

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 2, N° 1 - Primer trimestre 2006



Un mundo diferente

¿Calma después de la tormenta en el mercado petrolero?

¿A las puertas de una crisis energética?

Consumo: el gran logro. Inversión: el gran reto

Agregados monetarios en expansión

Precio del petróleo a largo plazo

# Editorial

## Al Son del Petróleo

La economía venezolana comienza el año 2006 inmerso en el boom del precio de la cesta petrolera venezolana más extenso de su historia. El precio del petróleo en 2005 duplicó el nivel promedio alcanzado en 2002, lo que se traduce en un crecimiento de los términos de intercambio del 37,6% en el último año. Esto se refleja en el excelente resultado mostrado por el sector externo, al presentar un superávit comercial y de cuenta corriente equivalente a 22,0 y 17,7% del PIB respectivamente, a pesar del repunte de las importaciones en términos del PIB, que se ubicaron en 18,2% (nivel superior al nivel promedio de los últimos tres años, ubicado en 15,7%).

Esta evolución del sector petrolero permitió la adopción de una política fiscal fuertemente expansiva, expresada en un crecimiento del gasto primario real del 36%, que imprimió un fuerte empuje sobre la demanda agregada interna, la cual se incrementó 18% en términos reales, correspondiendo un 59,5% de este crecimiento al consumo (que en términos per capita alcanzó su mayor nivel en más de una década), un 35,8% a la formación bruta de capital fijo o inversión y el restante 4,8% a la acumulación de inventarios.

Este crecimiento de la demanda interna duplica al crecimiento de la producción nacional de bienes y servicios, este último limitado por el alto nivel de utilización alcanzado por la capacidad productiva del país (que el Banco Central estima en 90%). El exceso de demanda así surgido ha sido cubierto gracias a las importaciones, que crecieron un 36% en bolívares de 1997 y en 45% en dólares corrientes. El resultado de esta evolución es un alza en la participación de las importaciones en la oferta global de bienes y servicios (excluyendo impuestos y derechos de importación) de 4,2 puntos porcentuales. Este ascenso del peso de las importaciones en la satisfacción de la demanda, al incrementarse en 52,3% desde 2003, es sostenible sólo en la medida que se mantengan los altos niveles observados recientemente en los precios del petróleo.

El año comienza con importantes acontecimientos en el mercado petrolero, inicialmente se produjo "la guerra del gas" entre Rusia y Ucrania que movió al alza la cotización del mercado, pero una vez superado este contratiempo ha recrudecido la disputa entre Irán y los principales países de Occidente por la reapertura unilateral del programa nuclear iraní. Este hecho activa nuestro escenario de riesgo respecto al mercado petrolero, al cual asignamos un 30% de probabilidad de ocurrencia, y que se traduce en un incremento de la cotización del precio del petróleo de 62% con respecto a nuestro escenario base. En ambos escenarios (base y riesgo), las perspectivas del precio del petróleo son lo suficientemente favorables para que se prolongue el *boom* de demanda y de importaciones en 2006 pero pueden surgir dudas sobre las perspectivas de mediano y largo plazo, de no producirse una mayor expansión de la oferta interna.

### ¿Persistirán a largo plazo los elevados precios del petróleo?

Desde 1999, el precio del petróleo ha retornado a la senda ascendente que inició su nivel de largo plazo alrededor de 1934 (en virtud del natural agotamiento de este recurso no renovable en el largo plazo), y que se había visto interrumpida desde principio de los años ochenta por la entrada de nuevos oferentes de petróleo no OPEP. El impulso de vuelta a la senda alcista a largo plazo ha sido dado fundamentalmente por la mayor participación de los países emergentes en el crecimiento de la demanda de crudo mundial y especialmente por la conversión de China en un importante importador neto de crudo. Pero una vez más, en la actualidad, la elevación abrupta y prolongada de los precios del petróleo está incentivando la innovación tecnológica y la inversión dirigida a explotar yacimientos y recursos petroleros fuera de la esfera de la OPEP con los que hasta ahora no se contaba, tales como las arenas de Alberta (Canada) y el Mar Caspio.

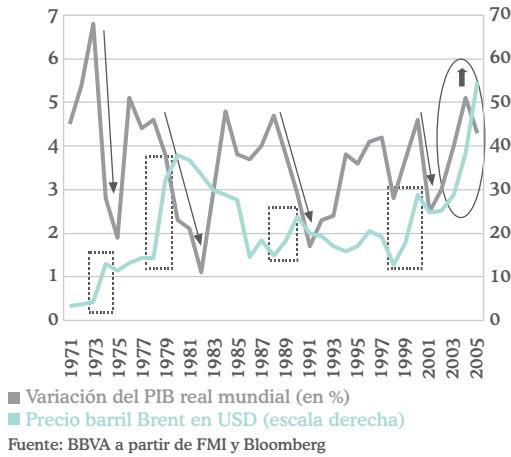
Si asumimos un crecimiento de la demanda mundial de crudo de 2,0% interanual, tenemos que para el 2010, los nuevos barriles asociados a esas inversiones permitirán cubrir el 90% del requerimiento de demanda adicional, sin contar con los que agregue la OPEP, que posee en la actualidad el 80% de las reservas probadas. Estas consideraciones nos obligan a ser cautelosos a la hora de hacer pronósticos de largo plazo y de tomar decisiones en base a ellos, del mismo modo que la incertidumbre geopolítica obliga a serlo respecto a los pronósticos de corto plazo.

Teniendo todo esto en cuenta, nuestra estimación del precio del petróleo a largo plazo apunta a la existencia en la actualidad de un overshooting en el precio del petróleo con respecto a su nivel de largo plazo, el cual debería corregirse en el mediano plazo (de eliminarse los factores de riesgo geopolítico), colocándonos a niveles de precios entre un 28 y un 35 por ciento por debajo de los actuales.

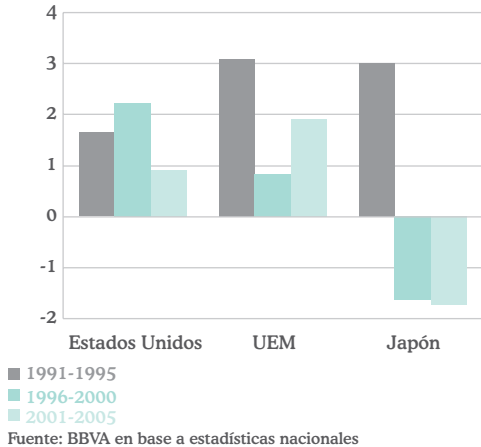
Bajo esta perspectiva, la sostenibilidad de los niveles actuales de oferta importada luce endeble a mediano y largo plazo, lo que hace que la posibilidad de sostener la actual fase de recuperación del consumo dependa de manera vital del crecimiento de la oferta doméstica de bienes y servicios (es decir, del PIB), lo cual pasa por despejar las severas limitaciones que ofrece la capacidad productiva del país mediante una elevación apreciable y sostenida de los niveles de inversión y de productividad en el país.



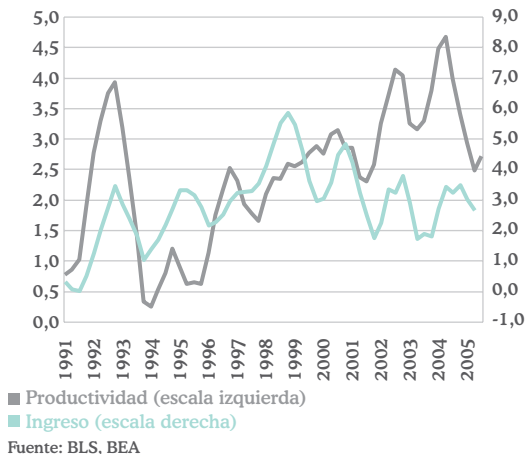
### Crecimiento mundial y precio del petróleo



### Costes laborales unitarios (tasa de crecimiento medio en %)



### Productividad no agrícola e ingreso real disponible en Estados Unidos (tasa media anual en %)



## 1. Entorno Internacional

### Un Mundo Diferente

Una de las características principales de 2005 ha sido el balance positivo en crecimiento económico a pesar del aumento de los precios del petróleo. La coincidencia en el tiempo de ambos factores podría responder a un incremento de la demanda mundial, que se estaría traduciendo en un significativo dinamismo de los flujos de comercio y en un aumento de los precios de las materias primas, principalmente energéticas y metálicas. Por tanto, el choque que estaría teniendo lugar no tendría su origen en el encarecimiento del crudo, sino que estaría derivado de la creciente incorporación al comercio y a la actividad de nuevos países, que suponen casi la mitad de la población mundial.

En la vertiente de la oferta, el aumento relativo de la fuerza de trabajo está provocando un menor crecimiento de los salarios, que compensaría parcialmente el aumento del coste energético y que supone un factor global de contención de las presiones inflacionistas. Esto ha permitido a los Bancos Centrales mantener una elevada liquidez en momentos de alto crecimiento económico, sin que las perspectivas de avance de los precios en el medio plazo hayan repuntado. Sólo en países con fases cíclicas más adelantadas estas expectativas han experimentado un repunte por el temor a la aparición de efectos de segunda ronda derivados del encarecimiento de la energía. A pesar de ello, las tasas de largo plazo se mantienen bajas, reflejo de la credibilidad anti-inflacionista de las autoridades monetarias.

### Continuidad en el crecimiento sólido

En 2006, el dinamismo económico en conjunto será similar al del año precedente, pero con una composición algo diferente. En Estados Unidos esperamos una desaceleración de su crecimiento del 3,2% al 2,8%. Detrás de esta evolución estarían principalmente dos factores. Por un lado, el comportamiento del mercado inmobiliario. Si bien algunos indicadores sugieren que la actividad en este sector permanece fuerte, otro creciente número apunta, tras las sucesivas alzas de tasas de interés, a una moderación en la demanda de vivienda y sugieren que la prevista desaceleración está cerca. Por otro lado, la moderación del dinamismo en el consumo privado. Su evolución vendría condicionada por una menor expansión del ingreso real disponible por la convergencia de la productividad con su tendencia de largo plazo (2-2,5%), una creación de empleo más moderada ante la mayor cautela de las empresas, el enfriamiento del sector inmobiliario (efecto riqueza) y una tasa de ahorro negativa. En este escenario para la demanda interna, y considerando que la inversión productiva podría no compensar la moderación en la inmobiliaria, asistiremos a una menor expansión de las importaciones de bienes, reduciéndose el déficit por cuenta corriente estadounidense en 2006 y 2007. En contraste, prevemos que el déficit fiscal aumentará el primer año por los gastos de reconstrucción de las zonas afectadas por los huracanes.

En la Unión Económica y Monetaria (UEM) las perspectivas han mejorado gracias a un contexto internacional favorable y a una divisa que ha frenado este año su apreciación con el dólar. La confianza ha comenzado a repuntar de forma significativa, especialmente en Alemania, lo que permite esperar una recuperación de la actividad hacia tasas del 2,0% en 2006, tras el avance del 1,3% el año anterior. No obstante, la incertidumbre acerca del crecimiento europeo no se ha disipado por completo.

