larga fase de crecimiento continuo de las últimas décadas. Esta expansión coincide, a su vez, con la fase más prolongada de aumento continuo del promedio trimestral del precio del barril de petróleo por muchas décadas.

La coincidencia obviamente no es casual, el crecimiento de la economía venezolana ha estado apuntalado en la fuerte expansión del gasto público que ha resultado posible gracias a los elevados ingresos petroleros.

Así mismo, este período ha estado caracterizado por la continua desaceleración del ritmo inflacionario, lo cual tampoco constituye casualidad alguna: en esta tendencia juega un rol vital el elevado nivel de ingresos petroleros, al permitir que lo que formalmente es un régimen de racionamiento de divisas, pueda operar de facto de manera similar a un régimen de tipo de cambio fijo con libre convertibilidad en lo que respecta a las transacciones comerciales.

Alguien podría pensar que bajo estas circunstancias, de mantenerse la tendencia ascendente del precio del petróleo (contrariamente a lo previsto en nuestro escenario base), la prolongación de la presente fase de expansión de la economía y desaceleración de la inflación, estaría garantizada... Pero nada más lejos de la verdad.

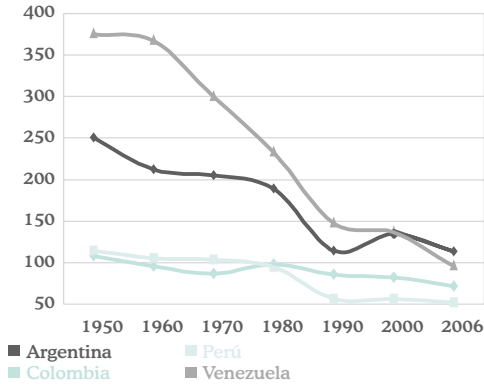
En primer lugar, el crecimiento del PIB que puede lograrse mediante el recurso a la expansión del gasto público y la demanda agregada en general, tiene un límite (que nuestras estimaciones permiten avistar muy cercano), el cual viene dado por la disponibilidad de factores productivos del país (maquinarias, equipos, población capacitada y dispuesta a trabajar a los salarios de mercado) y la productividad de los mismos. En segundo lugar, la reducción de la inflación, en un contexto de fuerte expansión fiscal y monetaria, mediante el recurso al anclaje cambiario, se traduce en una creciente sobrevaluación del bolívar que socava la sostenibilidad del crecimiento económico y eventualmente de la balanza de pagos (estimamos que la sobrevaluación actual del bolívar se ubica en torno a 9%, y de mantenerse el tipo de cambio actual y cumplirse la meta inflacionaria oficial para 2006, alcanzará un 30% al cierre de tal año).

Por lo dicho, aunque se prolongue la senda ascendente del precio del petróleo, la apreciable ampliación de la capacidad productiva del país, sin la cual la fase de crecimiento económico actual no podrá prolongarse por mucho tiempo más, requiere que la recuperación que ha venido experimentando el nivel de inversión continúe hasta elevarla y estabilizarla a un nivel muy superior al actual (24% del PIB en el segundo trimestre de 2005), pues éste, al ser similar al nivel promedio de la última década, ya ha demostrado resultar insuficiente incluso para evitar el deterioro de dicha capacidad.

De igual forma, aunque se prolongue la escalada del precio del petróleo, la consolidación de la tendencia inflacionaria descendente, requiere que se incrementen los esfuerzos de coordinación y disciplina por parte de las autoridades fiscal y monetaria en la medida necesaria para lograr la estabilidad monetaria sin socavar la competitividad del sector productivo nacional.

PIB per cápita

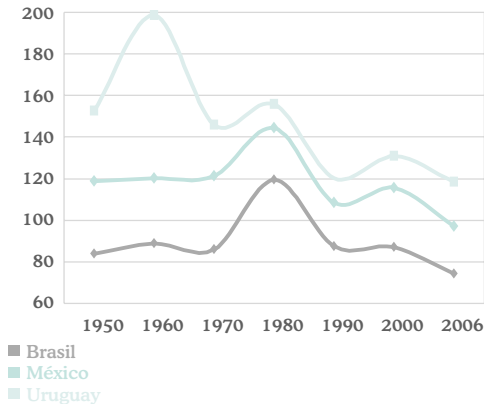
(proporción respecto a la media mundial)



Fuente: BBVA en base a Groningen Growth and Development Centre y The Conference Board, Total Economy Database, 2005

PIB per cápita

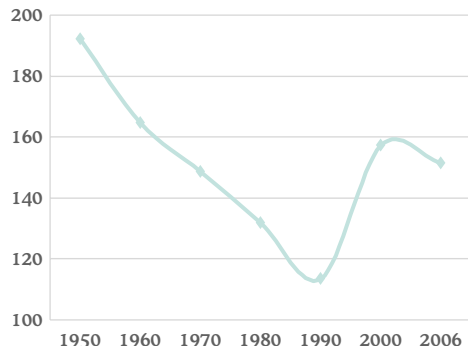
(proporción respecto a la media mundial)



Fuente: BBVA en base a Groningen Growth and Development Centre y The Conference Board, Total Economy Database, 2005

Chile: PIB per cápita

(proporción respecto a la media mundial)



Fuente: BBVA en base a Groningen Growth and Development Centre y The Conference Board, Total Economy Database, 2005

1. Entorno Internacional

El reto del crecimiento para América Latina

América Latina mostró durante décadas un decepcionante registro en materia de desarrollo. La posición relativa en términos de PIB por habitante ha sufrido un continuado deterioro desde los años 50, con la única excepción de Chile. Si bien se ha asistido a períodos de notable crecimiento, éstos siempre han encontrado su contrapunto en interrupciones abruptas o en regiones con un comportamiento más dinámico. En los últimos 20 años, el avance medio del PIB apenas supera el 2%, tasa encuadrada además en una fuerte volatilidad.

Los factores que han propiciado esta situación son diversos, extendiéndose desde desórdenes en la gestión macroeconómica, tanto fiscal como monetaria, hasta un cierto recelo a los mecanismos de mercado, pasando por una desestabilizadora debilidad institucional. Los progresos en los últimos años arrojan cierta luz, pero episodios anteriores aportan también una dosis de necesaria prudencia.

Más objetivo resulta el notable avance en términos de renta que están alcanzando otros países emergentes, que toman un protagonismo creciente. China ha recortado de forma espectacular su infradesarrollo con relación al mundo en los últimos 25 años, mientras que India y Turquía han registrado igualmente mejoras significativas. La competencia de estos pujantes países puede leerse de forma clara en las cifras de Inversión Extranjera Directa (IED), que muestran un desvío de flujos, al menos relativo, desde América Latina hacia Asia.

El reto del crecimiento necesita igualmente una pronta respuesta para consolidar la situación democrática actual en la región. Los fuertes niveles de desigualdad y pobreza fomentan la aparición de movimientos populistas. El riesgo crece especialmente en un período electoral tan intenso como el que se inicia en toda América Latina a finales de este año y se prolonga durante todo 2006.

En este análisis, con un sesgo no excesivamente alentador, es necesario, sin embargo, remarcar la excelente situación en la que nos encontramos actualmente. El crecimiento alcanzado en 2004 y 2005 resulta inusitado en las últimas décadas, favorecido por un contexto internacional propicio, pero también impulsado por avances estructurales importantes. El crecimiento económico mundial, especialmente de Estados Unidos y China, continúa siendo fuerte, las materias primas viven un período de exhuberancia y la liquidez en los mercados es abundante.

La cuestión es si esta situación tendrá un proceso de aterrizaje suave o existe un riesgo real de retomar episodios como los vividos en 1995 y 1998. De un contexto mundial con una ralentización ordenada depende en buena medida que los progresos en materia de inflación, déficit fiscal, apertura comercial y fortaleza del sistema bancario, no queden oscurecidos. Nuestro escenario central recoge condiciones propicias para que el efecto sobre América Latina sea asumible, precisamente porque vemos que estos avances van más allá de los condicionantes coyunturales.

El crecimiento económico en Estados Unidos mantiene su fortaleza

A raíz del huracán Katrina se generó cierta incertidumbre sobre su efecto sobre el ritmo de expansión económica en EE.UU. Si bien éste tendrá efectos negativos sobre el crecimiento económico en 3T05, éstos serán compensados en 4T05 y 1T06 por los esfuerzos de reconstrucción en las zonas afectadas. El mayor riesgo no es su efecto transitorio sobre la actividad económica en el área afectada, sino el probable impacto negativo sobre la confianza y el gasto de los consu-

midores que tendría la permanencia de los precios energéticos a niveles tan elevados. No obstante, los avances en la reconstrucción de la producción de petróleo y gas natural estarían produciéndose más rápido de lo estimado inicialmente.

Por tanto, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento económico de EE.UU. en 3,6% para 2005 y 3,2% para 2006. El desempeño de la economía en 1S05 confirma nuestro escenario base de crecimiento económico convergiendo hacia su potencial, sustentado en sólidos fundamentos. El dinamismo del consumo privado y el fuerte impulso de la inversión continuarán siendo los principales soportes de la expansión estadounidense, que mantendrá, por tanto, su condición de estímulo para las economías latinoamericanas.

Los riesgos para la región se materializarían en un escenario alternativo en el que, bien los desequilibrios estadounidenses, bien un encarecimiento excesivo del petróleo, provocarían un choque abrupto a partir de 2006 en la economía de EE.UU. La desaceleración económica prevista en el escenario base sería más pronunciada y duradera, deteriorando las perspectivas anticipadas para América Latina.

Contexto favorable para tasas bajas a largo plazo en los mercados internacionales

La evolución reciente de los mercados financieros mundiales ha estado dominada por dos factores que se interrelacionan. Por un lado, las dudas sobre el escenario macroeconómico, ligadas, como comentábamos antes, al mercado del petróleo. Por otro, el mantenimiento de elevados flujos de capital, en un contexto de ahorro mundial elevado. Ambos elementos están dando lugar a un entorno de rentabilidades de largo plazo por debajo de lo que se había esperado, tanto en EE.UU. como en Europa, lo que está ejerciendo un efecto positivo sobre la financiación en América Latina.

En EE.UU. es significativo que las tasas a 10 años se sitúen actualmente por debajo de las observadas al inicio del ciclo alcista de tasas en junio de 2004, a pesar de que las tasas oficiales han aumentado del 1 al 3,5% en este período. Ahora bien, no es menos destacable el caso europeo, en el que las tasas de interés a 10 años se sitúan un punto porcentual por debajo del promedio observado el año anterior, alcanzando niveles que no se observaban en Alemania desde el siglo diecinueve, salvando evidentemente las distancias en la comparación histórica.

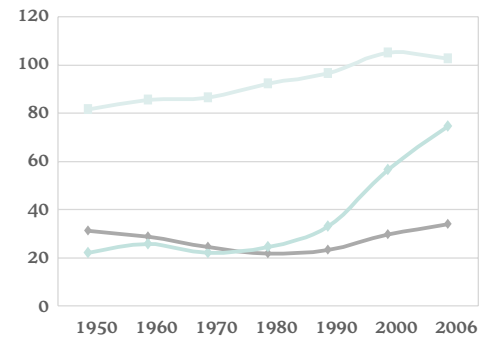
Aparecen así dos cuestiones claves para los próximos meses. La primera tiene que ver con el entorno económico global y la posibilidad de una recesión, en la que el petróleo podría actuar como desencadenante de una corrección de las expectativas, particularmente de la confianza de las familias, que han aumentado su endeudamiento en los últimos años. En este caso, las tasas de interés de largo plazo descontarían una recesión y su recorrido al alza sería limitado. La segunda es si, incluso en un entorno macroeconómico caracterizado por un notable vigor de la economía estadounidense, las tasas de interés de largo plazo van a seguir situados en niveles bajos, como consecuencia del comportamiento de los flujos internacionales de capital.

Focos de incertidumbre

Todo apunta a que la probabilidad de un escenario de recesión ligada a la evolución de los precios del petróleo es limitada. Pero no todas las incertidumbres están despejadas. En primer lugar, cabe esperar una moderación de estos precios hacia niveles más acordes con el equilibrio, que podría situarse entre 40 y 50 dólares. Niveles de precios como los actuales elevan la oferta de petróleo y reducen la demanda, haciendo además rentable la explotación de fuentes de ener-

PIB per cápita

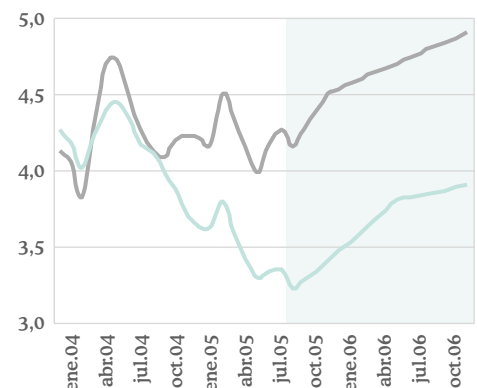
(proporción respecto a la media mundial)



■ India
■ China
■ Turquía

Fuente: BBVA en base a Groningen Growth and Development Centre y The Conference Board, Total Economy Database, 2005

Tipos a 10 años y previsiones

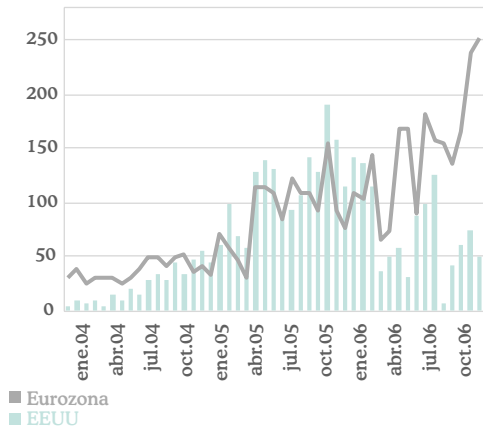


■ EE.UU.
■ UEM

Fuente: BBVA

Emisión neta de deuda

En miles de millones de dólares



Fuente: BIS

gía alternativas. Ahora bien, dado que el mercado tiene un estrecho diferencial de oferta y demanda, se muestra vulnerable a cualquier choque, y, en un contexto de aumento del riesgo geopolítico, es posible un escenario de mayores precios del petróleo.

En segundo lugar, es importante la manera en que se gestione la política monetaria. En economías con un elevado grado de utilización de los recursos productivos como EE.UU., el sesgo al alza en la inflación que supone el aumento del precio del petróleo debería llevar a que continuara la senda de subidas de tipos oficiales, tratando de situarlos en niveles más próximos a tasas neutrales en los primeros meses de 2006. Cabe esperar que la Fed mantenga una pauta de subidas graduales hasta niveles de tasas del 4,75%.

En tercer lugar, debe vigilarse el canal de las expectativas. Aunque algunos canales de impacto del petróleo a la economía, como el salarial, podrían haberse debilitado, las expectativas se convierten en un elemento clave, sobre todo en economías en las que las familias están fuertemente endeudadas. Un descenso de la confianza podría provocar una reducción de la demanda de activos como la vivienda y con ello una reducción de la riqueza inmobiliaria y del consumo. En este caso, en EE.UU. las tasas de interés, que inicialmente habrían aumentado para frenar las expectativas de inflación, podrían empezar a bajar antes de que finalice 2006.