El sudeste asiático y particularmente China, que acaba de revisar al alza el valor de su producción agregada, seguirán mostrando tasas próximas al promedio elevado de los últimos años. La cuarta economía del mundo mantendrá un dinamismo notable de la inversión, consistente con un modelo de expansión que busca el desarrollo de plataformas exportadoras, mientras que previsiblemente el gasto en consumo de

las familias seguirá mostrando una pauta moderada. Por su parte, Japón podría recoger en 2006 el impacto positivo del crecimiento en la zona, recuperando tasas de avance cercanas a su potencial.

Otras regiones seguirán beneficiándose del choque en términos de intercambio que ha supuesto el encarecimiento de las materias primas que exportan, ya que los precios de estos productos, aunque se moderarán respecto a 2005, seguirán siendo elevados. Es el caso de Oriente Medio, que podrá mantener tasas de crecimiento en el entorno del 5% y que, dado el moderado crecimiento de la inversión en capital físico, podrían registrar el mayor superávit por cuenta corriente entre los países emergentes.

### Ajuste paulatino de las políticas monetarias

En el contexto anterior, en el que el ritmo de crecimiento mundial en 2006 se mantendrá elevado, es previsible que los Bancos Centrales adopten una política menos expansiva. Sin embargo, dado que la prioridad de las autoridades monetarias es el control de las expectativas sobre los precios, y éstas en términos generales se mantienen moderadas, anticipa que el ajuste de las tasas de interés será paulatino, descartando un escenario de fuerte ajuste en las economías.

En Estados Unidos, nuestros modelos indican que la inflación subyacente mantendrá una tendencia moderada al alza durante 2006 (2,5%), derivada de la transmisión retardada de los mayores costes de producción a precios finales. La posición de la economía en el actual ciclo de expansión, con el mercado laboral fortaleciéndose, el notable crecimiento de la productividad y la baja capacidad ociosa imponen riesgos al alza, pero la flexibilidad de los mercados, la elevada competencia, los bajos precios externos, la absorción de mayores costes ante los elevados márgenes y, principalmente, las expectativas de inflación ancladas, acotarán estos aumentos. Bajo estos parámetros, y con una inflación general esperada del 2,8% para 2006, prevemos que la Reserva Federal situará las tasas de interés oficiales en niveles del 4,75% en el primer trimestre de 2006, niveles de mayor neutralidad monetaria en los que podría detener el proceso de subidas iniciado en junio de 2004.

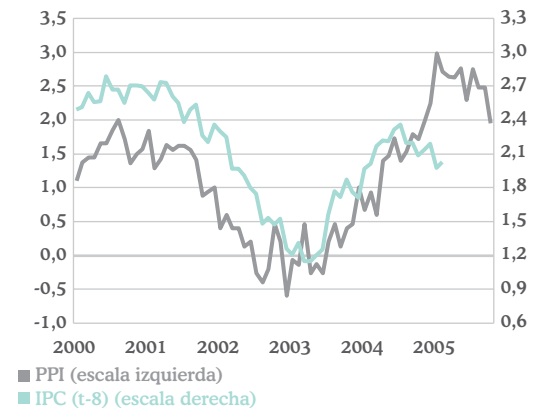
En la UEM, aunque el Banco Central Europeo inició el ciclo alcista de tasas en diciembre de 2005, justificado en el crecimiento monetario y el temor a un deterioro de las expectativas de inflación, no parece probable que se produzcan subidas significativas. Ante las dudas y la incertidumbre acerca del crecimiento futuro de la zona, esperamos que las tasas oficiales se sitúen en el 2,75% al finalizar el año 2006. En Japón, las previsiones no son más agresivas, e incluso la primera subida de tasas podría retrasarse más de lo que descuenta el mercado, que la sitúa a mediados de 2006. El recorrido es limitado, ya que una subida prematura de las tasas de interés podría tener un impacto negativo sobre la salida del proceso deflacionista.

### La globalización y la diversificación financiera apoyan el anclaje de las tasas de largo plazo

El aplanamiento que se observa en las curvas de tasas de interés en un contexto generalizado de políticas monetarias menos expansivas, respondería a la confluencia de dos factores. El primero sería la profundización de los flujos de capital, en cuya expansión de los últimos años destaca el incremento en la operativa en bonos. Detrás de esta evolución estarían la incertidumbre en la economía mundial, el ahorro elevado en Europa y Japón, cuestiones regulatorias que afectan principalmente a la operativa de las compañías de seguros o fondos de pensiones, y el desarrollo del mercado corporativo europeo o el mercado de bonos emergentes en moneda local. El segundo factor sería la diversificación en los flujos de capital, ya que un mayor número de agentes y de países participan activamente en el mercado financiero. Así, la dispersión de los saldos de balanza corriente no sólo no ha disminuido, sino que ha aumentado en los últimos años. El déficit corriente de Estados Unidos está aumentando y entre las eco-

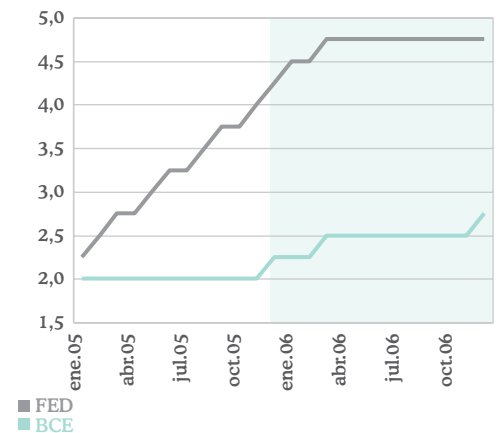
### Precios de producción y de consumo

(subyacente; tasa de variación anual en %)



Fuente: BLS

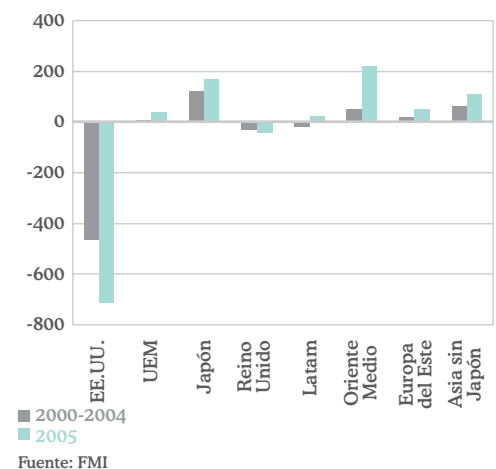
### Estados Unidos y UEM: tipos oficiales y previsiones (en %)



Fuente: BBVA

### Balanza por cuenta corriente por regiones

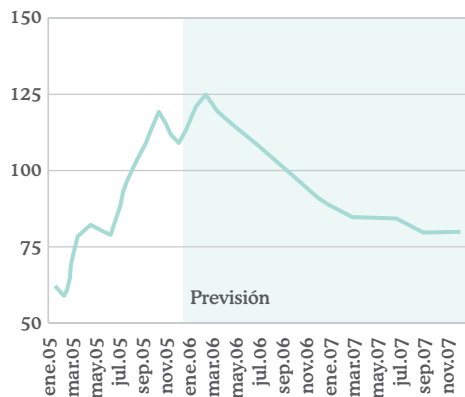
(miles de millones de USD)



Fuente: FMI

## Diferencial del tipo a 10 años Estados Unidos-UEM

(en puntos básicos)



Fuente: BBVA

nomías superavitarias no sólo destacan las del sudeste asiático o Japón, sino también los países exportadores de petróleo.

Esta profundización y diversificación de los flujos de capital podría estar suponiendo, según algunas estimaciones, casi un punto porcentual menos de rentabilidad en el tramo de tasa a 10 años. Dado que no se anticipa una inflexión en ambas tendencias y que tampoco existen elementos para pensar en un aumento de la volatilidad nominal y real de las economías, cabe esperar que las rentabilidades de largo plazo se mantengan en niveles bajos. En particular, la curva de deuda en Estados Unidos podría mantenerse prácticamente plana, con tasas a 10 años que terminarían el año 2006 en niveles del 4,9%, y podrían avanzar hacia el 5,1% en 2007, menos de un punto porcentual por encima de su nivel de diciembre de 2005. En la UEM, la rentabilidad del 10 años podría situarse en el 4,0% y en el 4,3% al finalizar 2006 y 2007, respectivamente. Esto implica que va a seguir habiendo un diferencial positivo entre Estados Unidos y la UEM, aunque algo menor que el actual.

### Escasos desalineamientos y diferenciales de tasas, factores claves en divisas

Aunque en menor medida que en 2005, el diferencial de tasas de interés seguirá siendo un factor de soporte para el dólar, a pesar del elevado déficit por cuenta corriente de la economía estadounidense. Sin embargo, es menos probable que esta divisa encuentre factores adicionales de impulso. En este sentido, cabe destacar que los niveles máximos del dólar vistos a finales de los noventa, estuvieron acompañados, desde el punto de vista de los flujos de capital, de un notable dinamismo de la inversión extranjera directa hacia Estados Unidos, que ahora no se está observando. A pesar de que esta economía mantiene diferenciales positivos de productividad con otras áreas, no se percibe en estos momentos que haya un sector que pueda liderar un proceso de inversión similar al que tuvo lugar a finales de los años noventa, vinculado al comportamiento de la tecnología.

En consecuencia, sin grandes impulsos para los próximos dos años, con un soporte en los diferenciales de tasas, y con riesgos de que vuelva a ponderar el déficit corriente en la cotización de la divisa, el dólar se moverá en un rango con el euro que podría situarse en 1,20-1,25 en 2006 y desviarse un 2-3% al alza en 2007. La evolución del resto de divisas estará vinculada a dos factores. El primero de ellos es el hecho de que no se observan grandes desalineamientos entre las actuales cotizaciones cambiarias y la estimación de los niveles de equilibrio de las divisas. El segundo factor son los diferenciales de rentabilidad. Países con altos niveles de tasas de interés seguirán siendo destinos atractivos para los inversores, frente a aquellos con tasas de interés bajas, provocando presiones apreciadoras sobre las divisas de los primeros. Todo ello en ausencia de elementos que provoquen un aumento de la aversión al riesgo, como pudiera ser un episodio de inestabilidad política en alguna economía emergente, un deterioro de sus perspectivas macroeconómicas o un punto de inflexión en las condiciones de liquidez de los mercados financieros internacionales.

### Riesgos sobre el escenario central

Entre los factores de riesgo globales para 2006 cabe mencionar la desaceleración de alguna de las economías más dinámicas del mundo, especialmente China y Estados Unidos. En el primer caso, su dinamismo actual y la ausencia de señales de claro recalentamiento llevan a asignar una baja probabilidad a un escenario de brusca desaceleración. En el caso estadounidense, los signos de moderación en el sector inmobiliario alertan sobre los riesgos que derivan de un ajuste del precio de los activos, que en caso de producirse podría llevar a una reducción de las tasas de interés en todos los plazos de la curva. Ahora bien, la probabilidad de que se produzca dicho ajuste es limitado, ya que hay factores que podrían compensar el efecto negativo sobre la riqueza de las familias: las condiciones financieras, los niveles de productividad y el comportamiento del mercado laboral.

## ¿Calma Después de la Tormenta en el Mercado Petrolero?

Giovanni di Placido  
giovanni\_diplacido@provincial.com

### Dos períodos diferenciados en 2005

El mercado de petróleo registró en 2005 hasta el mes de septiembre una fuerte alza del 60% en el precio del barril de Brent. Dos factores principales explicaron esta evolución. En primer lugar, la visión de un débil equilibrio entre la oferta, con el temor de que no exista capacidad para contrarrestar la salida de un productor importante, y la demanda, dado el período de alza sostenida de ésta. El segundo elemento fue la temporada de huracanes, que impactó de manera cruenta en el Golfo de México, zona en la que se produce, refina e importa el grueso de crudos y productos Estados Unidos.

#### Evolución del precio del petróleo



El escenario anterior dio paso a una situación de mayor calma, en la que el precio del petróleo registró una caída del 11%, para cerrar el año con un promedio de 54,48 dólares el barril. La gran pregunta ahora es: ¿mantendrá el petróleo esta tendencia o por el contrario volverán a incrementarse los precios?

### Visiones sobre el mercado

Los pesimistas (precios altos) piensan que se mantiene el fuerte crecimiento de la economía mundial y de la demanda. Este comportamiento, dada la baja capacidad adicional de producción disponible y la persistencia de las pérdidas de producción por los huracanes, conjuntamente con un mayor riesgo geopolítico asociado a Oriente Medio, podrían explicar un alza sostenida de los precios.

La Energy Information Administration (EIA) del Gobierno Federal de los Estados Unidos estima un precio medio sobre los 63 dólares el barril y el mantenimiento en términos reales en esos niveles para los próximos años.

Los optimistas (precios bajos) se fundamentan en un menor crecimiento de la economía mundial y de la demanda, que a su vez se resiente del impacto de los altos precios, acompañados por una mayor recuperación de los inventarios, mayor capacidad de crecimiento de la oferta y

menor riesgo geopolítico. Para estos, la corrección de los precios va a ser mucho más rápida de lo esperado y tendríamos precios medios cercanos o inferiores a los 50 dólares por barril.

En el corto plazo, los pesimistas tienen ventaja. El año 2006 ha comenzado con expectativas de conflicto entre Rusia y Ucrania al cumplir el primero con la amenaza de cortar el suministro de gas natural al segundo después de que éste rechazara definitivamente el incremento de precio por parte de Rusia. Gazprom, la empresa pública rusa de gas, empezó a bajar la presión en el gasoducto que transporta el carburante destinado para Ucrania, reduciendo los suministros en unos 120 millones de metros cúbicos al día y afectando al resto de Europa, que recibe el 85% del suministro que atraviesa Ucrania.

Esta situación podría impulsar los precios por el posible impacto sobre la demanda de productos, sobre todo por las menores temperaturas observadas en el continente europeo en el comienzo de año. Más allá de constituir un hecho puntual y de corto plazo, se añade al número de potenciales factores de riesgo de cara al futuro.

El otro elemento es el potencial incremento de riesgo geopolítico en Oriente Medio, asociado a la vuelta de Irán por la apuesta nuclear y las precarias condiciones de salud del Primer Ministro de Israel, Ariel Sharon. Ambos factores podrían tener un impacto negativo sobre la estabilidad de la región.

### ¿Qué esperar en 2006?

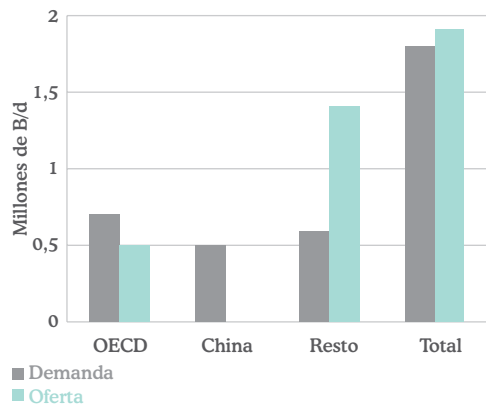
El comportamiento del mercado en 2006 estará a medio camino entre la posición de los optimistas y los pesimistas. Será un año de sólido crecimiento de la economía mundial, con un incremento medio de la demanda de petróleo del 1,8% superior al registrado en 2005, pero con una mejora similar o ligeramente superior por el lado de la oferta.

Profundizando por el lado de la oferta, nos encontramos que a los niveles actuales de precios la reacción de los países productores no es insensible. A un precio estable de 60 dólares reales incorpora una expansión de la oferta de los países no miembros de la OPEP del 40% en los próximos cinco años, al activarse y hacerse viable desde el punto de vista económico el 85% de las reservas de estos países.

Por el contrario, en un escenario de 40 dólares reales el 55% de estas reservas no se desarrollan, y en uno de 20 dólares el 70%. En este ciclo de precios, los países no miembros de la OPEP volverán a jugar un papel central en el crecimiento de la oferta.

De hecho, la OPEP ha anunciado que de cara al segundo trimestre del año es necesario un recorte en la producción de al menos un millón de barriles, ya que estarían en un año de acumulación de inventarios y comienza a evidenciarse una mayor fortaleza por el lado de la oferta.

### Incremento de la oferta y la demanda en 2006

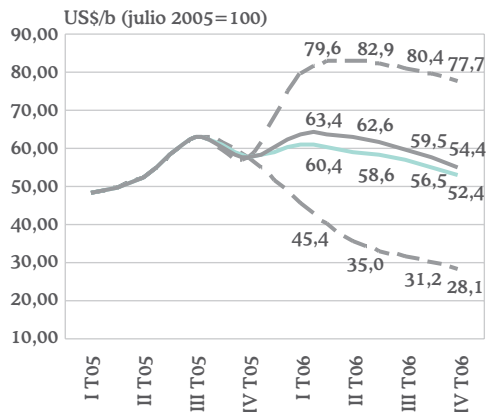


Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

El seguimiento del comportamiento y reacción de la OPEP será clave, aunque ésta se encuentra atrapada en el dilema de saber si niveles sostenidos de precios de 60 dólares reales por barril podrían implicar una pérdida de participación en el medio plazo, similar a la ocurrida con la expansión generada en el Mar del Norte. De esta manera, es probable favorezca como precio objetivo de medio plazo una referencia algo más cerca de 40-45 dólares que de los niveles actuales.

### Escenarios de precio del petróleo (dólares por barril)

Base: 70 % de Probabilidad



Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

Una revisión más detallada por el lado de la demanda apunta a que, a pesar de contar con una baja elasticidad, la mejora de la eficiencia está permitiendo absorber los mayores requerimientos asociados al crecimiento y mejora del nivel de vida de países emergentes, sin crecimiento explosivos de la demanda pero sí sostenidos.

Dado que, por un lado, una mayor fortaleza de fundamentos de mercado que los contemplados por parte de los pesimistas, y, por otro, un mayor riesgo geopolítico que el contemplado por los optimistas, el escenario para 2006 es un intermedio entre ambas posturas, que se reflejaría en un precio medio de 54,6 dólares para el Brent, similar al registrado en 2005.

### Irán principal factor de Riesgo

Los cambios estructurales, que vendrían a acompañar una visión más bien optimista, se enfrenta en el corto plazo con los elementos geopolíticos que efectivamente se están acentuando en el comienzo de año.

Superada la crisis del gas Ruso el mercado petrolero comienza a moverse por el recrudecimiento de la tensión entre Irán y Occidente por el tema del enriquecimiento del Uranio, ante lo cual EEUU y los países de la triada europea (Francia, Reino Unido y Alemania) decidieron elevar el caso a la consideración del Consejo de Seguridad de la ONU que será ahora el órgano encargado de establecer las condiciones y ultimátum a Irán para que revierta su proceso.

Esto activa el único factor que anticipábamos ya desde mediados del año pasado era el detonante del escenario de riesgo. En el corto plazo ya este factor está incorporando entre 2 y 4 dólares de prima y será un factor que dependerá de la evolución de los esfuerzos diplomáticos para subsanar el tema.

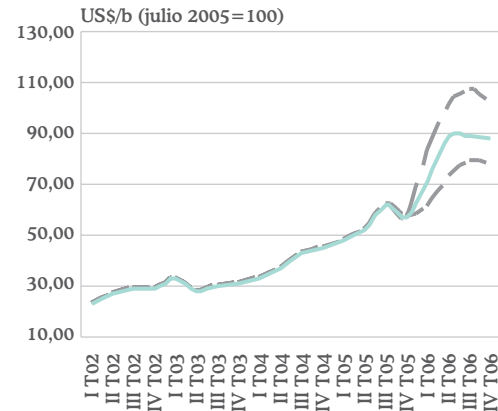
La posición del Departamento de Estado de EEUU es que las reservas de Uranio de Irán son muy pequeñas para fines energéticos y tiene poco sentido ya que solo atacar el tema de las pérdidas de gas asociado a los pozos garantizaría más del triple de energía equivalentes que los que se generaría con la energía nuclear, pero en ese mismo sentido afirman que para fines bélicos tienen más que suficiente reservas de Uranio.

Una decisión de la ONU de establecerles sanciones sería más a las inversiones extranjeras en Irán que a un embargo petrolero dado los impactos que esto tendría al salir del mercado unos 3,9 millones de barriles diarios, sin embargo dadas las condiciones del mercado, con excedentes por parte de la OPEP de 2 millones de barriles diarios, este podría forzar frenando sus exportaciones.

De radicalizarse las posiciones podríamos estar viendo un salto a niveles de 70 dólares en el precio del Brent, que de consolidarse para el resto del año, se tendría una media esperada del Brent de 88,7 dólares el barril que representaría un alza del 62% con respecto al escenario base.

### Escenarios de precio del petróleo (dólares por barril)

Base: 70 % de Probabilidad



Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial



## ¿A las Puertas de una Crisis Energética?

Sergio Guerra  
sergio\_guerra@provincial.com

Varios elementos parecen justificar la inquietud planteada en el epígrafe de este artículo: por un lado, se experimentan elevados niveles de precios en las distintas cestas petroleras<sup>1</sup>, por otro, se percibe una clara declinación y maduración de algunos reservorios importantes para la oferta No-OPEP (Ej. Mar del Norte en Noruega).

Como primera reflexión ante inquietudes como ésta, es conveniente recordar el papel que jugó la entrada de la producción de la región del Mar del Norte en la drástica caída de precios ocurrida entre los años 1985-1987. La producción Noruega se incrementaba a razón de 1 millón de barriles de crudo cada 5 años durante el periodo 1985-1995 y su aparición se presume debilitó el poder de mercado de la OPEP como organización.

A pesar de que hoy en día el reservorio noruego ha alcanzado niveles tope en su producción, todavía disponemos de nuevos e importantes yacimientos a nivel mundial así como de una mejor tecnología para poder accederlos. Tal como lo señalara Claude Mandil, director ejecutivo de la IEA en la conferencia "Oil and Gas Technologies for the Energy Markets of the Future", un incremento en la capacidad de recuperación de 5% en todos los pozos a nivel mundial, permitiría acceder a un nivel de reservas superior a las existentes en Arabia Saudita.

Adicionalmente sabemos según diversos análisis<sup>2</sup>, que las reservas mundiales probadas de petróleo se encuentran hoy en día en un rango entre los 105.069 y 127.770 millones de barriles. Aún si esta cifra permaneciera estática en el tiempo y la demanda mundial de crudo creciera a un ritmo entre 1,5% y 4% anual, el mundo todavía dispondría entre 20 y 25 años de petróleo como fuente de energía.