La resistencia de las tasas de largo plazo a subir asienta los flujos de capital hacia países emergentes

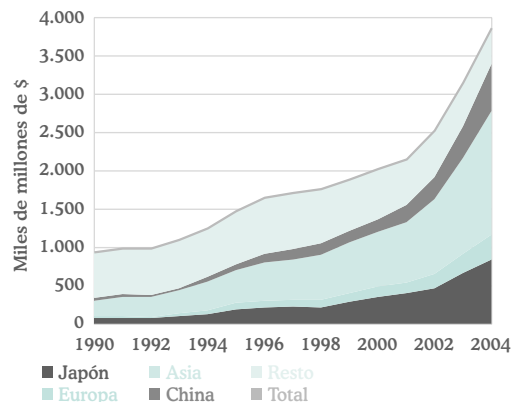
En consecuencia, en el escenario base, las economías seguirán creciendo a ritmos notables, aunque menores que el año anterior, mientras la política monetaria se ajusta al alza, especialmente en EE.UU. y el dólar consolida niveles con el euro o se aprecia ligeramente. Sin embargo, incluso en este escenario, es posible que las tasas de interés de largo plazo no tengan un importante recorrido al alza.

La razón para ello es que se observa una importante demanda de bonos, que está vinculada al proceso de globalización financiera. La tasa de interés real es el resultado de la interacción del ahorro y de la inversión mundiales, especialmente cuando el sesgo doméstico de los inversores se reduce. En el contexto actual el ahorro podría estar aumentando. Esto sí, con una clara diferenciación de comportamiento por grupos de países.

Los países industrializados están reduciendo su ahorro. Sin embargo, el ahorro aumenta en Asia, dado el modelo de crecimiento, o en Oriente Medio, como consecuencia de los ingresos de los países exportadores de petróleo. Ello podría estar detrás de un descenso de las tasas de interés reales. Además, cuando se analizan las tasas de interés nominales de largo plazo, las expectativas de inflación mundial se encuentran en niveles bajos, en parte ancladas por la ganancia de credibilidad que han tenido los bancos centrales en los últimos años, lo que contribuye a reducir las rentabilidades. Por su parte, la reducida volatilidad de la inflación es un elemento que ha supuesto una reducción de las primas de riesgo por plazo en las tasas de interés de los bonos de mayor duración.

Bajas tasas de interés generan flujos de capital en busca de rentabilidad hacia países emergentes, como América Latina. Las divisas de estos países se aprecian. Para resistir esta apreciación, estos países intervienen en el mercado de divisas. La acumulación de reservas sigue siendo importante, aunque se ha ralentizado respecto al año anterior. Con ello, por un lado, aumentan su liquidez doméstica; por otro, instrumentan estas intervenciones comprando bonos y contribuyendo a mantener bajos las tasas de interés, cerrando así un círculo que constituye un acelerador de la liquidez mundial.

Liquidez internacional: Acumulación de reservas internacionales mundiales



Fuente: FMI y Bancos Centrales

Con todo ello, los aumentos esperados para las tasas de interés de largo plazo serán limitados. En EE.UU., las rentabilidades a 10 años podrían terminar el año 2006 con tasas del 4,9%. En Europa en el 3,8%. El sesgo en las previsiones es además a la baja si se intensifican estos flujos de capital.

Mejoras estructurales y fortalezas: la necesidad de ser perseverante

La esperada ralentización en el crecimiento mundial, la relajación de las tensiones en los mercados de materias primas y el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, no tendrá, según el escenario central, una intensidad suficiente para generar distorsiones en la senda de crecimiento de América Latina. Sin embargo, los riesgos no están exentos de cierta probabilidad de ocurrencia, por lo que conviene revisar las resistencias ante acontecimientos adversos.

Mencionábamos al inicio los avances estructurales que se han producido en las economías latinoamericanas. Lejos parecen los períodos de hiperinflación vividos hasta mediados de los noventa, gracias a una política monetaria más ortodoxa. Similar senda ha seguido la política fiscal, en la que se ha observado un significativo retroceso en las cifras de déficit público, no sólo por la bonanza cíclica en los últimos años. Los países muestran a su vez una mayor apertura comercial, lo que ha reducido su vulnerabilidad externa, convergiendo a los niveles mundiales. Por último, pero no menos importante, sin duda, el sistema bancario ha mejorado sus niveles de solvencia, eficiencia y rentabilidad, superando los registros de otras regiones emergentes como Asia.

Este cuadro dibuja una situación de menor vulnerabilidad para América Latina que la teníamos en 1994 y 1997, años previos a crisis clave durante la década pasada. Sin embargo, si bien sería un error caer en el pesimismo, también lo sería caer en la complacencia. La consolidación de lo alcanzado hasta el momento es imprescindible, y dentro de ello, no mencionado antes entre los logros, está en primera línea los procesos democráticos. Las elecciones presidenciales y legislativas en todos los países el próximo año y medio serán una ocasión idónea para tomar el pulso al clima político en la región.

La puesta en marcha de nuevas reformas, las de segunda generación, debe formar parte crucial de esta agenda. En primer lugar, la independencia de los bancos centrales otorga credibilidad a la política monetaria y asienta expectativas entre los agentes, aspectos que en algunos países no pueden darse por supuestos. En segundo lugar, los niveles de recaudación tributaria del sector público son ínfimos en comparación con países desarrollados, lo que resulta de un proceso notable de evasión y de ineficiencia de los sistemas impositivos, y que revierte en una capacidad limitada de estabilización en las economías. En tercer lugar, la calidad institucional, al margen de la capacidad de libre voto de los ciudadanos, es imprescindible para lograr unos mecanismos eficaces de gestión y desarrollo económico.

En definitiva, el reto del crecimiento se encuentra en un escenario coyuntural propicio. Todo dependerá de la capacidad de mantener los logros estructurales alcanzados y profundizar en otros nuevos.

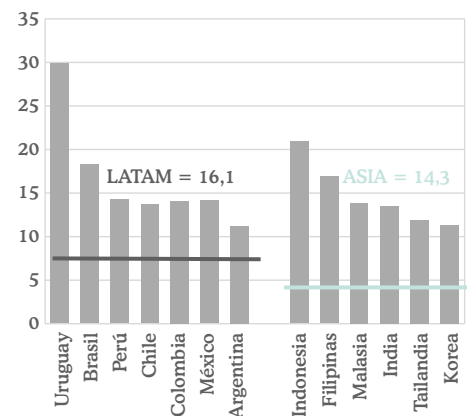
Cuadro resumen de previsiones

(promedios)

Escenario base			
Tipos oficiales	Actual	2005	2006
EE.UU.	3,50	3,20	4,70
UEM	2,00	2,00	2,15
Tipos 10 años	Actual	2005	2006
EE.UU.	4,17	4,30	4,85
UEM	3,12	3,40	3,65
Tipo de cambio	Actual	2005	2006
Dólar-euro	1,23	1,20-1,25	1,17-1,25

Fuente: BBVA

Ratio BIS 2004



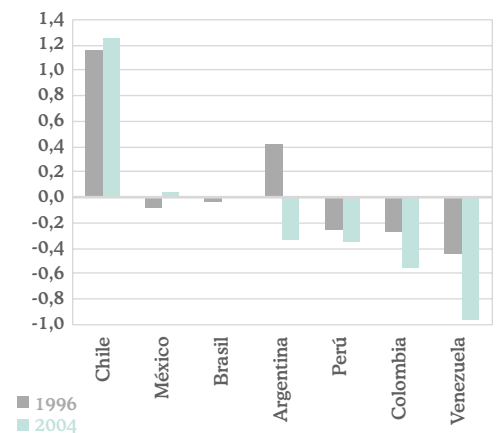
Fuente: BIS

América Latina: principales elecciones 2005-2006

País	Presidencial	Legislativa
Chile	Dic. 2005	Dic. 2005
Perú	Abr. 2006	Abr. 2006
Colombia	May. 2006	Mar. 2006
México	Jul. 2006	Jul. 2006
Ecuador	Oct. 2006	Oct. 2006
Brasil	Oct. 2006	Oct. 2006
Venezuela	Dic. 2006	Dic. 2005
Argentina	2007	Oct. 2005

Fuente: BBVA

Índice sintético de calidad institucional



Fuente: BBVA en base a Banco Mundial. El Índice se elabora a partir de los seis indicadores del Banco Mundial: Voz y rendición de cuentas, Estabilidad política, Efectividad del Gobierno, Calidad regulatoria, Imperio de la ley, Control de la corrupción.

Eventos inesperados impulsan los precios del petróleo

Giovanni di Placido
giovanni_diplacido@provincial.com

El frágil equilibrio entre oferta y demanda que se refleja en la existencia de una capacidad adicional de producción de corto plazo de apenas 2% de la demanda, hace extremadamente sensible al mercado petrolero ante cualquier conjunción de eventos poco afortunados. El último trimestre fue particularmente prolijo al producirse cuatro hechos relevantes que han tenido importantes repercusiones en el mercado petrolero.

El primero de ellos fue la muerte del rey Fahd. A pesar de que la sucesión se dio como se esperaba, el nuevo rey Abdullah es miembro de una generación octogenaria que constituye la línea de sucesión, hecho que vislumbra una fuerte volatilidad de cara al establecimiento de un gobierno de mayor aliento que ha demostrado ser clave para la estabilización y unificación del principal productor de petróleo. Adicionalmente, en esta línea de sucesión conviven visiones contrapuestas hacia occidente que incorporan una mayor incertidumbre sobre un comportamiento futuro.

El segundo evento es la crisis de Irán. La elección del ultra conservador Ahmadinejad como el nuevo Presidente, revierte la línea reformista. Una de las primeras acciones del nuevo gobierno, fue volver a su programa nuclear que estaba suspendido, en un claro tono de desafío a Estados Unidos y Europa con una difícil solución diplomática, hecho que le da cada vez mayor probabilidad a un escenario de conflicto geopolítico de mayor aliento.

El tercer elemento es la actual temporada de huracanes del Atlántico Norte. Se esperan un total de 21 tormentas tropicales y 11 huracanes, de los cuales más de la mitad pueden transformarse en huracanes mayores. Hasta la fecha se han producido 17 tormentas de las cuales 9 han llegado al grado de huracanes y restan dos meses de temporada. La zona más afectada ha sido la del Golfo de México, donde se produce el 28% del petróleo de los Estados Unidos, ingresan el 60% del crudo importado, se encuentra el 47% de la capacidad de refinación y el 20% de la producción de gas natural, siendo por tanto una temporada particularmente sensible para el mercado petrolero.

El cuarto elemento, es el de los mayores problemas de la actividad refinadora en los Estados Unidos. Previo al impacto de los huracanes, se produjeron distintos eventos que paralizaron en diferentes intensidades alrededor de 11 refinerías, hecho que se reflejó en una disminución de los inventarios de gasolina más allá de lo previsto y una menor construcción de inventarios de destilados a los esperados en la temporada de verano.

La conjunción de cuatro elementos que por separados tienen una baja probabilidad de ocurrencia han explicado un alza del 30% en la cotización del Brent desde el mes de mayo del presente año.

Situación iraní la de mayor impacto en el mercado

Más allá del impacto de corto plazo que genera la temporada de huracanes y que dependerá de la cuantía de daños y el tiempo de recuperación de esta neurálgica zona petrolera, el factor de mayor impacto sobre el mercado es sin duda la evolución del conflicto por el programa nuclear de Irán, país que produce 4 millones de barriles diarios de crudo. El detonador fue el relanzamiento de un programa que denominan de energía nuclear pacífica, desconociendo el veto impuesto en el pasado por la ONU y que para Occidente, constituye un paso hacia la fabricación de armas atómicas.

Estados Unidos y los países de la Unión Europea han rechazado los argumentos iraníes y procuran elevar el tema al Consejo de Seguridad de la ONU, que implicaría establecer un ultimátum que de no ser cumplido conllevaría sanciones militares y económicas, que podría eventualmente incluir un embargo a las exportaciones de ese país. Sin embargo China y Rusia, dos miembros permanentes del Consejo y en consecuencia, con la facultad de vetar sus decisiones, se oponen a cualquier acción inmediata contra Irán.

Por su parte este país ha reaccionado airadamente al conocer la resolución de los países europeos y ha amenazado con ir más allá y reanudar su programa de enriquecimiento de uranio, amenazando además con suspender su compromiso de cumplir el llamado Protocolo Adicional del Tratado de No Proliferación de Armas Nucleares, que permite inspecciones sin previo aviso en su país.

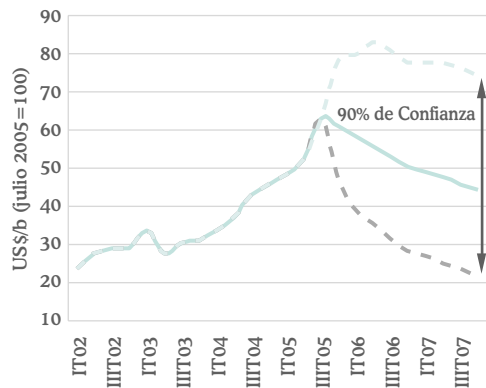
Esta situación tiene una compleja solución diplomática, que hará que el mercado se tense ante la posibilidad de salida del mercado de la producción iraní, así esta no se lleve a cabo, siendo sin duda el factor de mayor impacto en la actualidad.

Revisión del escenario de precios

Uno de los principales rasgos del mercado es la alta persistencia del efecto sobre los precios de las noticias y temores del mercado acerca del balance futuro entre demanda y oferta de crudos. Los cuatro eventos descritos anteriormente hacen que se revise el escenario de precios para el Brent.

El nuevo escenario base supone que los daños de la temporada de huracanes son de corto plazo y que el factor que persiste es la incertidumbre de una eventual salida del crudo iraní. Este comportamiento se expresaría en un precio medio para 2005 de 55,9 dólares el barril, representando un alza del 12% con respecto al escenario anterior, mientras que para el 2006 el alza con respecto al escenario anterior sería del 20% para un precio medio esperado de 54,6 dólares el barril.

Estimación del Precio del Brent 2005-2007

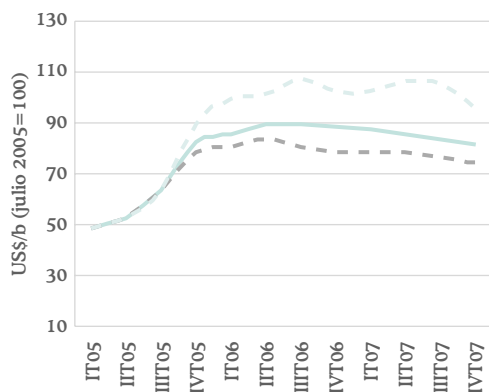


Estimaciones: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

Sin embargo, la situación iraní abre un escenario de riesgo, con una probabilidad entre 10-15%, que implica una salida real de la producción de ese país por un período superior a un año y que colocaría el precio para 2005 en 61,2 dólares el barril (9% superior al base) y en 89,9 dólares para 2006 (64% superior al base).

Para 2007 se tendría en el escenario base un precio medio esperado de 46,2 dólares por barril, mientras que en el de riesgo se verificaría un precio de 84 dólares.