Canadá, Angola, el Mar Caspio y Rusia comparten como característica común el hecho de ser países<sup>3</sup> productores de petróleo no pertenecientes a la OPEP. Con la excepción de México, todos han sido señalados en diversas publicaciones y reportes como aquellos que en el mediano y corto plazo podrían dar un aporte significativo a la producción mundial de crudo distinta a la del cartel, y en ese sentido, su ubicación geográfica diversa constituye una característica favorable adicional. Es útil destacar algunos aspectos que contribuyen a dimensionar con más profundidad lo antes expuesto.

**Canadá:** Es el séptimo productor mundial de petróleo y principal socio comercial de EE.UU. Su producción tradicional situada en la Cuenca Sedimentaria Occidental (Western Sedimentary Basin, WSB) y compuesta principalmente por crudos livianos y medianos se encuentra en fase de maduración, sin embargo, recientemente y de acuerdo con *Oil &*

*Gas Journal*, se le ha atribuido a Canadá la posesión del nivel de reservas probadas de petróleo más grande después de Arabia Saudita (178,8 billones de barriles). Estas reservas se encuentran principalmente en la región de Alberta, y están constituidas por crudos extra pesados y bitumen. Las inversiones en el área que se estiman para el final de la década, de acuerdo con el propio gobierno de Alberta, ascienden hasta los US\$ 58.000 millones, y su producción se espera que compense y supere la caída en la producción tradicional.

**Mar Caspio:** Ubicado entre cinco países culturalmente distintos (Rusia, Kazajistán, Turkmenistán, Azerbaijón e Irán), expuesta a problemas fronterizos y a la falta de una adecuada infraestructura de exportación, esta región alberga uno de los mayores y más importantes reservorios de petróleo a nivel mundial.

Con un nivel de reservas probadas entre 17.000 y 44.000 millones de barriles de petróleo de ligera y mediana viscosidad, el Mar Caspio cuenta con una producción actual entre 1,5 y 1,7 millones de b/d, la cual se espera alcance niveles entre los 2,4 y los 5,9 millones de b/d y para el año 2010.

La región norte del Mar Caspio (Kazajistán, Azerbaijón y Rusia) cuenta con el desarrollo más importante dentro de la zona y posee alrededor del 90% de las reservas existentes. La región sur (Irán y Turkmenistán) ha tenido un desarrollo notablemente inferior al promedio de la zona.

**Tabla 1. Principales proyectos dentro de la región del Mar Caspio**

País	Proyecto (Inversionista ppal.)	Reservas probadas (millardos de barriles)	Producción 2004 ('000 b/d)	Pronóstico de producción
Kazajistán	Kurmangazy (Rosneft/Gazprom)	7,33	—	600 mil b/d (2015)
	Tengiz (Chevron/Texaco et al.)	6-9	274	700 mil b/d (2010)
	Karachaganak (BP, Agip, et al.)	2,4	210	500 mil b/d (2010)
Azerbaijón	ACG (BP et al)	5,4	132	1 millón b/d (2008-2009)

Fuente: EIA

**Brasil:** Produce en la actualidad 1,6 millones b/d de crudo (promedio semestral 2005) y posee la segunda reserva petrolera más grande de Sur América con 10.600 millones de barriles (compuesta principalmente por crudos pesados situados en su mayoría aguas afuera).

Cifras de Petrobras, compañía estatal petrolera, señalan que esta producción procede en un 80,6% (2004) de la cuenca Campos, ubicada en las costas de Río de Janeiro. Los nuevos proyectos importantes para esta cuenca (con Petrobras como accionista principal) son: *Marlim Sul* con una producción promedio (2004) de 179 mil b/d y un potencial de 390 mil b/d que se espera alcanzar en el año 2013 y

<sup>1</sup> Realizando la comparación con los niveles de precio observados en el periodo 1998-2002.

<sup>2</sup> BP Statistical Review, Oil & Gas Journal, World Oil.

<sup>3</sup> Si bien el Mar Caspio no es un país, aquellos que lo rodean comparten las características que señalamos (con la excepción de IRÁN, cuya participación para el desarrollo de la región ha estado rezagada en comparación con países como Kazajistán o Azerbaijón).

*Barracuda y Caratinga* cuya producción comenzará de acuerdo con Petrobras a finales del presente año y que cuentan con una producción potencial de 138 mil b/d cada uno.

El plan de negocios de Petrobras para el 2006-2010 contempla una inversión total de US\$ 56.000 millones para cumplir su meta de autoabastecimiento, para lo cual estiman aumentar su producción de petróleo y equivalentes (nacional e internacional) de 2,020 MM b/d a 3,405 MM b/d, de los cuales internamente se espera pasar de 1,758 MM b/d a 2,860 MM b/d.

**Angola:** Es el segundo productor de petróleo más importante de la región Africana, su producción petrolera promedio para el año 2004 superó el millón de barriles diarios y ha crecido desde 1997 a una tasa promedio anual de 6,4%. Sonangol (empresa estatal petrolera) y la EIA estiman que para el año 2008 el país pueda alcanzar una producción por encima de los 2 millones de b/d.

De acuerdo con *Oil & Gas Journal* Angola posee reservas probadas de 5.400 millones de barriles compuestas principalmente por crudos livianos y de mediana viscosidad. El país cuenta con 34 bloques o áreas de exploración y producción, de las cuales 18 se encuentran en fase productiva. Los bloques más importantes (0, 14, 15, 31) se ubican en la región noreste de Angola, en la localidad de Cabinda, que limita con el Congo, allí se concentra la mayor cantidad de reservas del país y se genera el 60% de la producción petrolera nacional.

### Agregando los resultados

Utilizando las proyecciones de producción para el final de la década de los países inicialmente mencionados, podemos dar una aproximación sobre el impacto que puede tener el desarrollo de los nuevos proyectos de exploración y producción sobre el equilibrio del mercado petrolero internacional.

Las estimaciones de producción para el 2010 fueron obtenidas de la EIA en su reporte *International Energy Outlook 2005* bajo el precio de referencia base, así como de otros organismos internacionales como La Asociación Canadiense de Productores de Petróleo, Petrobras, y Sonangol. Estas se encuentran resumidas en la Tabla 2.

**Tabla 2. Estimaciones de producción**

País	Producción		Nuevos barriles al mercado
	2005	2010	
Canadá	2536	3195	659
Brasil	1600	2860	1260
Mar Caspio	1600	4164	2564
Angola (*)	1148	2000	852
Rusia	8921	10300	1379
México	3371	4300	929
Total (miles b/d)	19176	26819	7643
Total (millones b/d)	19,18	26,82	7,64

\*La estimación para Angola corresponde al año 2008

Fuente: EIA, Sonangol, Petrobras, CAPP

A priori debemos establecer un rango donde podamos ubicar el crecimiento mundial de la demanda de petróleo tal como se muestra en la Tabla 3. Este rango fue ubicado entre el 1,5% y 4% anual, el cual recoge en su mayoría, el comportamiento tradicional que ha experimentado la demanda mundial de petróleo desde la década del 70'.

**Tabla 3. Impacto de nuevos desarrollos sobre la demanda mundial**

Crecimiento interanual de la demanda mundial de petróleo (*)	Crecimiento interanual de la demanda mundial de petróleo (*)					
	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
Demanda estimada 2010 (millones de b/d)	90,71	92,96	95,26	97,61	100,00	102,44
Incremento de la demanda 2005-2010 (millones b/d)	6,51	8,76	11,06	13,41	15,80	18,24
Nuevos barriles como % del incremento de la demanda	117,5	87,2	69,1	57,0	48,4	41,9

(\*) La IEA pronostica un crecimiento del 1,5% anual.

Fuente: EIA, Sonangol, Petrobras, CAPP y cálculos propios.

Es importante destacar que el escenario de crecimiento de la demanda mundial petrolera que maneja la IEA estima incrementos anuales del 1,5% hasta el año 2030, lo cual, en términos de nuevos barriles demandados por el mercado, se traduce en unos 6,5 millones. En otro escenario donde el crecimiento de la demanda se sitúe alrededor del 4%, el mercado deberá ser capaz de incrementar su producción en 18,24 millones de nuevos barriles.

A la luz de las inversiones y nuevos proyectos de los países No-OPEP que inicialmente mencionamos, estos incrementos podrán ser cubiertos en un 117,5% y un 41,9% respectivamente, lo cual nos permite tener una apreciación inicial sobre la importancia tanto relativa como absoluta de estos nuevos desarrollos a la hora de evaluar posibles tensiones en el mercado petrolero al menos en el corto y mediano plazo.

## 2. Entorno Macroeconómico

### Consumo: el gran logro. Inversión: el gran reto

#### Fuerte expansión de la economía

De acuerdo a cifras preliminares del Banco Central de Venezuela (1), en 2005 la actividad económica del país, medida por el Producto Interno Bruto (PIB), se expandió en 9,4% respecto al año previo, apalancada básicamente en el crecimiento del sector no petrolero, el cual experimentó un crecimiento de 10,3%, explicando así 7,7 puntos porcentuales (pp) del citado 9,4; mientras que el sector petrolero se expandió en 1,2%, con lo cual su aporte al crecimiento de la economía en su conjunto resultó de tan sólo 0,2 pp (2).

El crecimiento sector no petrolero se extendió a todos sus sub-sectores (exceptuando la actividad de minería que se contrae en 1,7%), siendo los sub-sectores con crecimientos más notables los siguientes: instituciones financieras y seguros (27,2%), construcción (20,1%), comercio y servicios de reparación (19,9%), comunicaciones (15,9%), transporte y almacenamiento (13,9%), mientras que la actividad manufacturera experimentó un crecimiento de 8,7%. De estos sectores, los que hicieron un mayor aporte al crecimiento global de la economía fueron: comercio y servicios de reparación que explica 1,7 pp de la citada cifra de 9,4, manufactura que aportó 1,5 pp de la misma cifra, construcción que aportó 1 pp, servicios del gobierno general que aportó 0,8 pp y servicios inmobiliarios que aportó 0,7 pp.

Resulta destacable el creciente protagonismo que está ganando la producción de bienes “no transables” (esencialmente comercio y servicios) en el crecimiento de la economía: del crecimiento de 17,9% que experimentó la economía en su conjunto en 2004, 7,2 puntos, es decir 51,7%, se debió a la expansión del sector productor de bienes no transables, pero en 2005 este peso se incrementó hasta 69,7% (dado que la expansión de la producción de no transables explica 4,9 puntos de la tasa de crecimiento de 9,4% experimentada en 2005). Este protagonismo es sin duda producto del anclaje del tipo de cambio y la flexibilidad cambiaria, que en conjunto configuran un escenario de gran fortaleza del poder de compra externo del bolívar.