Escenario Riesgo: Precio del Brent 2005-2007 (Probabilidad 10-15%)



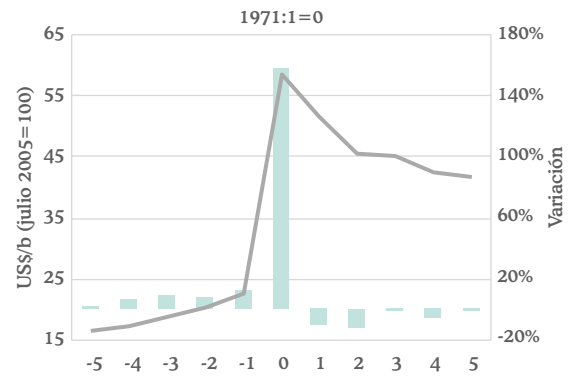
Estimaciones: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

La pregunta clave a responder es si estamos en presencia de un movimiento prolongado de alza hacia un nuevo nivel de equilibrio o es una sobre reacción que tendrá una corrección a un nivel de precio inferior.

Al analizar el comportamiento histórico de los precios se observa que estamos en ciclo atípico de alzas continuas, que ya comprende 9 trimestres, el más extenso desde 1957. Los cambios permanentes de los niveles de precios se han caracterizado por ser movimientos rápidos de alzas que contrastan con procesos de subidas de precios más graduales en los que los niveles de precios no se consolidan y convergen a un nivel inferior (ver gráficos más abajo). Este clásico comporta-

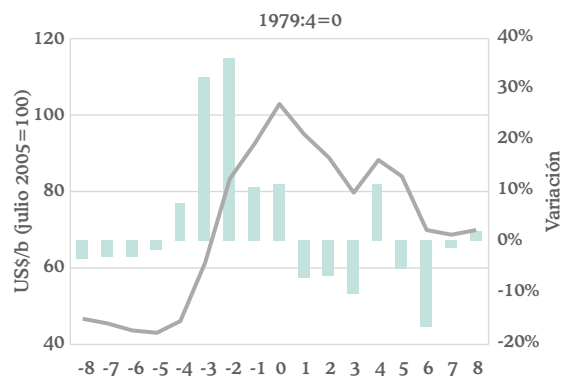
miento del mercado, conjuntamente con un mejor desempeño de la oferta a mediano plazo, hace prever que estamos en una fase de sobre reacción que se ajustará a niveles más cercanos a 40 dólares que a los 63 dólares de la actualidad.

Comportamiento Precios en Embargo Árabe 1971



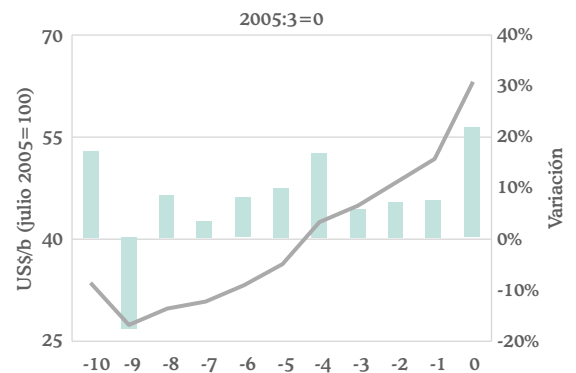
Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

Comportamiento Precios en Revolución Iraní 1979



Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

Comportamiento Precios en Situación Actual



Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

2. Entorno Macroeconómico

Abrupta Aceleración del Crecimiento Económico

Demanda y Oferta Global

De acuerdo a las cifras de demanda y oferta global para el segundo trimestre de 2005 publicadas por el Banco Central de Venezuela (BCV), una vez extraídos los factores estacionales de las mismas¹, la actividad económica del país en el segundo trimestre de 2005 presentó una abrupta aceleración de su ritmo de crecimiento (ver gráfico), interrumpiendo la progresiva desaceleración que se observaba desde el segundo trimestre de 2004. Un elemento clave en la explicación de esta aceleración lo constituye el fuerte incremento del gasto público en el trimestre.

El análisis de las cifras desestacionalizadas muestra que el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) entre el primero y segundo trimestre del año alcanzó el 6,2%, concentrado fundamentalmente en el sector no petrolero, que se expandió en 6,6%, mientras que la actividad petrolera lo hizo tan sólo en 1,3%.

Exceptuando los servicios generales del Gobierno Central, que se contrajeron en 5,9%, todas las actividades dentro del sector no petrolero experimentaron crecimiento, destacando manufactura (7,3%), transporte (7,0%), minería (6,1%) y construcción (6,0%).

La fuerte expansión en el trimestre permitió que el balance semestral cerrará también en forma muy positiva a pesar del escaso crecimiento del primer trimestre: el PIB del primer semestre fue superior en 5,3% al del segundo semestre de 2004, gracias a la expansión de 2,9% del sector petrolero y de 4,7% del sector no petrolero. Dentro de este último sector, los sub-sectores que experimentaron mayor crecimiento en el semestre fueron: instituciones financieras (15,1%), comunicaciones (14,8%), comercio (8,8%), manufactura (5,7%), electricidad (5,4%) y construcción (5,3%), mientras que, los servicios generales del gobierno central y la actividad minera se contrajeron en 11,4 y 3,4%, respectivamente.

Por su parte, el crecimiento de la demanda agregada interna (DAI) entre el primero y segundo trimestre del año alcanzó un 6,6%. De los componentes de la DAI los que presentaron mayor crecimiento fueron, la variación de existencia (23,9%) y la formación bruta de capital fijo (7,9%), mientras que el consumo privado se incrementó en 4,7% y el consumo de Gobierno lo hizo en 1,5%.

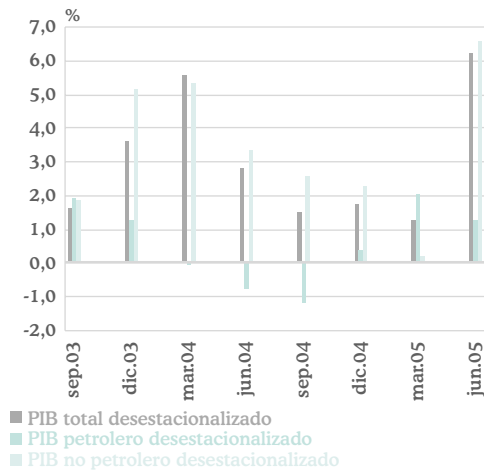
Finalmente, las importaciones experimentaron un crecimiento inter-trimestral de 8,7%, representando un 24,3% de la demanda agregada interna; mientras que las exportaciones presentaron un crecimiento inter-trimestral de 2,2%, representando un 19,2% de la oferta global.

Débil respuesta del Mercado Laboral

Las cifras publicadas por el Instituto Nacional de Estadística (INE) hasta septiembre 2005, revelan un débil impacto de la prolongada expansión económica sobre el mercado laboral. Al comparar los indicadores de la fuerza de trabajo de septiembre 2005 con los correspondientes a septiembre 2004, si bien se observa una disminu-

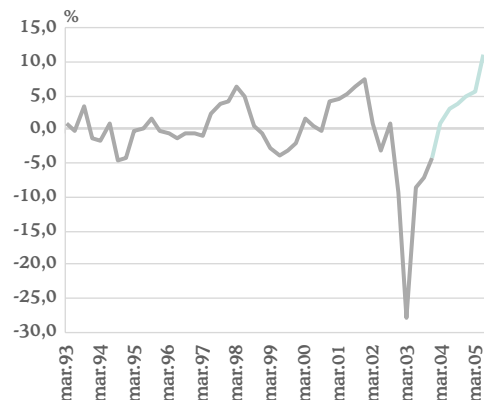
¹ Para evaluar correctamente el ritmo actual de la actividad económica, es necesario mirar las variaciones inter-trimestrales del PIB y sus componentes luego de extraer el componente estacional (desestacionalizar). Por el contrario, suele resultar engañoso concentrarse exclusivamente en el análisis de la variación entre trimestres iguales de años consecutivos. Para la desestacionalización se utilizó el programa Tramo/SEAT, con las opciones estándar y la exclusión automática de observaciones atípicas. El procedimiento X12-Arima arroja similares resultados (si se excluyen las mismas observaciones atípicas).

Tasa de crecimiento del PIB



Fuente: BCV y cálculos propios

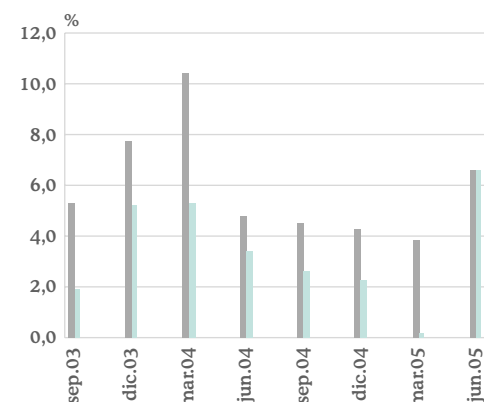
Brecha entre el PIB y su nivel de tendencia



Fuente: BCV y cálculos propios

DAI Vs. PIB no petrolero

(tasas de variación porcentual)



Fuente: BCV y cálculos propios

ción de 3,0 (pp) en la tasa de desocupación o desempleo y de 2,3 (pp) en el sector informal, también puede observarse que esta mejora en la tasa de desocupación obedece en buena medida al incremento de la tasa de inactividad en 2,7 (pp).

De haberse mantenido constante la tasa de actividad registrada en septiembre 2004 (69,2%), dada la población actual en edad de trabajar, tendríamos que la tasa de desempleo se habría incrementado en 3,5 (pp), pasando de 11,5% a 15,0%, lo que en número de personas representa 1.887.224 personas sin empleo (491.484 personas adicionales a las registradas). Este resultado es producto del hecho, de que la generación de nuevos empleos ha sido insuficiente para cubrir el crecimiento de la población en edad de trabajar.

Indicadores Mensuales

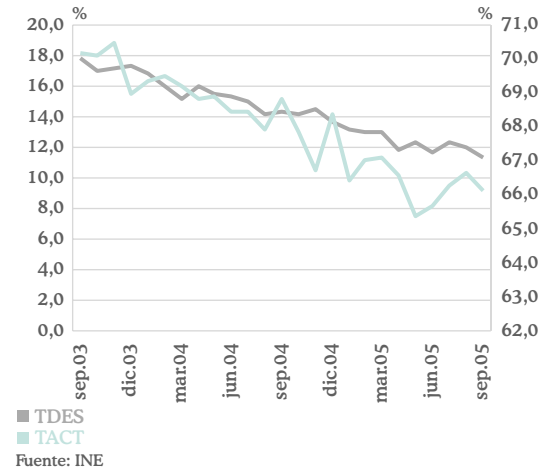
Al observar algunos indicadores de frecuencia mensual que nos den indicios del comportamiento de la actividad económica en el tercer trimestre del año se obtienen los siguientes resultados:

- ✓ La energía promedio consumida en términos desestacionalizados se muestra casi invariable respecto al trimestre anterior, registrando una caída de apenas 0,1%.
- ✓ La venta total de vehículos igualmente se muestra casi invariable con un crecimiento de 0,5%. Crecimiento que se expresa en una caída de 9,9% en la venta de vehículos ensamblados en Venezuela y un incremento de 19,3% en los vehículos importados.
- ✓ Por su parte, la cartera de crédito bruta real del sistema financiero venezolano continúa con la tendencia creciente que muestra desde inicios del 2004, presentando un crecimiento promedio inter-trimestral de 8,4%.

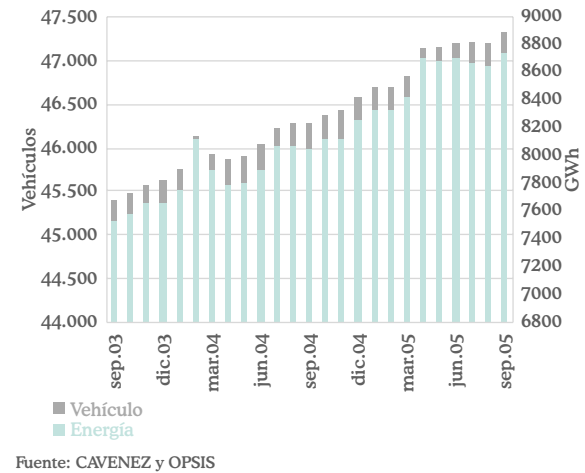
Revisión al alza de nuestros pronósticos

Dado el crecimiento inesperado que se generó en el segundo trimestre del año, nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2005 se modifica al alza para ubicarse en 7,3%. Asimismo, experimenta una corrección al alza nuestra previsión de crecimiento para 2006, ubicándose en 3,4%. Sin embargo, los supuestos cualitativos que subyacen a nuestro escenario base se mantienen: estimamos que el PIB está por arriba de su nivel potencial o de largo plazo, por lo que consideramos que esta próxima a agotarse la efectividad de la expansión de la demanda agregada para seguir generando ganancias de producción en el corto plazo y prevemos la desaceleración progresiva del ritmo de crecimiento en los trimestres por venir.

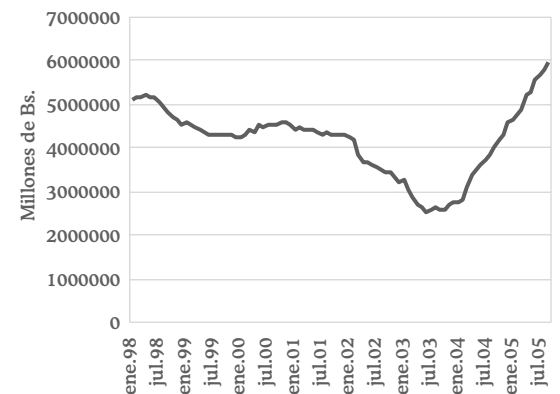
Tasa de desocupación vs. tasa de actividad



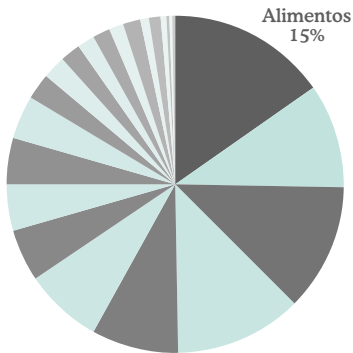
Ventas totales de vehículos y consumo de energía



Cartera de crédito bruta real del sistema financiero (Desestacionalizado)

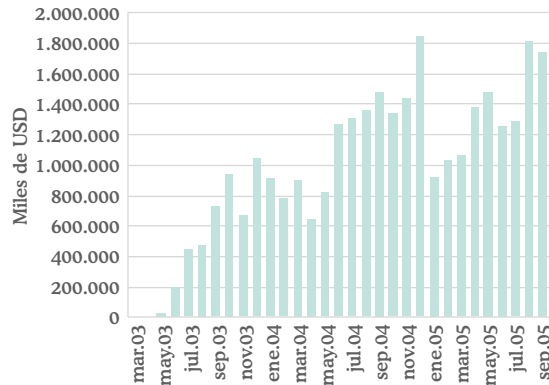


Participación de alimentos en el total divisas autorizadas por CADIVI



Fuente: CADIVI y cálculos propios

Divisas liquidadas por BCV



Fuente: BCV y cálculos propios

Balanza de pagos y flexibilización cambiaria

Divisas

En el transcurso de 2005 la creciente flexibilidad, fluidez y eficiencia del régimen administrado de asignación de divisas o control de cambios que opera en el país desde el primer trimestre de 2003, ha conducido a que en la actualidad el régimen cambiario opere de facto de manera muy similar (en cuantos a sus efectos económicos) a un régimen de tipo de cambio fijo con libre convertibilidad para las operaciones comerciales (no así para los movimientos de capital de corto plazo).