#### Alta volatilidad del patrón trimestral de crecimiento

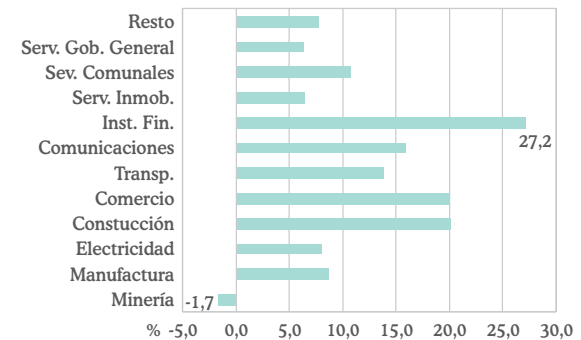
En una perspectiva trimestral, una vez extraídos los factores estacionales de las series, las cifras preliminares revelan que en el último trimestre de 2005 la economía creció en 1,9% respecto al trimestre inmediato anterior, comportamiento que se debió esencialmente a la expansión de 2,2% experimentada por la actividad no petrolera, ya que en el mismo período la actividad petrolera experimentó una contracción (-2,5%). De las doce actividades o sub-sectores que conforman el sector no petrolero del país, solo la mitad mostraron crecimiento en el trimestre respecto al trimestre inmediato anterior, ellas son: servicios comunitarios, sociales y personales (17,5%), comercio y servicios de reparación (7,3%), transporte y almacenamiento (6,2%), instituciones financieras y seguros (1,8%), construcción y servicios inmobiliarios con 1,1%. Las actividades de minería y comunicaciones se contrajeron en 1,0% y 4,1%, respectivamente, mientras que, el resto de las actividades presentaron niveles similares a los exhibidos durante el trimestre anterior.

El crecimiento entre trimestres consecutivos o crecimiento inter-trimestral del PIB desestacionalizado revela una gran volatilidad de la actual fase de crecimiento: si bien en promedio la economía ha venido creciendo a una tasa inter-trimestral superior a 1% desde el segundo trimestre de 2003, las tasas han variado mucho de un trimestre a otro de un modo difícil de explicar y prever, pero que parece estar parcialmente

<sup>1</sup> Mensaje de Fin de Año del Presidente del Banco Central de Venezuela, diciembre 2005.

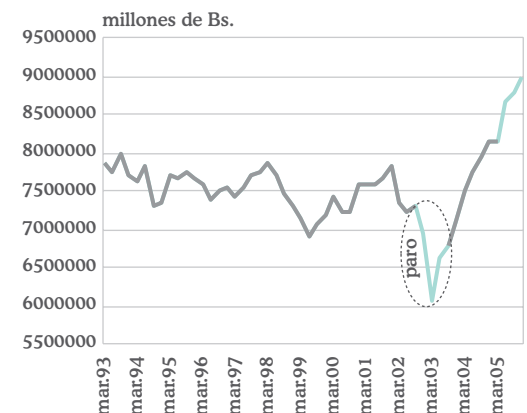
<sup>2</sup> Los faltantes 1,5 pp de la tasa de crecimiento global de 9,4, se deben al crecimiento de los impuestos netos.

#### Tasa de crecimiento de las actividades no petroleras en 2005



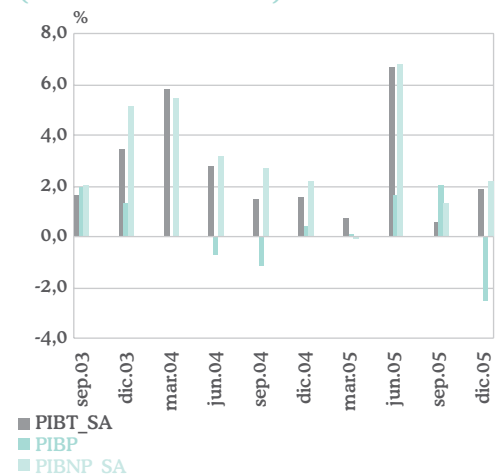
Fuente: BCV y cálculos propios

#### PIB no petrolero trimestral desestacionalizado



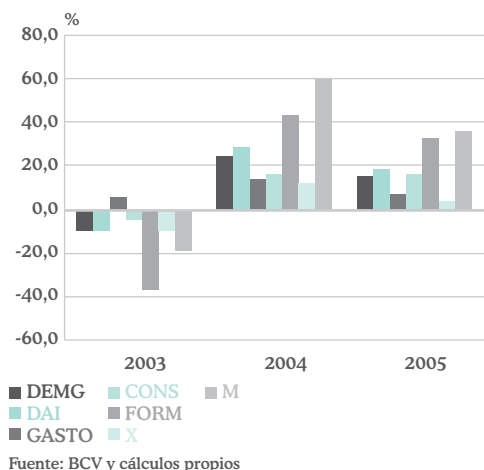
Fuente: BCV y cálculos propios

#### Tasa de Crecimiento Trimestral del PIB (desestacionalizado)

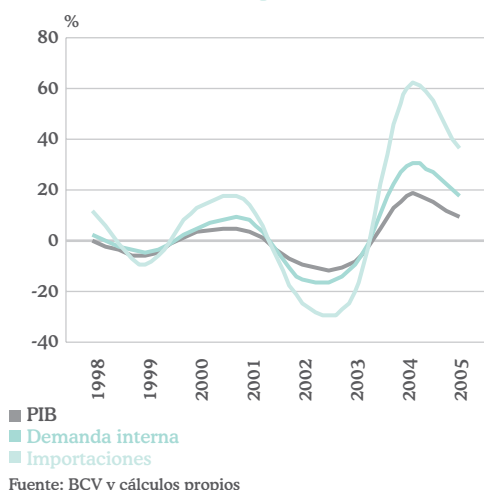


Fuente: BCV y cálculos propios

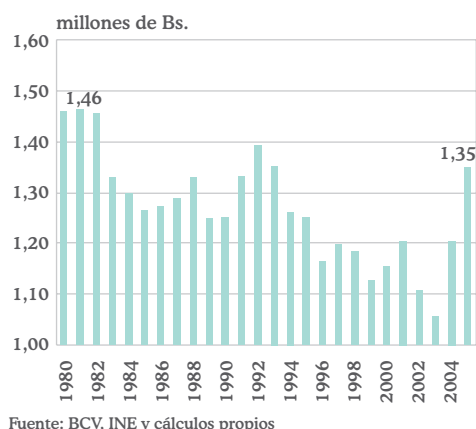
### Tasa de Variación de la Demanda Global



### Rol de la Oferta Importada



### Consumo por Habitante



asociado a las fluctuaciones de los niveles ejecutados de gasto público. A partir del segundo trimestre de 2004, el ritmo de crecimiento intertrimestral inició una prolongada fase de desaceleración, que alcanzó su momento culminante en el primer trimestre de 2005, durante el cual la economía creció tan sólo en 0,7%; pero el siguiente trimestre, el segundo de 2005, el crecimiento económico experimentó una abrupta aceleración alcanzando un nivel record de 6,7%, para reducirse en el trimestre siguiente nuevamente a niveles inferiores al 1% (específicamente un 0,6%), y finalmente acelerarse un poco en el último trimestre de 2005, cuando alcanzó un 1,9%.

### Demanda agregada motoriza el crecimiento

La gran expansión de la actividad no petrolera en 2004 y 2005 ha extraído su impulso esencial de la fuerte expansión experimentada por el gasto público en el período catapultando la demanda agregada interna. Esta última, luego de la contracción de 10,0% experimentada en 2003, experimentó crecimientos de 28,9% en el año 2004 y 18,0% en el 2005, que abarcaron tanto a su componente de consumo como de inversión.

En el año 2004 el consumo total creció en 16,0%, mientras que la formación bruta de capital fijo lo hizo en 43,0%, tendencia ascendente que se mantuvo en el 2005, cuando el consumo creció en 14,4% y la formación bruta de capital fijo lo hizo en 33,2%.

Dentro del consumo total el sector que presenta mayor crecimiento en ambos años es el privado, con crecimientos de 16,6% en el 2004 y 16,3% en el 2005, superiores a los crecimientos de 13,9% en 2004 y 7,3% en el 2005 del sector público.

Las cifras hacen evidente que el crecimiento de la demanda agregada ha superado con creces el de la producción doméstica (PIB). El creciente exceso de demanda, aunado a la fluidez de la asignación de divisas y a la sobrevaluación del bolívar, explica la fuerte expansión de la oferta de bienes importados, que creció en 60% en 2004 y en 36% en 2005.

No obstante, el fuerte crecimiento de las importaciones en 2005 no se ha reducido al necesario para suplir el exceso de demanda, sino que ha servido para una acumulación record de inventarios, en anticipación de la ampliación del exceso de demanda en 2006 dada la fuerte expansión prevista y de la igualmente previsible desaceleración del ritmo de crecimiento de la producción doméstica (las previsiones oficiales estiman que el PIB crecerá en 5% en 2006). En particular destaca el hecho de que la acumulación de existencias expresada como proporción del PIB, se elevó durante 2004 y 2005 en niveles no alcanzados desde 1978, específicamente 6,3% y 6,5% respectivamente.

### Mayor consumo por habitante en más de una década

El crecimiento experimentado por el consumo durante estos dos últimos años, ha producido una mejora apreciable del nivel de vida del venezolano medio. La expansión que experimentó en 2004 fue suficiente para que el consumo por habitante recuperara el terreno perdido durante el período recesivo 2002-2003, alcanzando 1,2 millones de bolívares (a valor constante de 1997), nivel similar al del año 2001. Pero la expansión adicional experimentada en 2005, colocó el nivel de consumo por habitante a un nivel que no se había alcanzado en más de una década (específicamente desde 1993), 1,35 millones de bolívares (a valor constante de 1997).

Estimaciones del Instituto Nacional de Estadística apuntan a una importante reducción de los niveles de pobreza extrema durante 2005, lo que revela un gran peso de la recuperación del consumo de las familias de menores ingresos en esta histórica expansión del consumo por habitante, reflejando asimismo la fuerte orientación del gasto público hacia estas familias (a través de los programas sociales o "misiones").

## Inversión será la clave de la sostenibilidad del crecimiento

En coincidencia con lo que ha venido sosteniendo repetidamente el Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial, tanto el Ministro de Planificación y Desarrollo como el Presidente del Banco Central de Venezuela han advertido que la posibilidad de lograr mantener altas tasas de crecimiento económico durante los próximos años exige un apreciable crecimiento adicional del nivel de inversión, especialmente en su componente privado.

En particular, en su mensaje de fin de año, el presidente del BCV revelaba estimaciones del ente oficial que ubican el nivel de utilización de la capacidad productiva instalada de las empresas venezolanas en su conjunto cerca de un 90%, lo cual da muy poco margen adicional de crecimiento a la producción nacional (3).

En este contexto, a la luz de los datos históricos, luce evidente que a pesar del fuerte crecimiento de la inversión en los dos últimos años, aún su nivel resulta insuficiente para garantizar la sostenibilidad en el mediano y largo plazo de la actual fase de expansión. De acuerdo a las cifras preliminares del BCV, la inversión en 2005 logró elevarse a un nivel de 23,8% del PIB, cifra que se ubica por arriba del 19,5% alcanzado en 2004, pero que sigue resultando inferior al nivel promedio de inversión para el período 1978-2003 que fue 28,9% (y que apenas logra soportar un crecimiento promedio en el período de 0,7% anual, menos de un tercio del ritmo de crecimiento de la población venezolana). Así mismo, el nivel alcanzado por la inversión en 2005 es similar al nivel promedio del período 1998-2004 (23,4%), período durante el cual el PIB experimentó una contracción anual promedio de 2,5%.

## Caída record de la desocupación

Las cifras publicadas por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) revelan que al cierre de 2005 la tasa de desocupación se ubicó en 8,9%, su nivel más bajo desde de enero de 1999 (3), fecha desde la cual se había mantenido por encima de los dos dígitos. Dicha tasa es inferior en 2,0 pp respecto a noviembre (en 1,7 pp si se excluye el elemento estacional), manteniéndose ese diferencial con respecto al cierre de 2004.