El monto de divisas autorizadas por CADIVI hasta el mes de septiembre alcanzó 14.500 millones de dólares con un promedio trimestral de 4.800 millones de dólares. CADIVI agrupó según el destino de las divisas 16 grupos económicos los cuales se fueron incorporando en la medida que se flexibilizó el control de cambio.

En el proceso de autorización de divisas algunos sectores han sido más favorecidos en la obtención de las mismas o su naturaleza así lo ha exigido. Los grupos que han registrado participaciones importantes en el total de divisas autorizadas por CADIVI son: Importaciones con 64,5%, Convenio ALADI con 12,6%, Deuda Externa Privada con 8,5% e Inversión Extranjera con 6,5%.

De esta manera las importaciones de bienes las cuales han liderizado el movimiento de divisas, hasta septiembre han alcanzado 9.300 millones de dólares. En la composición de las mismas, se encuentran clasificados 27 sectores económicos, siendo los más importantes según divisas autorizadas los siguientes: el sector alimentos con 1.400 millones de dólares y una participación de 14,5% al total de importaciones, automotriz con 1.300 millones de dólares y 13,7% de participación, comercio con 1.200 millones de dólares y 12,05% y salud con 996 millones de dólares y 9,8%. Con excepción de automotriz todos los sectores son destinados a satisfacer necesidades básicas.

El proceso de flexibilización del control de cambio no solo ha estado sujeto a una ampliación del número de sectores involucrados en él, sino que también se ha observado una gestión eficiente en la liquidación de divisas por parte de BCV. Hasta el mes de septiembre se han liquidado divisas por el orden de 12.000 millones de dólares, cifra superior en 27% a las registradas en el similar período 2004 y equivalentes al 80% de divisas autorizadas por CADIVI. El acumulado liquidado representa el 85% de las totales liquidadas en el año previo y equivalen a un promedio mensual de 1.300 millones de dólares.

Para el próximo trimestre se estima una mayor dinamización en la autorización y liquidación de divisas. Un cuarto trimestre más ávido de importaciones por representar un período de incremento en la demanda estacional impulsará la demanda de divisas en este lapso.

Por otra parte, para el 2006 y de acuerdo a los lineamientos planteados en el Proyecto de Ley de Presupuesto 2006 en el cual no se estima devaluación, se observará el mismo dinamismo hasta ahora exhibido por el mercado cambiario.

La creciente sobrevaluación, producto del anclaje cambiario, incentivará aún más las importaciones. En este sentido, al cierre de septiembre de 2005, la moneda nacional mostró un nivel de sobrevaluación de 9,6% con lo cual y de acuerdo a nuestras estimaciones al finalizar el año alcanzaría un 14,5%. Para el primer semestre de 2006 el desequilibrio cambiario se ubicaría en niveles por encima del 20% y al finalizar el año en 30% de no realizarse una corrección necesaria.

Sector Externo

La gran flexibilización experimentada por el régimen cambiario desde su instauración ha sido posible gracias al comportamiento favorable del saldo de la balanza de pagos, el cual se ha sustentado a su vez en los altos ingresos por exportaciones petroleras y fuerte restricción a las salidas de capitales.

El valor de las exportaciones petroleras para el segundo trimestre 2005 alcanzó 11.251 millones de dólares, registrando una variación de 48% con relación a similar período de 2004 y de 16% con respecto al trimestre previo. Este comportamiento obedeció a la evolución del precio de la cesta petrolera venezolana: para el 2004 el precio promedio se ubicó en USD/b 32,61 mientras que en los dos primeros trimestres de 2005 alcanzó USD/b 40 (un incremento de USD/b 7,4).

No obstante, el fuerte ritmo de expansión de la demanda agregada interna aunado la sobrevaluación creciente de la moneda (a partir del último ajuste de la tasa de cambio ocurrido en febrero) han impulsado un fuerte incremento de las importaciones durante el año. En el segundo trimestre de 2005 el valor de las importaciones alcanzó 5.522 millones de dólares, lo que representa un incremento de 59% respecto a similar período de 2004 y un incremento de 19% respecto al primer trimestre de este año.

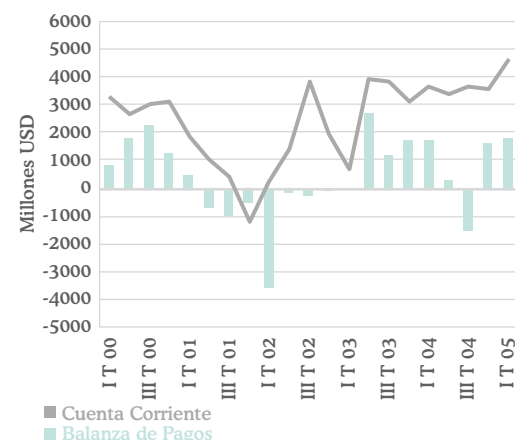
Pero, a pesar del fuerte impulso de las importaciones, el auge petrolero ha permitido obtener un comportamiento muy favorable de la cuenta corriente de la balanza de pagos que para el segundo trimestre 2005 registró un saldo de 5.826 millones de dólares (equivalente a las importaciones del período). Por su parte la cuenta capital y financiera, en el contexto de la fuerte restricción a la salida de capitales, ha visto dominada su evolución por la cuenta de "Otras Inversiones", la cual registra los activos y pasivos del sector público y privado, y al añadir a su saldo la cuenta de errores y omisiones, nos da una cota máxima para la salida de capitales en el segundo trimestre de 3.700 millones de dólares.

La agregación de estos flujos ha determinado el signo favorable del saldo la balanza de pagos, que en el segundo trimestre de 2005 alcanzó 3.100 millones de dólares, y que se prevé continuará por lo que resta del año.

En términos de la evolución de las Reservas Internacionales, está favorable evolución del sector externo se ha plasmado en un incremento de 6.500 millones de dólares en lo que va de año, para ubicarse al cierre de septiembre en torno a 30.670 millones de dólares (en similar período de 2004 experimentaron un ascenso de 2.873 millones de dólares).

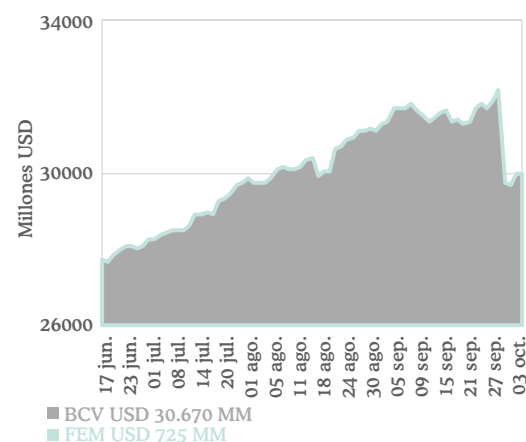
La reforma a la Ley del Banco Central de Venezuela recientemente aprobada, estableció la transferencia en el transcurso del presente año de 6.000 millones de dólares de las Reservas Internacionales a un fondo a disposición del Fisco Nacional para realizar pagos en divisas. Teniendo en cuenta que al cierre de septiembre se han transferido 2.425 millones de dólares, y dadas las proyecciones de los flujos de ingresos y egresos de divisas al país para lo que resta del año, prevemos que para el cierre de año las Reservas Internacionales alcanzarán un monto cercano a 27.000 millones de dólares, lo que representa un incremento de 3.000 millones de dólares con respecto a su nivel al cierre de 2004.

Evolución balanza de pagos y cuenta corriente



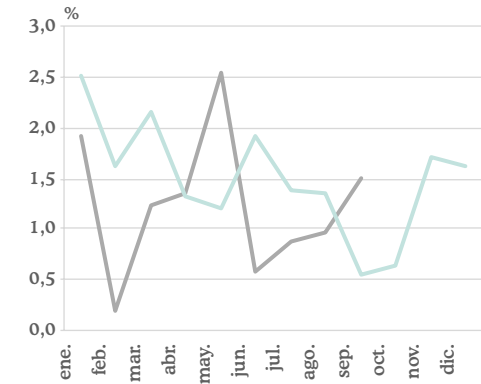
Fuente: BCV

Evolución reservas internacionales



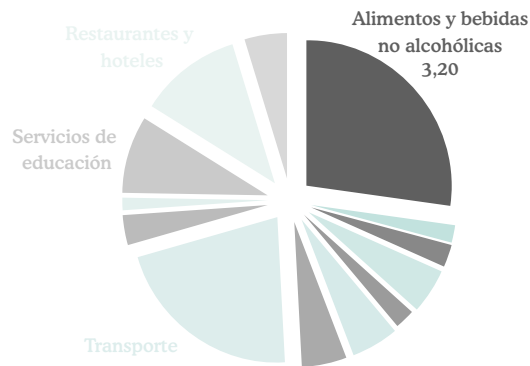
Fuente: BCV

Evolución inflación 2004-2005



■ Inflación 2004
■ Inflación 2005
Fuente: BCV

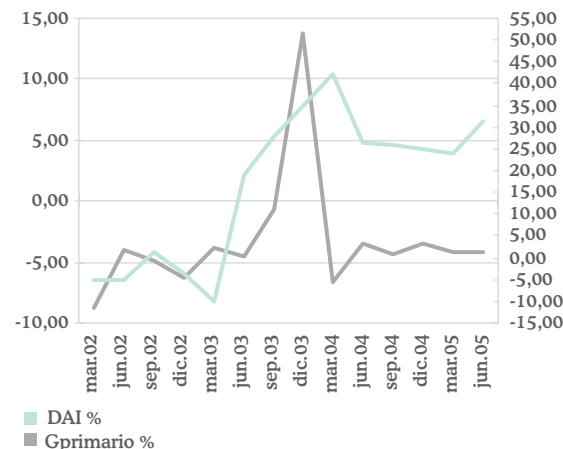
Incidencias de los grupos del IPC



Fuente: BCV y cálculos propios

DAI versus gasto primario

(crecimiento desestacionalizado)



Fuente: BCV y cálculos propios

Desaceleración Inflacionaria Sortea Obstáculos

Un abrupto repunte del crecimiento económico en el segundo trimestre del año, acompañado de un fuerte incremento del gasto público y de los agregados monetarios, todo ello en el contexto de un control cambiario, no parecieran constituir un entorno proclive a una desaceleración en el ritmo inflacionario, sin embargo, este ha sido precisamente lo ocurrido en el segundo trimestre del año, y ha sido en general la tónica en los 9 últimos trimestres.

Como veremos en las dos próximas sub-secciones la paradoja esbozada encuentra explicación en la conjunción de varios factores, de demanda y monetarios por una parte y de oferta por la otra, que han configurado un efectivo esquema de contención inflacionaria con buenas perspectivas de seguir operando con eficiencia durante el próximo año, pero con bases muy endebladas de cara al mediano y largo plazo. Pero antes de pasar a analizar estos factores, sintetizaremos en cifras el comportamiento inflacionario en lo que va año.

La inflación acumulada en el año (hasta septiembre) alcanzó 11,6% mientras que la inflación puntual (septiembre 2005/septiembre 2004) alcanzó 16%, resultando ambas cifras menores a sus similares de 2004 (en 3,1 y 4,8 puntos). De los trece grupos que componen el Índice de Precios al Consumidor (IPC) los que tuvieron mayor incidencia o responsabilidad en la cifra acumulada de inflación hasta septiembre fueron: Alimentos y Bebidas no Alcohólicas que aporta 3,20 pp de los 11,6 pp, Transporte con 2,50 pp, Restaurantes y Hoteles con 1,33 pp y Servicios de Educación con 0,99 pp; representando en conjunto estos rubros el 68,8% de la inflación del período.

Por otra parte, al observar la clasificación de los grupos del IPC en bienes, por una parte, y servicios, por la otra, se observa que los últimos registraron una mayor inflación (12,4%) que los primeros (10,2%), comportamiento que básicamente obedeció a los rubros restaurantes y hoteles y servicios de educación cuyas variaciones se ubicaron en el período enero-septiembre 2005 en 17,8% y 17,9% respectivamente.

Factores Monetarios y de Demanda

La política fiscal ha tenido un signo fuertemente expansivo durante el año: el gasto fiscal primario hasta el tercer trimestre del año se ha incrementado en términos reales en 30% en relación a similar período del año previo. Esta expansión ha estado apalancada en los elevados ingresos provenientes de las exportaciones petroleras y por ende tienen asociado un fuerte impacto monetario además de su impacto directo en la demanda agregada. Sin embargo, varios conductos han permitido drenar el flujo excesivo de bolívares inyectado en la economía y por ende disminuir la presión que este ejerce sobre el nivel de precios.

El primero y más importante conducto está representado por el régimen cambiario, el cual ha devenido de facto, gracias a los altos niveles de ingresos externos y reservas internacionales del país, en un régimen de tipo de cambio fijo con libre convertibilidad para las operaciones comerciales (aunque no para los movimientos de capital). En este contexto, el anclaje cambiario, como ya lo ha demostrado a lo largo de la historia monetaria del país, es un mecanismo muy efectivo para la reducción inflacionaria.

Hasta septiembre se habían liquidado USD 12.000 millones, cifra superior en 27% al mismo período 2004 y equivalentes a un promedio mensual de liquidación de USD 1.300 millones.

Los baches dejados por este primer conducto, han sido llenados de manera igualmente eficiente por un segundo conducto: las operaciones de mercado abierto del BCV a través de sus instrumentos de absorción. Las colocaciones realizadas hasta septiembre se incrementaron en términos reales en 90% en relación al mismo período 2004.

Sin embargo y a pesar de la potente acción de drenaje de estos dos conductos, la Liquidez Monetaria en lo que va de año (hasta septiembre) registró un crecimiento nominal de 25,11% (lo que en términos reales representa un aumento de 12,14%), más del doble de la inflación del período (11,6%). Este último hecho, refleja una apreciable recuperación de la demanda de dinero o saldos líquidos (que resultó en definitiva determinante para que la expansión de la oferta monetaria no se tradujera en mayores niveles de inflación) que encuentra sus causas en el repunte en el ritmo de crecimiento de la actividad económica en el segundo trimestre, la elevación de las tasas de interés de los depósitos transaccionales y el desvanecimiento de las expectativas de devaluación dado el creíble compromiso gubernamental con el mantenimiento del actual nivel de la tasa de cambio hasta el 2007.

Estos argumentos monetarios no han permitido generar una fuerte presión sobre la Demanda Agregada Interna y por ende en la inflación, es así como la demanda para el primer semestre del año registró un crecimiento desestacionalizado de 6,3% menor al crecimiento de la demanda en el semestre previo 7,7%.

Factores de Oferta

La expansión del gasto público y, en particular, de su apreciable componente de transferencias al consumo (sueldos y salarios, y subsidios), y la prolongada expansión económica, han generado un fuerte ritmo de expansión de la demanda agregada interna, cuyo potencial impacto en la inflación ha logrado ser contenido gracias a una expansión igualmente fuerte de las importaciones, producto de la gran fluidez de régimen administrado de divisas aunado al anclaje cambiario.

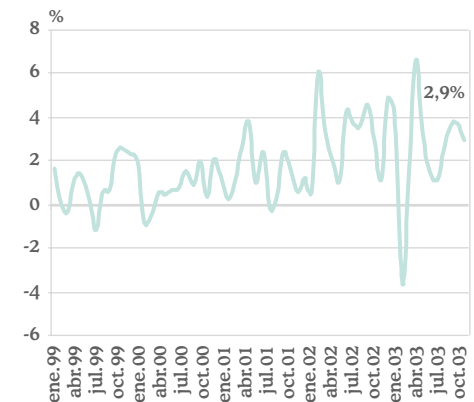
En el período enero-julio 2005 las importaciones registradas por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) se habían incrementado en 60% en relación al mismo período 2004, alcanzando 12.032 millones de dólares de los cuales el 88% pertenece a importaciones del sector privado y el resto al sector público. Esto ha sido obviamente posible gracias a la alta y creciente fluidez y flexibilidad del mecanismo de autorización y liquidación de divisas a tasa de cambio oficial.

Los sectores que han sido más activos en la solicitud de divisas son los dedicados a la importación de alimentos con una participación al total de divisas autorizadas por parte de CADIVI de 14,5%, lo que aunado a los estrictos controles oficiales de precios sobre los rubros alimenticios de consumo masivo y al creciente rol del Estado (a través de MERCAL) en la comercialización de alimentos (además de otros bienes de consumo masivo), explica el papel determinante de este rubro en la desaceleración del ritmo inflacionario. La inflación acumulada de alimentos a septiembre 2005 se ubicó en 12% mientras que para el mismo período 2004 dicha tasa se ubicó en 20%, una disminución en 8 pp, precisamente en el rubro que mayor peso tiene en la conformación del IPC.

Revisión a la baja de nuestros pronósticos

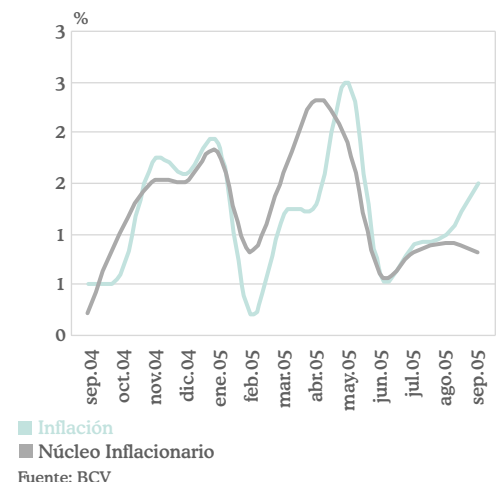
Estimamos un leve repunte del ritmo inflacionario en los próximos meses asociado a la elevación estacional del nivel de gasto público y de consumo privado, a pesar de lo cual, por lo explicado antes, la tasa de inflación al cierre del año se ubicará en torno a 15,5% (menor en 5 puntos porcentuales a nuestro escenario al cierre de 2004).

Inflación alimentos



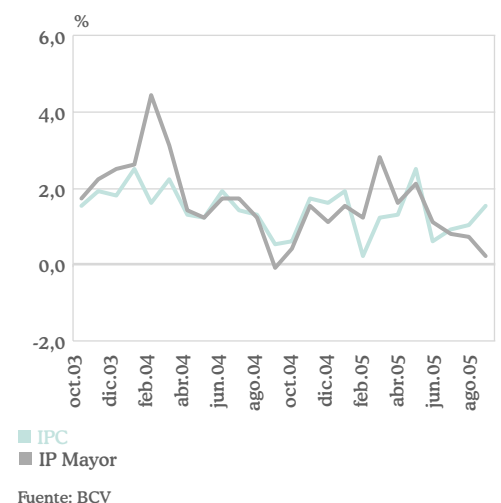
Fuente: BCV

Inflación versus núcleo inflacionario



Fuente: BCV

Inflación versus inflación al mayor



Fuente: BCV

Variaciones de los Principales Agregados Monetarios en el 2005

	Jun.05/ Dic.04	Sep.05/ Jun.05	Sep.05/ Dic.04
Base Monetaria			
Nominal	0,8%	17,7%	18,7%
Real	-6,6%	13,9%	6,4%
Liquidez Monetaria			
Nominal	12,2%	11,5%	25,1%
Real	4,0%	7,9%	12,1%

Fuente: BCV

Se desborda la liquidez

El crecimiento de los principales agregados monetarios mostró un repunte durante el tercer trimestre del año, luego de la muy moderada expansión observada el primer semestre. Este comportamiento ha sido impulsado por el impacto monetario del ritmo expansivo del gasto público del trimestre y la menor presión de la demanda de fondos para el financiamiento de la gestión fiscal, fuerzas que desbordaron el efecto esterilizador de las operaciones de absorción del Banco Central y de la creciente venta de divisas por parte de este mismo ente. De esta manera, la base y la liquidez monetaria mostraron a septiembre¹ variaciones nominales acumuladas en el año de 18,7% y 25,1% respectivamente, equivalentes a crecimientos reales de 6,4% y 12,1%.

Expansión fiscal con menor presión sobre la demanda de financiamiento

La gestión financiera del gobierno central ha estado caracterizada en el primer semestre del año por la continuación de una política fiscal expansiva, apoyada en el importante flujo de ingresos derivados de la bonanza petrolera actual, así como de la mayor eficiencia de la recaudación impositiva, la recepción de utilidades cambiarias del BCV y la aprobación de la transferencias de reservas internacionales al Fisco para cubrir erogaciones en divisas, permitiendo todo ello que las necesidades adicionales de financiamiento se tradujeran en menores presiones sobre la demanda de fondos mediante operaciones de endeudamiento.

De acuerdo a la información disponible sobre la evolución de los ingresos y egresos del tesoro, en el primer semestre del año los egresos totales de tesorería mostraron un crecimiento de 29,7% con relación al periodo equivalente del año anterior, acentuándose el ritmo expansivo del gasto, tras el impulso proveniente del volumen de gasto realizado en julio y agosto, que colocó el acumulado del año 31,8% sobre el del año previo. En términos del gasto fiscal primario ello se tradujo en expansiones nominales de 43,1% en el primer semestre y 51,7% en los ocho primeros meses del año, con relación a la observada en periodos similares del 2004.

Sin embargo, el ritmo de crecimiento del endeudamiento público neto ha sido moderado con relación al importante ritmo de crecimiento del gasto fiscal, disminuyendo su intensidad respecto al total de egresos de tesorería. Ello redujo el ritmo de esterilización monetaria promedio por unidad de gasto.

Al observar con detalle el flujo neto de ingresos fiscales derivados de la utilización del crédito público² en el año, se verifica un crecimiento de solo 4,3% con respecto al observado en el mismo periodo del 2004, motivando el descenso de su intensidad con respecto al gasto, del cual representado 8,4% en el transcurso de 2005, cifra inferior al 10,6% de 2004 en periodo similar.

Esta circunstancia se acentuó en el bimestre Julio – Agosto, cuando la variación neta de los ingresos fiscales obtenidos mediante el crédito público interno, exhibió un descenso importante (representando el 15,7% del total acumulado del año), mostrando menor dinamismo que los egresos fiscales en el mismo lapso, cuyo monto representó el 29,6% del acumulado del año.

¹ Cifras al 23 y 30 de septiembre para la base y la liquidez monetaria, respectivamente.

² Colocaciones menos vencimientos y amortización de deuda. Incluye las Letras del Tesoro.

BCV: Política monetaria restrictiva, a pesar de la mayor flexibilidad cambiaria.

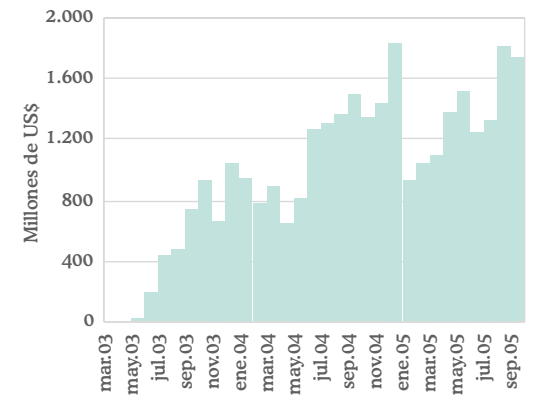
Aún cuando el monto de divisas liquidadas por el Banco Central de Venezuela ha mantenido una clara tendencia ascendente, atribuible a la flexibilización del régimen cambiario vigente desde 2003, el drenaje monetario por esta vía ha sido insuficiente para contener el impulso monetario expansivo de origen fiscal, exigiendo la intervención del ente rector de la política monetaria con el fin de actuar sobre la corriente monetaria, restringiendo su crecimiento y contribuyendo con su adecuación a las condiciones generales de la economía, intentando minimizar en la medida de lo posible las presiones monetarias sobre la evolución de los precios en función del cumplimiento de la meta inflacionaria del año.

En lo que ha sido la dinámica característica de la política monetaria en el 2005, durante el tercer trimestre del año, el BCV participó activamente en el mercado monetario esterilizando parte de los recursos monetarios en circulación, lo que se reflejó en el incremento de 55,1% del volumen de instrumentos de créditos emitidos por la autoridad monetaria y colocando su monto, al cierre de septiembre, en 19.618 millones, cifra que representa un incremento anual de 226,7%. Así, la "burbuja de liquidez" mantenida por el BCV, se ubicó en el orden de 89,3% de la Base monetaria, tras alcanzar en agosto niveles superiores al 100%.

Aún así, el crecimiento de los agregados monetarios fue mayor al observado en el mismo periodo del 2004, cuando la recuperación de la actividad económica exhibió un ritmo de crecimiento superior a la del presente año³, por lo que los niveles de monetización⁴, esto es, la relación entre la cantidad de dinero y el volumen de la actividad, ha experimentado presiones expansivas durante el 2005 y particularmente en los últimos meses. No obstante, este incremento de la liquidez monetaria con baja presión en los precios en el trimestre, puede estar reflejando un incremento significativo de la actividad económica en el periodo.

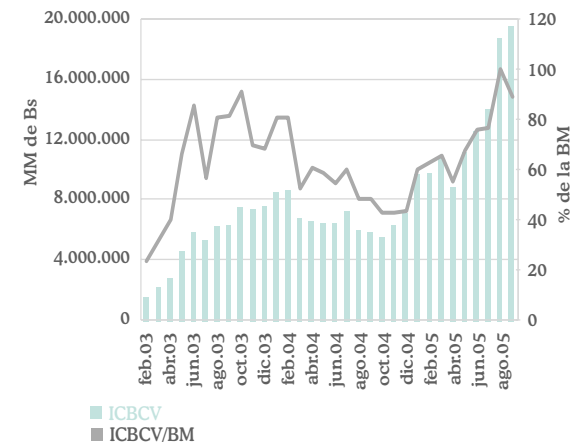
Más allá del ligero repunte inflacionario observado entre julio y septiembre, la tendencia descendente de la evolución del nivel general de precios y la proyección de un valor de inflación acumulada al cierre del año próxima al 15%, no parecen comprometidas.

Divisas liquidadas por el BCV



Fuente: BCV

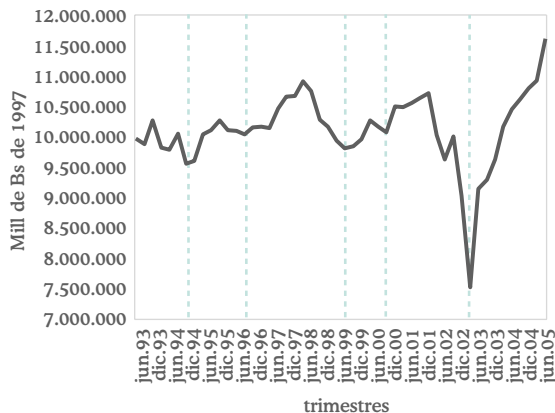
Instrumentos de Crédito Emitidos por el BCV (ICBCV)



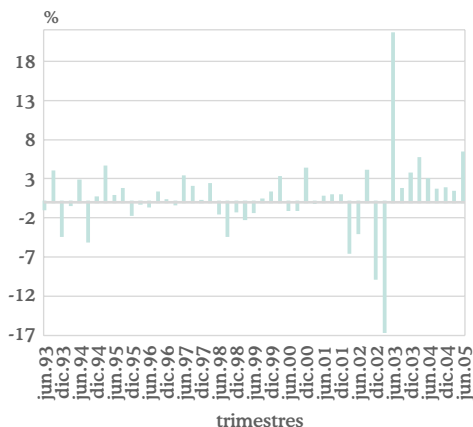
Fuente: BCV

³ A septiembre de 2004, se observaron variaciones de la base y la liquidez monetaria ubicadas en 10,9% y 18,9%, equivalentes en términos reales a variaciones de -3,3% y 3,76% respectivamente.

⁴ Formalmente la monetización mide la proporción entre la cantidad de dinero expresada en un agregado monetario (M1 o M2) con relación al PIB.

Gráfico 1
PIB trimestral desestacionalizado

Fuente: BCV y cálculos propios

Gráfico 2
Variación intertrimestral del PIB desestacionalizado

Fuente: BCV y cálculos propios

4. Artículos

Los Ciclos Económicos de Venezuela

¿Qué es un Ciclo Económico?¹

El Gráfico 1 muestra la trayectoria para el caso venezolano del indicador más amplio del nivel de actividad económica o productiva de un país, el Producto Interno Bruto (PIB), en forma trimestral y desestacionalizada², desde el primer trimestre de 1993 (no existen datos trimestrales oficiales previos) hasta el presente (ignórese por el momento el significado de las líneas verticales); mientras que el Gráfico 2 muestra las correspondientes tasas de variación inter-trimestral del PIB (variación porcentual de cada trimestre con respecto al inmediato anterior). Dos rasgos de esta trayectoria resultan inmediatamente evidentes:

- 1) El PIB fluctúa de manera recurrente a corto plazo, es decir, fases de rápido crecimiento y rápido decrecimiento de pocos trimestres se alternan una y otra vez. De hecho esta volatilidad o variabilidad es muy fuerte en el caso venezolano: la desviación estándar de la tasa de variación es de 4,9 puntos porcentuales, al alternarse fuertes caídas (la mayor de 16,6%) con abruptos incrementos (21,5% el mayor de ellos).
- 2) Más allá de estos vaivenes, la tendencia a largo plazo del PIB es al estancamiento: el PIB trimestral fluctúa en torno a un valor que se incrementa a un ritmo escaso, como lo refleja más claramente el hecho de que la tasa media de variación inter-trimestral para todo el período es de apenas 0,42% (lo que equivale a 1,7% anual, cifra levemente inferior al crecimiento anual de la población, que está en torno a 2,0%).