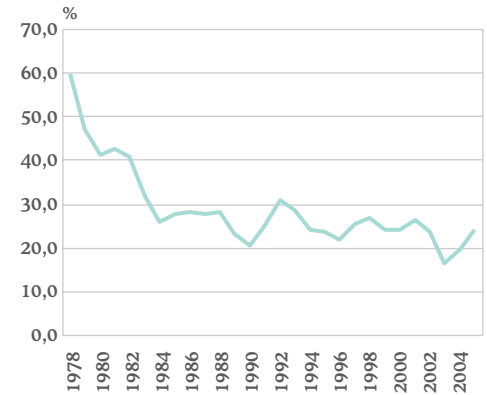
Esta apreciable reducción de la tasa desocupación durante el año, es el reflejo de la caída del número de desocupados en 266.496 personas entre diciembre de 2004 y diciembre de 2005. Es de destacar, no obstante, que dicha reducción no puede explicarse en su totalidad como el resultado de la generación de nuevos empleos, ya que el número de ocupados se incrementó en 37.908 personas durante el período en consideración. La diferencia entre la reducción del número de desocupados y el incremento del número de ocupados, corresponde a una caída apreciable de la población activa en el período (228.588 personas), es decir a un desplazamiento de personas desocupadas a la población inactiva.

En definitiva, la reducción de la tasa de desocupación durante el año es el resultado combinado de un incremento del empleo y de un apreciable desplazamiento de personas desocupadas a la población inactiva. De no haber ocurrido este desplazamiento la tasa de desocupación se habría ubicado en torno a 11% al cierre de 2005(4).

Todo parece indicar que este desplazamiento está fuertemente asociado a los incentivos creados por el gran impulso que cobraron los programas sociales gubernamentales ("misiones") durante 2005.

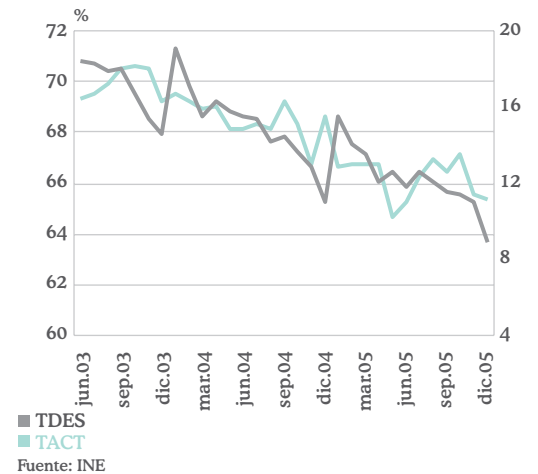
<sup>3</sup> Esta cifra es coherente con nuestras estimaciones del producto potencial no petrolero (discutidas en números previos de esta publicación), las cuales lo colocan ya por debajo del nivel actual del PIB no petrolero efectivo, haciendo inevitable concluir que la actual fase de crecimiento sólo podrá prolongarse en el tiempo si se logra una aceleración del ritmo de crecimiento del producto potencial.

## Ratio Inversión-PIB



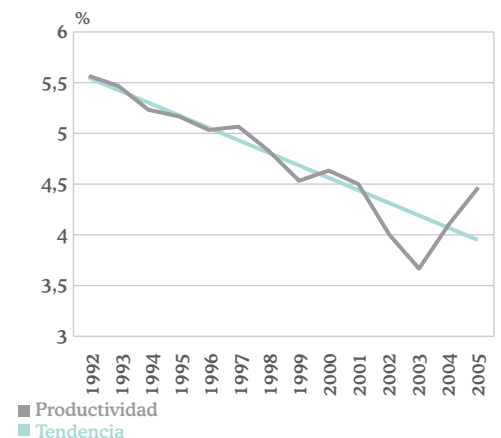
Fuente: BCV y Cálculos propios

## Tasas de Desocupación y Actividad



Fuente: INE

## Productividad Media por Trabajador



Fuente: BCV y Cálculos propios

## Actividad Productiva en 2006

	Escenario A	Escenario B	Escenario C	Escenario D
Var. % PIB	0,0-0,1	1,0-4,0	4,0-7,0	7,0-9,0
Var. % PIBNP	-0,50-0,75	0,75-4,50	4,50-8,25	8,25-10,75
Var. % PIBP	2,0	2,0	2,0	2,0
Probabilidad, %	6	39	51	4

PIBNP = PIB no petrolero, PIBP = PIB petrolero  
Fuente: BCV y cálculos propios

## Sorpresivo incremento de la productividad laboral

El crecimiento experimentado por la ocupación durante 2005, representa un incremento de 0,34% respecto al cierre del año 2004, lo que contrasta con el incremento de 9,4% experimentado por el PIB.

Si se descartan errores de estimación de una u otra variable, este contraste se traduce en un incremento de 9% en la productividad por trabajador ocupado en 2005 con respecto a 2004, con lo cual la economía venezolana recupera el nivel que mostraba esta variable en 2001, y logra, al menos momentáneamente, desviarse de la tendencia secular descendente que ha caracterizado a la productividad laboral venezolana por décadas.

Pueden identificarse al menos dos posibles elementos ("shocks de oferta") que pueden haber jugado un papel importante en la determinación de esta favorable evolución de la productividad: la expansión de la disponibilidad de insumos productivos importados (en virtud de la estabilidad de la tasa de cambio y la fluidez en el proceso de asignación de divisas) y la mayor estabilidad política y social (especialmente la mayor paz laboral).

Este notable incremento de la productividad ha resultado de gran importancia en la consecución de la alta tasa de crecimiento del PIB que ha logrado alcanzarse en el año 2005 a pesar de los altos niveles de utilización de la capacidad productiva del país (estimamos que su impacto explica aproximadamente 4 puntos porcentuales del crecimiento ocurrido en 2005).

## Previsiones para el 2006

En virtud de lo establecido en la Ley de Presupuesto Público para 2006, y dado el contexto creado por las elecciones presidenciales a realizarse en diciembre, se espera que se mantenga el signo expansivo que caracterizó a la política fiscal en 2005, el cual continuará impulsando el aumento de los distintos componentes de la demanda agregada interna, en particular, del consumo público, el consumo privado y la inversión total.

Sin embargo, esta expansión de la demanda agregada encontrará una respuesta más limitada de la actividad productiva que en los años previos, dado los escasos niveles de capacidad productiva instalada disponible por parte de las empresas venezolanas. Esto nos hace esperar, coincidiendo con la apreciación de las autoridades gubernamentales, una desaceleración del ritmo de crecimiento en 2006 (ver posibles escenarios en cuadro adjunto).

Es igualmente previsible que el crecimiento de la actividad productiva se concentre una vez más en el sector no petrolero, con una incidencia del sub-sector de bienes y servicios no transables superior a la de 2005 dado la mayor apreciación real que experimentará el bolívar.

Bajo estas perspectivas, luce inevitable la ampliación de la brecha entre el crecimiento de la demanda agregada y la expansión de la producción doméstica, lo que aunado al mantenimiento sin alteraciones de la tasa de cambio Bs/US\$, contribuirá a sostener en 2006 la tendencia expansiva seguida por las importaciones en 2004 y 2005.

Adicionalmente, es probable que se mantenga la senda ascendente de la productividad laboral, al menos en la medida que se considere a la apreciación real del bolívar (y la consecuente expansión de la disponibilidad de insumos importados) un shock de oferta clave en la evolución de dicha variable.

<sup>4</sup> Esta tasa se estima asumiendo una reducción del número de desocupados entre diciembre 2004 y diciembre 2005 idéntica al incremento de los ocupados, y agregando la diferencia con respecto a la reducción efectiva de los desocupados a la población activa.

## Holgura Externa

El control impuesto a la salida de divisas desde hace dos años en conjunción con un escenario ascendente de precios del petróleo ha determinado un balance positivo en el flujo de divisas resultantes de las transacciones económicas registradas con el resto del mundo durante 2005 y previsiblemente también durante 2006.

Los altos precios exhibidos por el crudo venezolano en los últimos dos años han permitido que los ingresos por exportaciones petroleras hayan registrado un impulso importante y creciente a lo largo de 2004 y lo que va de 2005 compensando inclusive el significativo incremento mostrado por las importaciones.

Los ingresos por exportaciones petroleras en el 2005 alcanzaron USD 48.339 millones, registrando una variación de 51% en relación al período 2004. La evolución del precio de la cesta petrolera venezolana durante este período fue significativamente ascendente y constituyó el factor determinante en los ingresos por este concepto ya que el volumen de producción de petróleo se mantuvo prácticamente constante (de acuerdo a la OPEP, en torno a 2,6 millones de barriles diarios). Así el precio promedio de la cesta petrolera registró un ascenso de USD 12,8 para ubicarse en 2005 en USD/b 45,39.

La evolución ascendente de los ingresos petroleros aunado a la creciente apreciación real del bolívar, el mayor nivel de actividad económica y la gestión fluida de la Comisión Administradora de Divisas (CADIVI)<sup>1</sup>, propiciaron un repunte de las importaciones totales de bienes y, en particular, de las no petroleras. El acumulado del año de estas importaciones alcanza a USD 25.174 millones, registrando un incremento de 45% en relación al 2004. El promedio de divisas que salen del país trimestralmente por este concepto se ubicó en el 2005 en USD 8.553 millones, superior en 46% al registrado en el 2004 y representando el 45% de los ingresos por exportaciones petroleras, es decir, casi el 50% de las divisas que ingresan al país salieron por concepto de compras de bienes, en particular, de bienes de capital e insumos.

El comportamiento descrito ha dado como resultado una cuenta corriente superavitaria en el 2005 con un saldo de USD 24.436 millones, equivalente al 81% de las Reservas Internacionales al cierre del año y a 17,7% del PIB, el nivel más alto registrado en los últimos 15 años<sup>2</sup>.

Por su parte, el movimiento de la cuenta capital y financiera, restringido solo a las transacciones financieras, ha mostrado que su evolución obedece básicamente a la cuenta **Otras Inversiones**, en las cuales se registran los activos y pasivos del sector público y privado. La constitución del Fondo de Desarrollo Económico (FONDEN) con recursos provenientes de las Reservas Internacionales (USD 6.000 millones) y la liquidación de bonos públicos denominados en dólares han sido los principales movimientos registrados en esta partida para el sector público y privado, respectivamente.

El saldo de la cuenta capital y financiera registró un déficit de USD 15.462 millones equivalente a 11,2% del PIB.

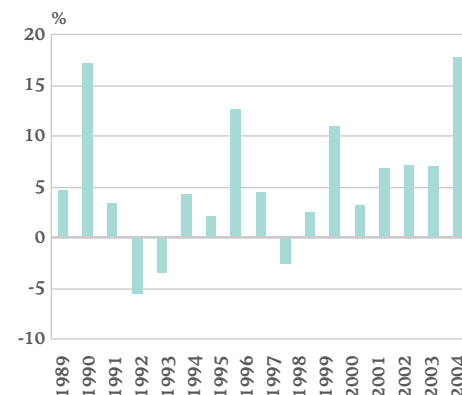
La combinación de fuertes ingresos por exportaciones petroleras con un control del mercado cambiario ha dado como resultado una balanza de pagos en el 2005 superavitaria y equivalente a USD 4.984 millones (3,4% del PIB).