En esta nota nos concentraremos en analizar el primer rasgo³, que en la literatura macroeconómica especializada es referido como “Ciclos Económicos” o “Ciclos de Negocios” (en inglés, *Business Cycles*), lo cual hace referencia a su naturaleza recurrente. Todas las economías experimentan el fenómeno de los ciclos económicos, es decir, en el corto plazo las fases de crecimiento y decrecimiento se suceden una y otra vez, pero difieren en las características particulares de estas fluctuaciones.

Para entender mejor la terminología que utilizan los economistas para describir los ciclos económicos conviene partir de una representación gráfica idealizada de los mismos como la mostrada en el Gráfico 3, donde las fluctuaciones del PIB (el correspondiente a un país ficticio) se presentan mucho más suavemente onduladas de lo que lo suelen ser en realidad. Se le denomina “valle”, “mínimo” o “depresión” al punto más bajo (y por ende final) alcanzado por el producto en una de sus fases o etapas de continuo descenso a lo largo de varios trimestres, tales como los puntos a_0 , a_2 y a_4 . Se denomina “pico”, “cumbre” o “máximo” al punto más alto (y por ende final) alcanzado por el producto en una de sus fases o etapas de ascenso continuo a lo largo de varios trimestres, tales como los puntos a_1 y a_3 .

¹ Esta sección y la siguiente toman buena parte de su contenido de Méndez (2005a).

² El PIB desestacionalizado resulta de suprimir del PIB trimestral los movimientos que obedecen a los patrones estacionales típicos que se repiten cada año, por ejemplo, el cuarto trimestre de cada año el impulso que experimenta el consumo agregado por efecto del pago de utilidades y del salto que suele experimentar el gasto público en esta parte del año por razones institucionales, entre otras causas, generan por sí solas un incremento del PIB de aproximadamente 3,5% en promedio con respecto al tercer trimestre. De este modo se tiene la certeza de que los movimientos o fluctuaciones que experimenta a corto plazo el PIB desestacionalizado son un reflejo del fenómeno de los ciclos económicos y no de factores estacionales. La desestacionalización de los datos del PIB que se muestra en el gráfico se realizó con ayuda del programa TRAMO/SEAT con la opción de exclusión automática de datos atípicos.

³ Lo relacionado al segundo rasgo y, en general, a los determinantes de la tasa media de crecimiento a largo plazo de las naciones y/o regiones, forma parte del conjunto de fenómenos que los economistas refieren como “Crecimiento Económico”.

La visión más tradicional de un ciclo económico lo define como la trayectoria del producto entre dos “valles” sucesivos, de modo que la trayectoria entre el punto a_0 y el punto a_2 , pasando por el punto a_1 , constituye un ciclo, al cual le sigue otro constituido por la trayectoria entre el punto a_2 y el punto a_4 , pasando por el punto a_3 . A la fase o etapa de un ciclo a lo largo de la cual el producto decrece se le denomina “recesión” o “fase recesiva”, y al lapso durante el cual el producto crece se le denomina “expansión” o “fase expansiva”. De este modo se puede observar en la figura que entre el trimestre t_0 y el trimestre t_1 la economía atravesó un período de expansión, al cual sucedió un período de recesión que se extendió entre el trimestre t_1 y el trimestre t_2 , para dar de nuevamente paso a un período de expansión el cual se extendió entre el trimestre t_2 y el trimestre t_3 .

Ahora bien, volviendo al caso venezolano (Gráfico 1), si consideramos cualquier período de expansión por corto que sea como la fase expansiva de un ciclo económico, y cualquier período de contracción, por corto que sea, como la correspondiente fase recesiva de un ciclo, se verifica que para el período considerado las fases recesivas de la economía venezolana habrían durado en promedio 2 trimestres y las expansivas 3 trimestres, de modo que la longitud del ciclo promedio en Venezuela sería de apenas 5 trimestres. No obstante, las fases expansivas y/o contractivas más cortas (de uno o dos trimestres) normalmente son el resultado de los errores estadísticos inherentes tanto a la estimación del PIB como a su desestacionalización, por lo que es práctica común obviar en la definición de ciclo económico la sucesión de períodos de expansión o contracción inferiores a los dos trimestres, y haciéndolo así surge un cuadro más preciso de los ciclos económicos venezolanos: en realidad las fases recesivas de los ciclos han tenido una duración promedio de 4 trimestres y las fases expansivas de 6 trimestres, para una duración promedio de cada ciclo de 10 trimestres (2 años y medio), lo cual resulta una duración extremadamente corta bajo estándares internacionales.

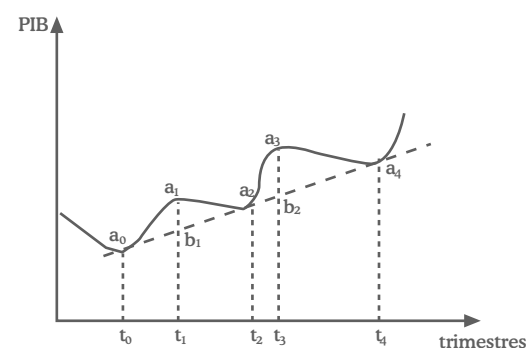
Las líneas verticales del Gráfico 1 marcan los valles que definen cada uno de los ciclos bajo el criterio descrito antes. Como puede observarse desde marzo de 2003 se viene experimentando la fase expansiva más prolongada desde al menos 1993 (9 trimestres continuos hasta el segundo trimestre de 2005), que a su vez se asocia también a la fase más prolongada de crecimiento continuo del precio internacional promedio trimestral del barril de petróleo, principal producto de exportación y fuente fundamental de ingresos externos y fiscales del país.

Origen de los Ciclos Económicos Venezolanos⁴

Existen metodologías estadísticas que permiten aproximarse a una estimación del peso relativo de los shocks de oferta y de demanda en los ciclos económicos de un país en particular; a continuación presentamos los resultados preliminares de la aplicación de una de ellas al caso venezolano (ver Apéndice Técnico).

Se ha considerado conveniente separar en el análisis el efecto de los shocks de precios del petróleo (en adelante, “shocks petroleros”) del de otros shocks, dado que, como se explicó antes, los shocks petroleros tienen el potencial, cuando menos en teoría, de actuar simultáneamente en el caso de un país exportador de petróleo como shocks de oferta y como shocks de demanda, y considerando además que tradicionalmente ha existido entre los analistas del caso venezolano la presunción o hipótesis de que la fuente fundamental de los ciclos económicos en Venezuela son los shocks petroleros. La metodología utilizada logra distinguir el papel relativo de los shocks de demanda y de oferta de origen no petrolero, mediante un supuesto que resulta razonable en el marco de la mayoría de las teorías acerca de los ciclos económicos: los shocks de demanda no tienen efectos de largo plazo sobre la producti-

Gráfico 3



⁴ El contenido de esta sección (y del apéndice) no es más que un resumen ejecutivo del estudio realizado por Méndez (2005b).

Teorías de los Ciclos Económicos

La visión contemporánea de los ciclos económicos, considera a este fenómeno como el resultado de múltiples *shocks* que inciden constantemente en la trayectoria temporal del PIB. En este contexto, el término *shock* se refiere a la incidencia aleatoria (no sistemática) de una fuerza externa, es decir, de una fuerza que no es generada o creada por la propia evolución del PIB.

A manera de ilustración podemos decir que la actividad económica es similar al estado de ánimo de un individuo, este sufre inevitablemente vaivenes, del mismo modo que la actividad económica experimenta fluctuaciones o ciclos. Es imposible que un ser humano, mentalmente sano se encuentre siempre alegre (o siempre triste) y, por el contrario, sabemos que todo período de alegría dará paso en algún momento a lapsos de desánimo sino de tristeza, sin que por ello atribuyamos la causa de esta última a la primera. Por otra parte, al igual que ocurre con los ciclos económicos, la duración e intensidad de los distintos períodos de alegría o de tristeza muestra gran variabilidad tanto a lo largo del tiempo como de una persona a otra. Otra metáfora útil, es la de comparar los ciclos con el oleaje del mar: en oportunidades observamos el mar en completa calma, en otras este se encrespa, y en trágicas ocasiones aparecen los Tsunamis; nada de esto es producto de causas inherentes al propio mar, no son las olas las que causan las olas, el origen se encuentra en *shocks* externos en cuya ausencia el mar permanecería en la más perfecta calma; el más importante de estos *shocks* es el viento, pero se sabe que otros *shocks* más remotos inciden también en el nivel y el oleaje del mar, tales como la atracción gravitatoria ejercida por la Luna y los movimientos sísmicos del fondo de los océanos.

En el caso de la actividad económica, los *shocks* capaces de generar fluctuaciones son múltiples, pero pueden clasificarse en dos grandes grupos: *shocks* de oferta y *shocks* de demanda.

Shocks de oferta: Los *shocks* de oferta son aquellos que alteran la productividad promedio de una economía, esto es, la cantidad o volumen de bienes y servicios producido en promedio por cada hora de trabajo y de servicios del capital (maquinarias, edificios, etc). Quizá el ejemplo más simple de la acción de los *shocks* de oferta es el de una isla caribeña con una economía básicamente agrícola y turística, en este contexto los fenómenos climáticos y meteorológicos actúan como poderosos *shocks* en la productividad, el paso de huracanes y las tormentas reducen la productividad tanto del sector agrícola como del turístico, y lo contrario ocurre cuando llega un período de buen clima y vientos sosegado. De este modo, tan sólo los cambios climáticos son capaces de explicar la existencia de ciclos económicos en este tipo de economías.

En las economías más industrializadas, el impacto de los fenómenos climáticos y meteorológicos pierden importancia pero lo ganan los cambios tecnológicos, esto es la incorporación de nuevas tecnologías que ocurre cuando un número significativo de empresas sustituye sus antiguas maquinarias y/o equipos por otros tecnológicamente más sofisticados o cuando desarrollan ellas mismas nuevos procesos o técnicas de producción. Piense por ejemplo en el impacto de la generalización del uso de los computadores personales, se trata de cambios que han generado grandes y permanentes incrementos de productividad por hora de trabajo.

No son los cambios tecnológicos los únicos *shocks* de productividad importantes. La economía de los Estados Unidos fue arrastrada a una fase recesiva en los años setenta producto de un *shock* que redujo la productividad media de la economía de forma abrupta: se trató del alza del precio del petróleo originada por el embargo petrolero árabe de 1973. El embargo redujo la disponibilidad de crudo importado por parte de la economía estadounidense, obligando a sus familias y empresas a racionar la energía, lo cual redujo abruptamente la productividad de sus trabajadores, generándose a continuación una fase de contracción del PIB estadounidense y de incremento del desempleo.

El impacto negativo del alza de los precios del petróleo en las economías que importan petróleo es un tan sólo un ejemplo del impacto de los *shocks* de "términos de intercambio". Los términos de intercambio son la razón entre el precio promedio de las exportaciones de un país entre el precio promedio de sus importaciones, por lo que inciden de manera directa en la disponibilidad de divisas por parte de los residentes de un país. Los *shocks* de términos de intercambio actúan como *shocks* de productividad en la medida que los procesos productivos domésticos dependan en mayor medida de insumos y maquinarias importadas. En el caso de los países en desarrollo esta dependencia es muy fuerte, y por ende, una caída abrupta de los términos de intercambio, al limitar la disponibilidad de estos insumos y maquinarias para las empresas nacionales, reducirá la productividad de la economía pudiendo así dar origen a una recesión. En el caso particular de Venezuela, al ser un país exportador de petróleo, los términos de intercambio tienen una fuerte correlación positiva con el precio internacional del petróleo, de modo que un incremento (reducción) del precio del petróleo puede tener un impacto positivo (negativo) en la productividad agregada de la economía al aumentar (reducir) la disponibilidad de insumos importados.

Shocks de demanda: Los shocks de demanda se refieren a los movimientos del gasto agregado en los bienes y servicios que produce un determinado país o región que no tengan a su vez su origen en cambios en el nivel de producción. La teoría que atribuye los ciclos económicos fundamentalmente a la incidencia de shocks de demanda, se conoce como nueva teoría keynesiana, y es quizá la más popular tanto entre especialistas como entre el público no especializado. Bajo esta perspectiva el decrecimiento que experimenta el producto a lo largo de una recesión, se origina en una caída de la demanda agregada (*shocks* de demanda negativos), mientras que por el contrario, el crecimiento del PIB en las fases expansivas se originaría en el impulso dado por uno o varios *shocks* de demanda positivos.

Esta visión es particularmente atractiva desde el punto de vista de la política económica, por que los Gobiernos cuentan con instrumentos que les permiten generar ellos mismo *shocks* de demanda, siendo los principales el gasto público y su control sobre la cantidad de dinero en manos del público. De esta manera, el Gobierno podría generar *shocks* de demanda positivos que contrarresten a los *shocks* negativos que amenacen con desencadenar una recesión. Por supuesto, bajo esta perspectiva, los Gobiernos también tienen la economía de generar o intensificar los ciclos económicos.

En el caso venezolano, una fuente fundamental de *shocks* de demanda la constituye las fluctuaciones de los volátiles precios del petróleo, en virtud de que los ingresos fiscales asociados a la exportación petrolera representan más de un 40% de los ingresos fiscales totales. Por ejemplo, la prolongada fase de expansión de los precios del petróleo iniciada en 2003, ha permitido al Gobierno venezolano incrementar de manera sostenida su nivel de gasto lo cual explica en buena medida la prolongada fase de expansión que ha experimentado la economía venezolana desde el segundo trimestre de 2003.

vidad por trabajador. Adicionalmente para distinguir los shocks de precios petroleros del resto, se asume una total exogeneidad o independencia de los movimientos de los precios del petróleo de los movimientos de las variables macroeconómicas domésticas.

El Panel 1 muestra el impacto del shock de oferta típico o medio en el PIB, el empleo y la productividad por trabajador; el Panel 2, el correspondiente impacto del shock de demanda típico o medio (como se explicará el impacto del shock petrolero típico es similar al del shock de demanda, por lo que se omite su representación gráfica). En todos los casos se está considerando shocks “positivos”, en un sentido que se explicará abajo, de tal modo que el efecto de un shock “negativo” será simplemente el inverso.

Puede observarse que el shock positivo típico de oferta se asocia a un incremento permanente de la productividad, y su efecto sobre el producto consiste en una elevación permanente del mismo. Paradójicamente, este mismo shock genera una contracción transitoria del nivel de empleo, un efecto similar al que se ha verificado para gran cantidad de países en años recientes, y que ha generado una gran controversia en los círculos académicos donde se desarrolla la teoría macroeconómica contemporánea.

El shock positivo típico de demanda (incremento del gasto agregado) impacta positivamente a la productividad, el empleo y el PIB en el corto plazo, pero este impacto se desvanece en el largo plazo, es decir, se trata de impactos transitorios. En lo que respecta al shock petrolero típico (una elevación del precio del petróleo), los impactos estimados resultan similares a los de los shocks de demanda, lo que indica que los movimientos del precio del petróleo afectan a la economía venezolana fundamentalmente por el canal de la demanda (esto es, del gasto público).