<sup>1</sup> En el año 2005 el monto de divisas autorizadas para importaciones por CADIVI fue de USD 13.155 millones representando el 74% del total de divisas liquidadas por el BCV. Los sectores que registraron la mayor participación al total en la autorización de divisas fueron: Alimentos (14,46%), Automotriz (13,69%), Comercio (12,05%) y Salud (9,79%). El total de divisas liquidadas en el 2005 fue de USD 16.595 millones superior en 18% al monto registrado en el 2004.

<sup>2</sup> En 1990 se registró un superávit equivalente a 17,1% del PIB.

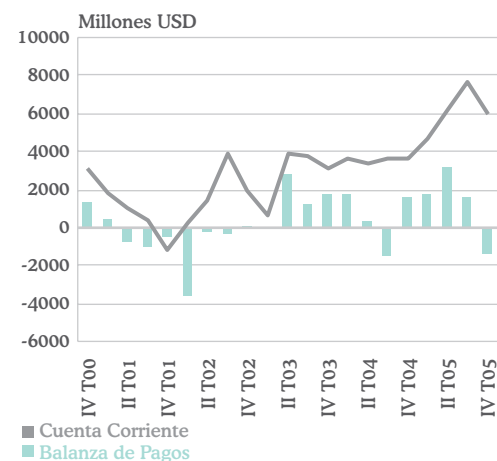
María Gabriela González  
maria\_gonzalez@provincial.com

## Evolución Cuenta Corriente como Porcentaje del PIB



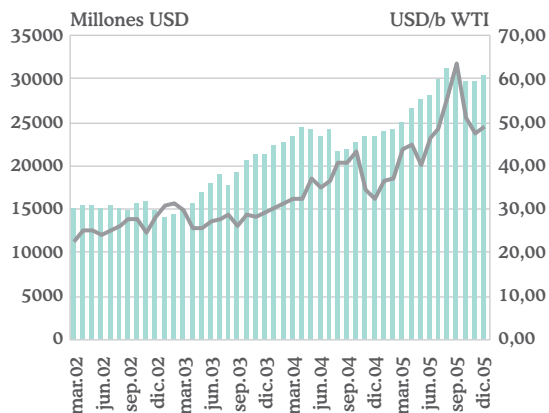
Fuente: BCV

## Evolución Balanza de Pagos y Cuenta Corriente



Fuente: BCV

Reservas Internacionales y Precios Promedio de la Cesta Petrolera



Fuente: BCV y Ministerio de Energía y Petróleo

De esta forma, se ha generado una acumulación importante de Reservas Internacionales: mientras que en el 2004 las reservas crecieron USD 2.873 millones, en el 2005 registraron un crecimiento de USD 6.139 millones a pesar de la citada transferencia hacia el FONDEN por USD 6.000 millones con un saldo al cierre de año de USD 30.311 millones.

Para el año 2006, el esquema de flujo de las divisas provenientes de la exportación petrolera se verá alterado como consecuencia de la activación del FONDEN: los ingresos por exportaciones petroleras que PDVSA deberá entregar al BCV serán sólo los necesarios para cubrir los gastos operativos y de inversión previstos en el presupuesto de la industria petrolera y para cumplir con la contribución fiscal prevista en la Ley de Presupuesto Fiscal 2006; el excedente de ingresos se transferirá al FONDEN. Este nuevo esquema de flujo de divisas podría generar cierta merma en la acumulación de Reservas Internacionales en 2006. Estas se ubicarán alrededor de USD 24.700 millones, producto de un saldo superavitario en cuenta corriente de USD 16.600 millones, mientras que el déficit de la cuenta de capital más los errores y omisiones se ubicarán alrededor de USD 21.400 millones, fundamentalmente por el saldo negativo de otras inversiones que registrará las salidas del exceso de ingresos petroleros al FONDEN, estimados entre USD 12.000 y USD 14.000 millones.



## Agregados Monetarios en Expansión

La evolución de los principales agregados monetarios durante el 2005 fue impulsada de manera determinante por la expansión del gasto del Sector Público Neto<sup>1</sup>. Así, a pesar de la mayor esterilización cambiaria y del importante drenaje de dinero base realizado por el Banco Central, el crecimiento nominal de la base y de la liquidez monetaria en el año se situó, al 16 de diciembre, en 43,8% y 47,0% respectivamente, lo cual equivale a crecimientos de 26,7% y 29,6% en términos reales. La magnitud de expansión monetaria observada y su relación con el crecimiento de la actividad, dan continuidad a la tendencia ascendente del grado de monetización de la economía observado los últimos tres años.

### Se profundiza el impacto monetario del gasto fiscal

De acuerdo a cifras preliminares presentadas por el Ministerio de Finanzas<sup>2</sup>, el efecto del gasto fiscal del Gobierno Central sobre el dinero primario en el 2005 se ubicó en el orden de Bs. 22.795.781 millones (8,7% del PIB y 138% de la base monetaria al cierre de 2004), lo cual implicó un impacto promedio de 32,9% sobre la base monetaria por cada unidad de gasto efectivo interno realizado en el año. Conforme a las cifras presentadas en la Ley de presupuesto fiscal para 2006, el impacto monetario neto de la gestión fiscal se incrementará en el orden del 25% con respecto del 2005, representando 10,0% del PIB y 113,4% de la base monetaria al cierre de 2005, colocando el impacto monetario primario promedio por unidad de gasto efectivo interno en el orden de 37,2%.

El resultado expuesto revela una profundización del impacto monetario por unidad de gasto fiscal en el 2006 con respecto al 2005, en un escenario fiscal conservador con relación al contemplado en nuestro escenario base para la economía venezolana en el 2006, en el cual el estímulo a la expansión del gasto, en un año electoral, se verá alentado por la recepción de ingresos petroleros adicionales por el orden de 32,5% del volumen de ingresos petroleros presupuestados<sup>3</sup>.

Un comportamiento fiscal similar al observado durante el 2005 – con gasto fiscal efectivo pagado y gasto fiscal acordado, estimados en 9,26% y 17,22%, sobre las cifras respectivas contempladas en la Ley de Presupuesto fiscal de 2005<sup>4</sup> -, deberá traducirse en un impacto monetario promedio mayor por unidad de gasto que el implícito en el presupuesto del 2006.

### Crece la burbuja de liquidez en el BCV

Al cierre de 2005<sup>5</sup>, el volumen monetario drenado por el BCV mediante instrumentos de crédito se ubicó en Bs. 24.064.907 millones, mostrando un crecimiento de 234% con respecto al volumen mantenido por este concepto al cierre de 2004, esterilizando una proporción de recursos equivalente a 101,3% de la base monetaria a diciembre.

Esta burbuja de liquidez en poder del Banco Central, constituida fundamentalmente por los excedentes monetarios del sistema, creció tendencialmente en el año, a pesar de la mayor esterilización cambiaria observada<sup>6</sup> y de las operaciones de endeudamiento público interno denominadas en divisas, alcanzando en octubre sus niveles máximos (142,4% de la base monetaria) y descendiendo hacia finales de año, impulsada por el impacto esterilizador de la liquidación, en di-

<sup>1</sup> Gobierno Central, PDVSA y otros entes Gubernamentales.

<sup>2</sup> Exposición de Motivos de la Ley del Presupuesto Fiscal 2006

<sup>3</sup> Se estima una producción de 2,6 MM de B/d a un precio promedio de realización de 45,1 \$/b.

<sup>4</sup> Al mes de octubre los ingresos fiscales de origen petrolero superaban en 46,8% lo presupuestado en la ley respectiva.

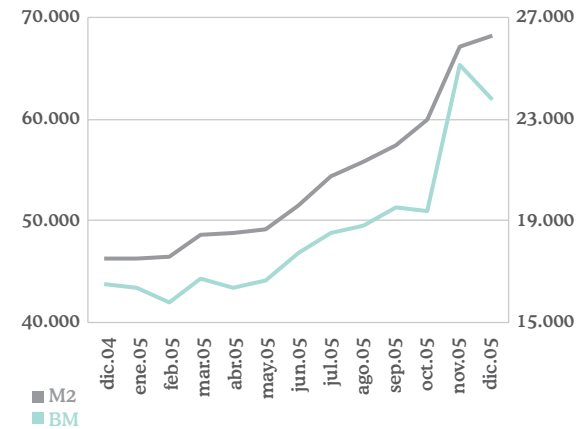
<sup>5</sup> Cifras al 16 de diciembre.

<sup>6</sup> Incremento de 16,7% en el monto de divisas liquidadas por el BCV en el 2005 con respecto a 2004.

Samir El Jesser  
jesser\_samir@provincial.com

## Liquidez (M2) y Base Monetaria

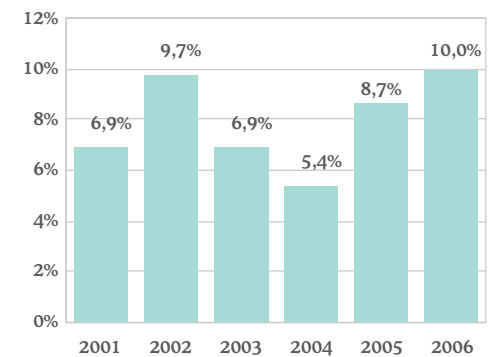
(Millones de Bs. corrientes)



Fuente: BCV

## Efecto Fiscal en la Expansión Primaria de la Oferta Monetaria\*

(% del PIB)

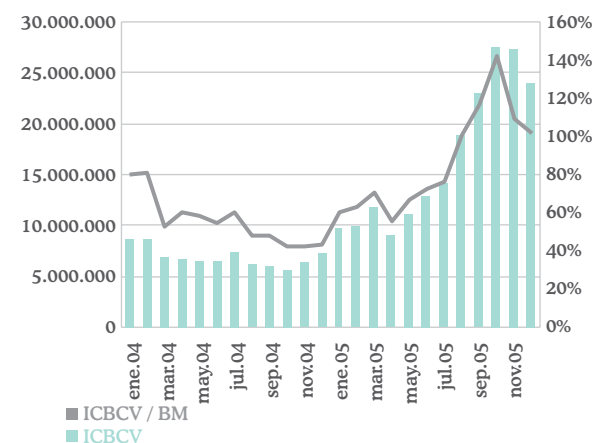


\* Estimado sobre cifras oficiales para 2005 y 2006.