Lo más interesante resulta, sin embargo, el ponderar el peso relativo de cada uno de estos shocks en la explicación de las fluctuaciones del PIB, y en especial las de más corto plazo (ciclos económicos); a tal respecto la metodología utilizada arroja los resultados que se muestran en el Cuadro 1. Ahorrando tecnicismos, el cuadro nos muestra el porcentaje de las fluctuaciones del PIB provocado por cada uno de los tipos de *shocks* considerados, para cada “horizonte”; por ejemplo, al considerar las fluctuaciones que experimentará el PIB en los próximos 2 trimestres, dado el patrón histórico, se espera que tan sólo un 6,72% de las mismas tengan su origen en shocks de precios del petróleo, que un 79,35% de las mismas tengan su origen en otros shocks de demanda y que un 13,93% de las mismas tengan su origen en shocks de oferta.

Del análisis más general del cuadro se obtienen los siguientes resultados: los shocks de precios del petróleo explican una fracción apreciable pero relativamente modesta de las fluctuaciones del PIB, tanto a corto plazo (ciclos económicos) como a largo plazo; los restantes shocks de demanda (los no asociados a movimientos de los precios del petróleo) explican el grueso de las fluctuaciones del PIB a corto plazo (ciclos económicos) y su peso tiende a desvanecerse hacia el largo plazo; mientras que los shocks de oferta explican fundamentalmente los rasgos de largo plazo en la trayectoria del PIB pero también tienen un peso apreciable aunque pequeño en los ciclos económicos.

En conjunto, estos resultados sugieren que la gran volatilidad del PIB venezolano no puede atribuirse de manera fundamental ni mucho menos exclusiva a la volatilidad de los precios del petróleo, sino que es principalmente el producto de una gran inestabilidad de la demanda agregada no asociada a fluctuaciones de los ingresos petroleros. Esto implicaría que hay un gran margen para que el Gobierno a través del gasto público y el BCV a través de su control sobre la oferta monetaria, puedan incidir en la estabilización del PIB a corto plazo, pero también en su desestabilización.

Asimismo, la evidencia obtenida arroja una sombra de escepticismo acerca de la dimensión del rol en la estabilización del PIB que puede

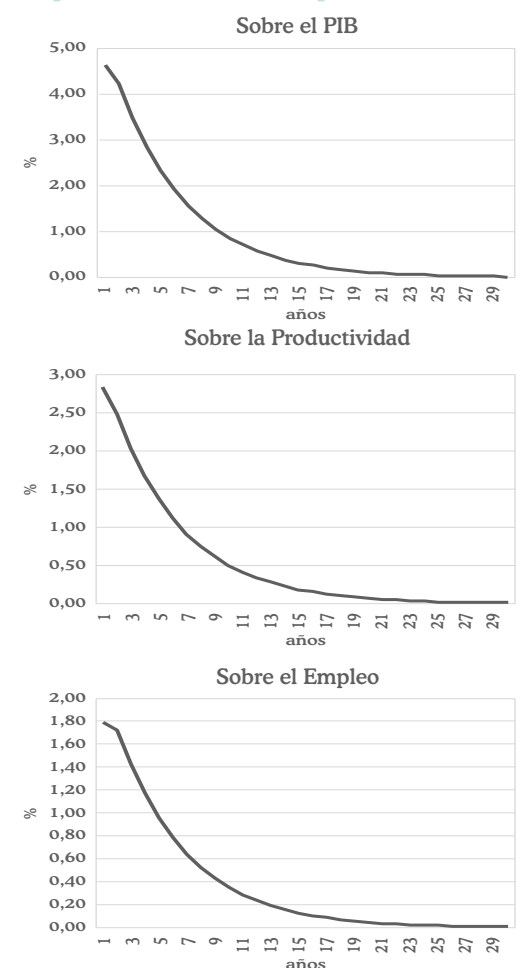
Panel 1

Impacto de un shock típico de oferta



Panel 2

Impacto de un shock típico de demanda



Cuadro 1. Descomposición de Varianza de los Errores Predictivos

Horizonte (años)	Shocks petroleros (%)	Shocks de oferta (%)	Shocks de demanda (%)
1	0,08	7,31	92,61
2	6,72	13,93	79,35
3	8,29	20,46	71,25
4	8,48	27,15	64,37
5	8,18	33,74	58,08
10	5,56	59,43	35,01
15	3,80	73,09	23,11
20	2,82	80,36	16,83

llegar a tener un fondo de estabilización de los ingresos de origen petrolero, aún operando eficientemente (es decir, logrando contrarrestar el efecto fiscal de las fluctuaciones de los precios del petróleo), e inclina la balanza, por lo que respecta a la estabilización del PIB, en favor de reformas institucionales que contribuyan de modo más directo a la estabilización de la demanda agregada (por ejemplo, las que ayuden a eliminar o reducir el carácter procíclico que muestra la gestión fiscal en Venezuela).

Referencias

- Cushman, David y Tao Zha (1997): "Identifying Monetary Policy in a Small Open Economy under Flexible Exchange Rates", *Journal of Monetary Economics* 39, August 1997.
- Galí, Jordi (1999): "Technology, Employment, and the Business Cycle: Do Technology Shocks Explain Aggregate Fluctuations?", *American Economic Review*, Vol.89, No.1, March 1999.
- Méndez, Rodolfo (2005a): "Ciclos Económicos", Capítulo 3 del Libro "MACROECONOMÍA BÁSICA: APLICACIÓN AL CASO VENEZOLANO" (coautores Osmel Manzano, José Pineda y Germán Ríos), proyecto auspiciado por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). En fase de edición.
- Méndez, Rodolfo (2005b): "Origen de las Fluctuaciones del PIB de Venezuela: Rol de los Shocks Petroleros y Tecnológicos", por aparecer como Reporte Técnico del Centro de Estadística y Software Matemático (CESMA) de la Universidad Simón Bolívar, Caracas-Venezuela.

Apéndice Técnico: Metodología para estimar el origen de los ciclos en Venezuela

La metodología utilizada en Méndez (2005b) es la propuesta en Galí (1999), pero añadiendo algunas de las consideraciones propias de una pequeña economía abierta (en este caso exportadora de petróleo) sugeridas por Zha y Cushman (1997). La metodología parte de un modelo de Cuasi-Vectores Autoregresivos (Near-VAR), cuyos parámetros se estimaron mediante el método SUR (*Seemingly Unrelated Regressions*) a partir de datos anuales para el período 1967-2004. La forma específica de este modelo es la siguiente:

$$D(P_t) = b_{10} + b_{11}D(P_{t-1}) + \varepsilon_{1t}$$

$$D(Q_t) = b_{20} + b_{21}D(P_{t-1}) + b_{22}D(Q_{t-1}) + b_{23}D(E_{t-1}) + \varepsilon_{2t}$$

$$D(E_t) = b_{30} + b_{31}D(P_{t-1}) + b_{32}D(Q_{t-1}) + b_{33}D(E_{t-1}) + \varepsilon_{3t}$$

donde $\varepsilon_t = \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \\ \varepsilon_{3t} \end{bmatrix}$ es un vector de errores aleatorios distribuidos $M[\Omega, w]$

P_t = logaritmo del **precio del barril de petróleo** (específicamente del WTI) en US\$ a precios constantes

Q_t = logaritmo de la **productividad por trabajador** (PIB/Empleo) en Bs a precios constantes de 1997.

E_t = logaritmo del número de empleados o simplemente **empleo** en número de personas.

Las tres variables se asumen integradas de orden 1 y no cointegradas.

$D(\cdot)$ es el operador de primeras diferencias

Aunque el PIB que la variable central de interés no se incluye en el modelo a estimar directamente, su valor se obtiene mediante la siguiente identidad:

$$Y_t^0 = Q_t + E_t$$

Tal que Y_t es el logaritmo del valor del PIB correspondiente al período t

Los shocks de precio del petróleo (u_P), de demanda (u_D) y de oferta (u_O) que explican las fluctuaciones de P_t , Q_t , E_t y Y_t están relacionados con los errores del modelo, ε_t de la siguiente forma:

$$\begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \\ \varepsilon_{3t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} C_{11} & C_{12} & C_{13} \\ C_{21} & C_{22} & C_{23} \\ C_{31} & C_{32} & C_{33} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} u_{Pt} \\ u_{Dt} \\ u_{Ot} \end{bmatrix}$$

O en forma compacta,

$$\varepsilon_t = C u_t$$

La clave de la metodología es la estimación de la matriz C, dado que a partir de ella se hace posible obtener el valor de los shocks (trayectoria de u_t) a partir de los errores estimados (trayectoria de los valores estimados de ε_t), pero para ello resulta imprescindible imponer ciertas restricciones a priori acerca del efecto de los shocks sobre los errores, que en el caso de la metodología utilizada se reduce a los siguientes: los shocks de demanda no tienen efectos de largo plazo sobre la productividad laboral y no tienen, al igual que los shocks de oferta, efecto alguno sobre el precio del petróleo ni a corto ni a largo plazo. El supuesto de incapacidad de los shocks de demanda para impactar a largo plazo a la productividad es mucho más robusto desde el punto de vista teórico que el debatible pero popular supuesto de que los shocks de demanda no afectan al PIB a largo plazo (ver Galí, 1999), difiriendo de hecho notablemente los resultados obtenidos utilizando uno u otro supuesto.

¿Boom inmobiliario en puertas?

Las condiciones para la expansión del sector inmobiliario venezolano están, "aparentemente", dadas, el producto interno bruto se encuentra en plena fase expansiva, el mercado presenta un exceso de liquidez producto de una fuerte expansión fiscal, con un tipo de cambio fijo y tasas hipotecarias reales negativas. Sin embargo, de forma contraria a lo que cabría esperar, las ventas de viviendas en términos reales a partir del segundo trimestre de 2004 rompen con la tendencia creciente que presentan desde 1996, entrando en una fase recesiva, que las ubica, el segundo trimestre de 2005, en niveles que se igualan a los registrados en 1995, mientras que, el precio del mt2 de los apartamentos se ha incrementado de forma sostenida tanto en términos nominales como reales. Entre diciembre de 2002 y junio de 2005 se incrementó 112,3% en términos nominales y 29,8% en términos reales, mientras que entre junio de 2004 y junio de 2005, el incremento fue de 61,1% en términos nominales y 38,4% en términos reales.

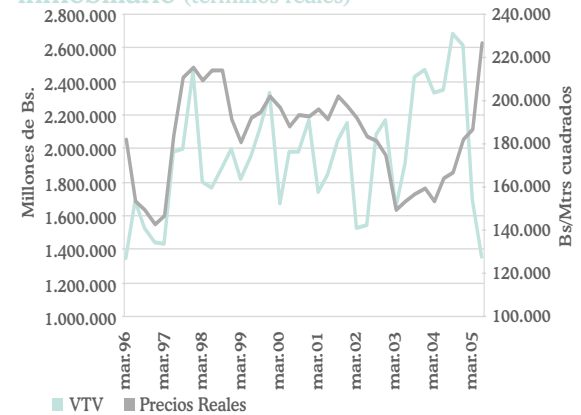
Este comportamiento ha sido determinado por claras restricciones de la oferta dentro del sector, ya que si bien es cierto que la actividad de construcción ha experimentado un crecimiento sostenido luego del paro general de actividades de diciembre 2002, los niveles registrados actualmente (junio 05) se encuentran aún por debajo de los registrados antes de dicho evento. Aunado a esto, desde el tercer trimestre de 2004 la producción registrada se encuentra por encima de la capacidad productiva potencial del sector, situación que no es sostenible por mucho tiempo, ya que, una economía no puede crecer de manera indefinida por encima de su potencial y, más allá de las fluctuaciones de corto plazo, producto de la incidencia de una expansión fiscal ó monetaria, si no existen fundamentos de mediano y largo plazo que impulsen la inversión, el crecimiento experimentado por esta vía solo representará desviaciones del producto de tendencia y no un incremento en el producto de largo plazo, como sería deseable. En este sentido las perspectivas de crecimiento de mediano plazo en el sector lucen poco favorables, lo cual se podría trasladar al largo plazo de no existir un incremento de la inversión dentro del sector que mejore la capacidad productiva del mismo.

Por otra parte, al estudiar el desenvolvimiento del mercado inmobiliario y sus relaciones con algunas variables macroeconómicas, destacan los siguientes resultados:

- ✓ Ante un incremento de 1% en el producto interno bruto (PIB), los agentes económicos incrementan su demanda de inmuebles de manera transitoria, en aproximadamente 0,3%, desapareciendo este efecto al cabo de un año.
- ✓ Ante el incremento de 1% en el precio del mt2 de los apartamentos, se genera una disminución persistente de las ventas reales de vivienda en aproximadamente 0,5%.
- ✓ Ante el incremento de 1% en el tipo de cambio real, se generará una caída persistente en las ventas reales de vivienda de aproximadamente 0,2%
- ✓ Ante el incremento de 1% en la tasa de interés real, paradójicamente no se obtiene algún efecto estadísticamente significativo sobre las ventas reales de viviendas.

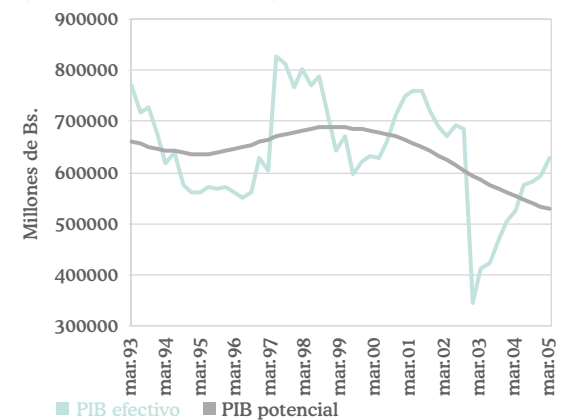
Si bien éste último resultado contraviene las nociones teóricamente establecidas, los bajos niveles de intermediación financiera ligados al sector, en el país, contribuyen a su explicación. Entre el primer trimestre del 2000 y el segundo trimestre de 2005, en promedio, 59,4% de la compra-venta de viviendas se realizó de contado, 31,1% por

Valor de las ventas y precios del sector inmobiliario (términos reales)



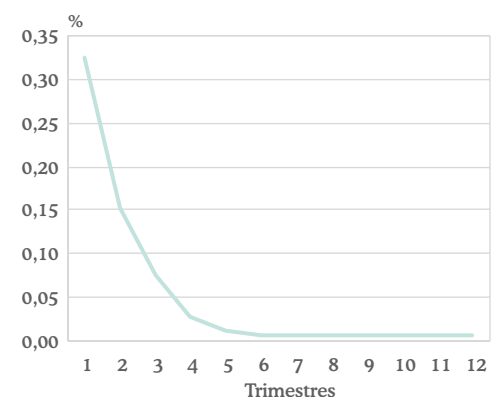
Fuente: Cinpro.net

Producto Efectivo Vs. Producto potencial del sector construcción (desestacionalizado)



Fuente: BCV y cálculos propios

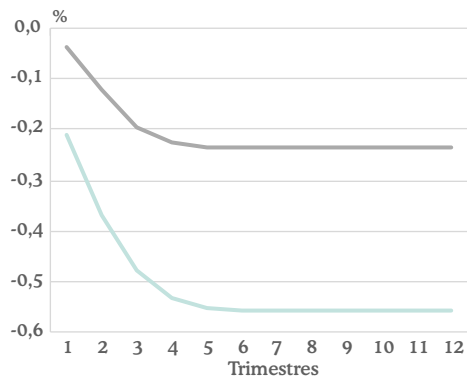
Elasticidad de las ventas reales al PIB



Fuente: Cálculos propios

¹ Para determinar el ingreso familiar del venezolano, se realizó una aproximación tomando la estadística de distribución de ingreso presentada en la encuesta de hogares del segundo semestre del 2000, asumiendo igual distribución y calculando el monto equivalente en bolívares a junio de 2005 (tomando en cuenta el número de salarios mínimos).

Elasticidad de las ventas reales a variables macroeconómicas



■ Precio Real ■ Tipo de Cambio

Fuente: Cálculos propios

Cuadro 1. Condiciones de LPH

Ingreso del o de los beneficiarios expresado en U.T.	Tasa de interés (%)	Subsidio directo máximo expresado en U.T.	Plazo del crédito expr. en años
Hasta 20	5,16	650	30
Mayor de 20 hasta 55	7,74	550	30
Mayor de 55 hasta 65	10,32	400	20
Mayor de 65 hasta 75	10,32	375	20
Mayor de 75 hasta 90	10,32	340	20
Mayor de 90 hasta 110	10,32	315	20

Fuente: Publicado en Gaceta Oficial

Cuadro 2. Indicadores de accesibilidad

Ingreso Anual Medio	(%) de Hogares	Esfuerzo DH	Esfuerzo LPH	Ratio de Accesibilidad
1.516.137	7,2%	524,1	225,0	70,1
3.135.683	6,3%	253,4	108,8	33,9
4.692.928	14,4%	169,3	72,7	22,6
6.350.054	13,1%	125,1	53,7	16,7
9.653.071	24,8%	82,3	48,9	11,0
14.827.949	16,1%	53,6	31,8	7,2
19.984.157	7,3%	39,8	35,1	5,3
25.226.452	4,8%	31,5	28,2	4,2
31.417.712	3,3%	25,3	23,0	3,4
56.413.354	2,9%	14,1	14,9	1,9

Fuente: INE y cálculos propios

medio de la ley de política habitacional y solo un 9,5% fue financiada por la banca privada.

Accesibilidad al Crédito Hipotecario en Venezuela¹

Con el fin de evaluar los determinantes del acceso al crédito hipotecario de las familias venezolanas, se construyeron algunos indicadores:

Ratio de Esfuerzo: Definido como el porcentaje de ingreso que una familia debe destinar al pago de la cuota hipotecaria para adquirir una vivienda típica.

Ratio de Accesibilidad: especifica la cantidad de años de ingreso que requiere una familia para cubrir el precio de la vivienda.

Ante un mercado con tasas de interés elevadas, valores muy altos del ratio de accesibilidad sugieren un alto riesgo de incumplimiento de pago por parte de los acreedores, ya que, en la medida que la tasa de interés sea más alta, de igual forma el esfuerzo requerido para que una familia cubra la cuota hipotecaria será mas elevado, situación que no es sostenible por largos períodos de tiempo.

Indicador de Capacidad de Endeudamiento: definido como “el cociente entre lo que las familias pueden pagar y los precios existentes en el mercado; así, valores de este indicador por encima de uno sugieren que la capacidad de compra de la familia media supera a los precios de mercado, mientras que valores inferiores a uno indican que dichas familias no pueden adquirir una vivienda de precio medio sin un esfuerzo adicional”².

Algunas reflexiones importantes pueden ser hechas a partir de la realización de un ejercicio sobre la base de la información real disponible, asumiendo una vivienda típica de 80 mt2, tomando en cuenta, que el precio promedio del mt2 cuadrado de un apartamento a nivel nacional para el segundo trimestre de 2005 se ubicó en un millón ciento once mil bolívares (Bs. 1.111.000) y que el acreedor tiene dos opciones para adquirir la vivienda, bien sea por la Ley de Política Habitacional (LPH) o por la Ley del Deudor Hipotecario (LDH).

Bajo la primera ley rigen algunas condiciones especiales en función del ingreso devengado por la familia (ver cuadro 1), mientras que, bajo la segunda las condiciones son idénticas para todas las familias.

Así, como se puede observar en el cuadro 2, el esfuerzo que deben realizar las familias para la cancelación de la cuota hipotecaria en la mayoría de los estratos por ingreso en los que se ha dividido a la población venezolana es realmente elevado, aún cuando la adquisición por medio de la LPH reduce en gran medida el nivel de esfuerzo requerido. De acuerdo a esto y tomando en cuenta que la cuota máxima permitida por ambas leyes es del 20% del ingreso familiar, solo un 2,9% de las familias venezolanas podría optar por un crédito habitacional, ésta situación se verifica mediante el indicador de capacidad de endeudamiento, el cual nos indica que fuera de ese 2,9% de las familias, ninguna otra podría adquirir una vivienda sin un esfuerzo adicional para la cancelación de la cuota hipotecaria.

Por otra parte, las propias pautas legales contribuyen en gran medida a crear condiciones limitantes de la accesibilidad al crédito para la adquisición de viviendas, ya que, en las condiciones actuales, financieramente sería aceptable una familia que cubra el costo de la vivienda en un período de hasta 4,5 años con una cuota hipotecaria de hasta un tercio de su ingreso (33,33%), lo que elevaría el porcentaje de familias con capacidad de endeudamiento a 11%.

² Ver, *Situación Inmobiliaria*, Servicio de Estudios Económicos, segundo trimestre 2005, para obtener esta publicación visite: [http://www.bbva.com/TLBB/tlbb/jsp/servestu/index.jsp](http://www.bbva.com/TLBB/tlbb/jsp/esp/servestu/index.jsp)

¿A que tipo de vivienda pueden acceder las familias?

De igual forma que en el ejercicio anterior, tomando en cuenta el precio promedio del mt2 de un apartamento a nivel nacional para el segundo trimestre del año (1.111.000 Bs./mt2) y el esfuerzo máximo que contemplan, tanto la LPH como la LDH (20%), se comprueba que el acceso a una vivienda de aproximadamente un 65% de las familias venezolanas depende exclusivamente del subsidio otorgado mediante la LPH, dado que, la capacidad de endeudamiento de éstas es realmente limitada.

De acuerdo a lo que sugiere el cuadro 3, mediante la LDH el 65,7% de la población no podría acceder a una vivienda de al menos 20 mt2 y solo 6,1% podrían acceder a una vivienda por encima de 50 mt2. Mientras que, por LPH un 34,3% de las familias podrían acceder a una vivienda de entre 50 y 107 mts2, 52,2% a una vivienda de entre 30 y 49 mts2 y el resto (13,4%) solo podría adquirir una vivienda de entre 20 y 29 mts2.

Aunque la LPH mejora considerablemente la capacidad de compra, las familias con ingresos bajos deben optar por una alternativa habitacional en estados o sectores comercialmente poco atractivos, en los que el precio de venta sea lo suficientemente reducido para que les permita adquirir una vivienda de una dimensión aceptable ó mas cómoda de la que podrían adquirir en las principales ciudades del país.

A pesar de las medidas tomadas por el Gobierno en materia hipotecaria y del crecimiento que ha experimentado la actividad económica venezolana en los últimos trimestres, aún el acceso al crédito para las familias que desean adquirir una vivienda propia es muy bajo, y por consiguiente, gran parte de la cartera hipotecaria que la banca privada por Ley debe otorgar (10% de la cartera total), fuera del segmento de ingresos elevados (2,9% de las familias) serán créditos con un alto riesgo de incumplimiento de pago.

Cuadro 3. Acceso por Ley

Ingreso Anual Medio	% de Hogares	Total Acceso		Total Acceso	
		LDH	Mts2	LPH	Mts2
1.516.137	7,2%	3.202.435	3	23.778.058	21
3.135.683	6,3%	6.623.292	6	28.764.502	26
4.692.928	14,4%	9.912.555	9	33.559.126	30
6.350.054	13,1%	13.412.792	12	38.661.279	35
9.653.071	24,8%	20.389.532	18	48.310.817	43
14.827.949	16,1%	31.320.077	28	63.373.935	57
19.984.157	7,3%	42.211.188	38	56.911.188	51
25.226.452	4,8%	53.284.135	48	67.065.385	60
31.417.712	3,3%	66.361.516	60	78.856.516	71
56.413.354	2,9%	119.158.126	107	119.158.126	107

Fuente: INE y cálculos propios

Principales variables macroeconómicas de Venezuela

	2001	2002	2003	2004	2005(*)	2006(*)
Actividad Económica						
PIB M.US\$	120.481	78.961	85.855	97.534	125.426	154.545
PIB Total(Var %)	2,8	-8,9	-7,7	17,9	7,3	3,4
PIB Petrolero	-0,9	-12,6	-1,9	11,6	2,1	4,0
PIB No Petrolero	4,0	-7,4	-7,5	17,8	8,4	3,2
Petróleo						
Precio promedio de realización (US\$/b)	20,2	21,94	25,2	31,4	48,7	45,1
Producción (m.M. barriles diarios)	3.216	3.213	2.779	2.610	2.700	2.808
Exportación (m.M. barriles diarios)	2.711	2.890	2.479	2.305	2.495	2.483
Demanda Agrega Interna (DAI)(% anual)						
Consumo Privado Real	6,9	-7,1	-4,6	16,6	9,1	4,6
Consumo Público Real	6,0	-2,5	5,7	13,9	5,8	6,8
Inversión Bruta Real	13,8	-18,4	-36,7	43,0	22,6	8,2
DAI	8,3	-14,7	-10,0	28,9	11,9	5,8
Sector Externo						
Balanza Comercial (M.US\$)	7.456	13.421	16.483	21.430	25.391	20.705
Exportaciones	26.667	26.781	27.170	38.748	50.924	46.920
Importaciones	19.211	13.360	10.687	17.318	25.533	26.215
Saldo en Cuenta Corriente (M.US\$)	4.080	7.423	11.448	13.830	17.725	13.510
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	3	9	11	14	14	8
Saldo en Balanza de Pagos (M.US\$)	-2.071	-4.427	5.443	1.898	8.620	4.405
Reservas Internacionales Brutas (M.US\$)	12.296	14.786	21.299	24.172	28.952	24.791
Tipo de Cambio (Bs./US\$)						
Al cierre	758,0	1.403,0	1.600,0	1.920,0	2.150,0	2.150,0
Promedio	724,5	1.161,0	1.608,6	1.885,5	2.130,8	2.150,0
Inflación (%)						
Inflación Puntual	12,3	31,2	27,1	19,2	16,8	15,3
Inflación Promedio	12,5	22,5	31,1	21,7	16,2	16,0
Indicadores Monetarios y Financieros						
Liquidez Monetaria (Var %)	97	15,3	57,5	50,4	41,3	34,2
Tasas de Interés Activa promedio (%)**	24,8	37,1	26,4	17,9	15,8	16,0
Tasas de Interés Pasiva 90d promedio (%)**	14,7	28,3	17,7	10,8	12,8	10,7
Situación Fiscal						
Supéravit/Déficit Fiscal(% del PIB)	-4,2	-3,9	-5,9	-1,9	-0,9	-1,6
Deuda Pública Total (% del PIB)	31,5	44,1	47,3	40,0	42,5	44,1
Deuda Pública Interna (% del PIB)	12,1	14,8	17,7	14,3	16,4	16,8
Deuda Pública Externa (% del PIB)	19,4	29,3	29,6	25,6	26,1	27,3
Datos Socio-Económicos						
Población (millones de habitantes)	24,6	25,1	25,6	26,1	26,6	27,0
Tasa de Desempleo (%)	12,8	16,1	15,6	10,9	12,8	13,2
PIB Per Cápita (US\$)	4.892	3.140	3.350	3.737	4.715	5.724

* Estimaciones

** Seis principales bancos

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

Principales variables macroeconómicas

PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)				
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
EE.UU.	3,0	4,4	3,6	3,2	1,9	3,3	3,1	2,8
UEM	0,7	1,7	1,3	2,0	2,0	2,4	2,2	1,9
Japón	1,4	2,7	2,0	2,5	-0,4	0,2	0,0	0,3
China	9,3	9,5	9,3	8,5	1,2	3,9	2,5	2,5

Tasa oficial (% , fin de período)				Tipo de cambio (fin de período)				
	27/09/05	dic-05	jun-06	dic-06	27/09/05	dic-05	jun-06	dic-06
EE.UU.	3,75	4,25	4,75	4,75				
UEM (\$/€)	2,00	2,00	2,00	2,50	1,20	1,22	1,22	1,21
Japón (yenes/\$)	0,10	0,10	0,10	0,10	113	105	104	102
China (cny/\$)	5,58	5,58	5,80	5,80	8,09	8,05	7,90	7,75

América Latina

PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)				
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	8,8	9,0	8,0	5,5	3,7	6,1	10,9	10,0
Brasil	0,5	4,9	3,3	3,0	9,3	7,6	5,2	5,0
Chile	3,7	6,1	6,3	5,3	1,1	2,4	3,8	2,7
Colombia	4,1	4,1	4,2	3,5	6,5	5,5	4,9	4,5
México	1,4	4,4	3,0	3,0	4,0	5,2	3,8	3,7
Perú	4,0	4,8	5,7	4,7	2,5	3,5	1,8	2,5
Uruguay	2,2	12,3	5,5	n.d.	10,2	7,6	5,5	n.d.
Venezuela	-9,2	17,9	7,3	3,4	27,1	19,2	16,8	15,3
LATAM ¹	1,7	5,9	4,4	3,8	7,1	6,8	5,9	5,5
LATAM ex-México	1,8	6,5	4,9	4,0	8,3	7,3	6,7	6,2

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

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

Tipo de cambio (frente \$, fin de período)				Tasas de Interés (% , fin de período)				
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	2,96	2,99	2,90	2,90	3,7	3,1	6,0	10,0
Brasil	2,89	2,72	2,40	2,90	16,5	17,8	18,8	16,0
Chile	603	576	545	545	2,3	2,3	4,5	6,3
Colombia	2865	2404	2300	2496	8,0	7,8	7,0	7,3
México	11,24	11,15	11,06	11,64	6,0	8,7	8,5	7,7
Perú	3,47	3,28	3,27	3,30	2,5	3,0	3,3	4,3
Uruguay	29,19	26,56	25,50	n.d.	7,5	5,7	n.d.	n.d.
Venezuela	1600	1920	2150	2150	15,1	12,4	12,2	11,9

Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Subdirector:

David Taguas

Economistas Jefe:

Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Europa: Manuel Balmaseda

Norteamérica: Jorge Sicilia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Latam y Mercados Emergentes: Javier Santiso

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Joaquín Vial

Colombia: Daniel Castellanos

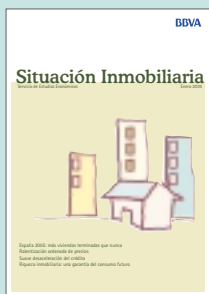
Perú: David Tuesta

Venezuela: Giovanni di Placido

Escenarios Financieros: Maite Ledo

Flujos de Capital: Sonsoles Castillo

otras publicaciones



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

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

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