Fuente: Ministerio de Finanzas y cálculos propios

## Instrumentos de Créditos Emitidos por el BCV (ICBCV)

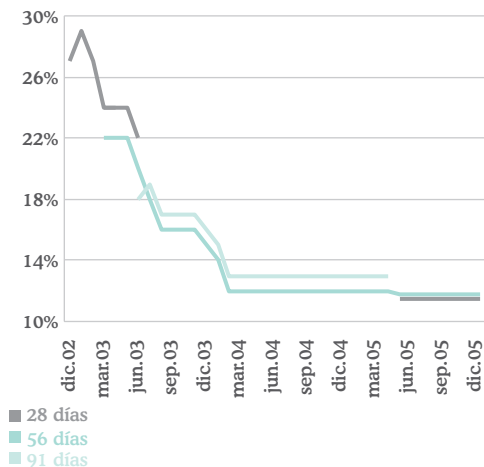
(MM de Bs. y % de la BM)



Fuente: BCV y cálculos propios

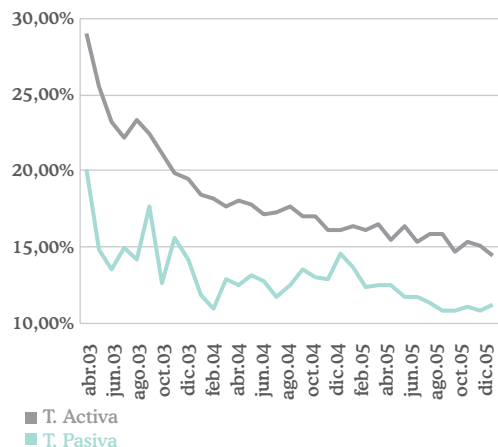
### Tasas de Interés de los Instrumentos de Absorción del BCV

(%, discriminado por plazo de Colocación)



Fuente: BCV y cálculos propios

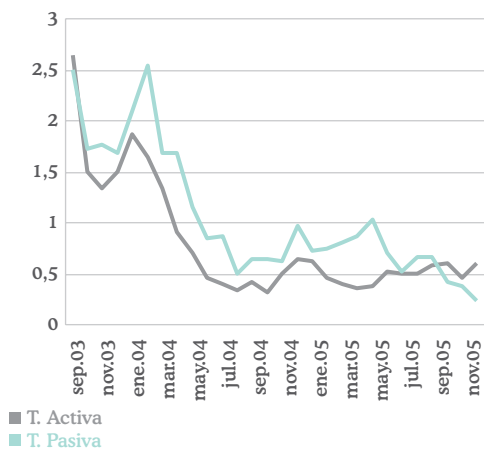
### Tasas de Interés Promedio Mensual de los 6 Principales Bancos\* (%)



\* T pasiva: Depósitos a 90 días  
Fuente: BCV

### Variabilidad de las Tasas de Interés Nominales

(1 Desviación Estándar, en pp de muestras móviles semestrales)



Fuente: BCV y cálculos propios

ciembre, de la emisión combinada de bonos soberanos con vencimiento en 2016 y 2020 por US\$ 3.000 MM, que drenó del sistema un monto en bolívares equivalente a 25,7% de la base monetaria a noviembre.

Si bien la expectativa del mantenimiento del tipo de cambio nominal en su nivel actual durante todo el 2006 y la continuación del crecimiento de las importaciones son factores que contribuirán a reducir la presión al alza sobre los precios, particularmente en la primera parte del año; en el segundo semestre, ante niveles de sobrevaluación del signo monetario más significativos y la inminencia del ajuste del tipo de cambio nominal en el 2007, se hace previsible una mayor presión sobre los precios en virtud del incremento esperado en el costo de reposición de inventarios.

El objetivo oficial de cumplir en el 2006 con una meta inflacionaria inferior a la del año precedente<sup>7</sup>, en un escenario de menor crecimiento de la actividad económica y mayor incidencia monetaria de origen fiscal que en 2005, acrecienta la presión sobre la autoridad monetaria para el desarrollo de una política monetaria más activa, a favor de restringir el ritmo monetario expansivo, lo cual coloca a las autoridades del ente rector ante la disyuntiva de promover, en el transcurso del año, incrementos de las tasas de interés o mantener los actuales niveles de tasas admitiendo niveles de inflación superiores a los propuestos<sup>8</sup>.

La evolución de las tasas de interés nominales de referencia del sistema financiero muestran, desde la entrada en vigencia del régimen administrado de divisas, un claro descenso tendencial que alcanza en los niveles actuales sus valores de mayor estabilidad, tal y como lo sugiere el comportamiento de su variabilidad, de manera que los niveles hacia los que tienden a converger las tasas de interés y el escenario inflacionario para el año 2006 hacen suponer que, en términos reales, las tasas activas mantendrán niveles ligeramente positivos, mientras las tasas pasivas se mantendrán en niveles negativos, lo que continuará estimulando el consumo y la expansión de su financiamiento, incentivando el crecimiento de la demanda agregada privada.

En definitiva, para el 2006 se vislumbran fuertes presiones monetarias expansivas, que probablemente exigirán del Banco Central una participación activa para sostener la meta de inflación del año, sin embargo, la alineación de la política monetaria con la política económica general hace muy baja la probabilidad de que el ente emisor adelante una política de alzas en las tasas de interés. De allí, que sean muy probables tanto un crecimiento monetario significativo, como el mantenimiento de tasas estables, incluso con un leve sesgo descendente en el año.

<sup>7</sup> De acuerdo al proyecto de ley de presupuesto 2006, la Inflación promedio anual estimada es de 12%, cerrando el año con una inflación acumulada de 10%.

<sup>8</sup> El descenso de las tasas de interés y su sostenimiento en niveles relativamente bajos, alinea la política del BCV con el marco general de política económica implementado por la actual administración, caracterizado por el importante énfasis dado al estímulo de demanda como motor del crecimiento.

Samir El Jesser  
jesser\_samir@provincial.com

## Continúa la Expansión Bancaria

### Crecen la actividad y las restricciones del sector bancario

Entre los rasgos que mejor definen lo acontecido en el sistema bancario nacional durante el año 2005, la efectiva expansión del sector y las crecientes restricciones regulatorias con relación al año previo ocupan un lugar preeminente.

El crecimiento monetario y las restricciones a la movilidad de capitales promovieron el aumento de los recursos captados por el sistema, materializado en una expansión de 52,7% de las captaciones del público a noviembre de 2005, con respecto al cierre del 2004. Ello impulsó la expansión de 49,8% del activo y la profundización de la intermediación crediticia en lapsos similares, esta última, debida a la continuación del boom crediticio experimentado por la economía desde el año 2004, que colocó el incremento del volumen de la cartera de créditos bruta a noviembre de 2005 con relación al cierre del año previo en 33,6% y 51,6% en términos reales y nominales, respectivamente<sup>1</sup>.

Por otra parte, las medidas regulatorias implementadas en el transcurso de 2005 han configurado un entorno más restrictivo para la actividad. El crecimiento de la cartera de créditos obligatoria direccionada hacia el financiamiento de sectores específicos<sup>2</sup>, la regulación de tasas, estableciendo límites máximos y mínimos a las tasas activas y pasivas respectivamente, la ampliación del ámbito de aplicación de tasas preferenciales y la restricción al cobro de comisiones y servicios, han incidido en la generación de ingresos recurrentes propios de la actividad bancaria.

### Estrategias expansivas frenan caída de la rentabilidad

La coyuntura del año constituyó para las instituciones bancarias una oportunidad de reposicionamiento en el mercado y de conducción de estrategias orientadas al crecimiento apoyado en mayores niveles de apalancamiento, toda vez que las regulaciones impuestas afectaron significativamente la rentabilidad recurrente de la banca y con ello, el descenso del rendimiento por unidad de activo.

Ello resulta claro al tomar como referencia la expresión conocida como "formula de Dupont", en la que la rentabilidad sobre recursos propios (ROE) es descompuesta en dos factores, el primero de ellos la rentabilidad sobre activos (ROA) y el segundo, el factor de apalancamiento<sup>3</sup>:

$$ROE = ROA \times \text{Apalancamiento}$$

De allí que el efecto sobre el ROE derivado de un descenso del ROA pueda ser compensado, al menos en parte, con un crecimiento del apalancamiento, es decir, con un incremento del financiamiento del activo con recursos captados. Así, la confluencia del descenso del ROA y la importante afluencia de recursos disponibles hacia el sistema hacen de una estrategia dirigida al crecimiento de los niveles de apalancamiento una elección natural.

Sin embargo, la capacidad de expansión de los recursos de terceros está limitada en el sistema financiero por el establecimiento de requerimientos mínimos de cobertura patrimonial del activo, expresadas en valores mínimos de cobertura de los índices de solvencia estableci-

<sup>1</sup> Los cálculos presentados del sistema bancario no incluyen al Banap, Bancoex e IMCP.  
<sup>2</sup> La cartera crediticia obligatoria, dirigida al financiamiento de los sectores agrícola, microempresarial, hipotecario y turístico, ocupa más del 30% de la cartera bruta total  
<sup>3</sup> La "formula de Dupont" se obtiene de:  
 ROE = (Resultado Neto / Recursos Propios)  
 ROE = (Resultado Neto / Activo) x (Activo / Recursos Propios)  
 ROE = ROA x Apalancamiento

## Intermediación Crediticia

(Cartera de créditos bruta / Captaciones)

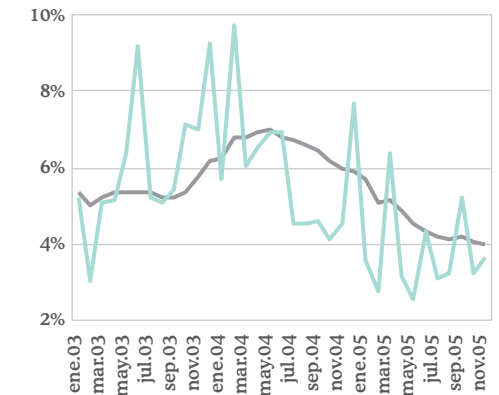


\* Excluye Banap, Bancoex e IMCP

Fuente: Balance de Publicación y cálculos propios

## ROA del Sistema Bancario

Móvil anual y estanco mensual



■ ROA Móvil Anual

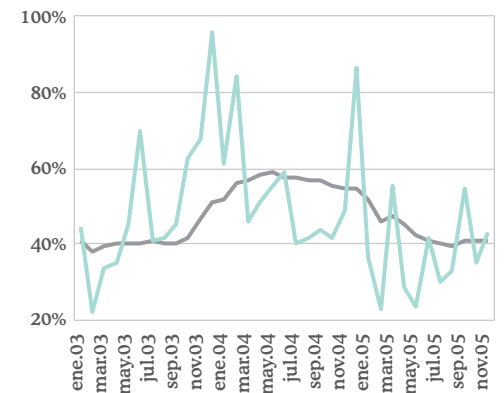
■ ROA Estanco mensual

\* Excluye Banap, Bancoex e IMCP

Fuente: Balance de Publicación y cálculos propios

## ROE del Sistema Bancario

Móvil anual y estanco mensual



■ ROE Móvil anual

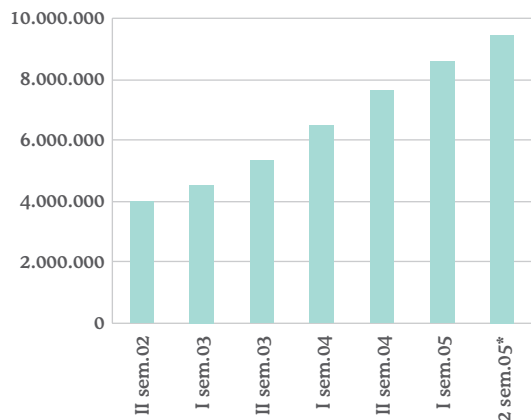
■ ROE Estanco mensual

\* Excluye Banap, Bancoex e IMCP

Fuente: Balance de Publicación y cálculos propios

### Capitalización del Sistema Bancario

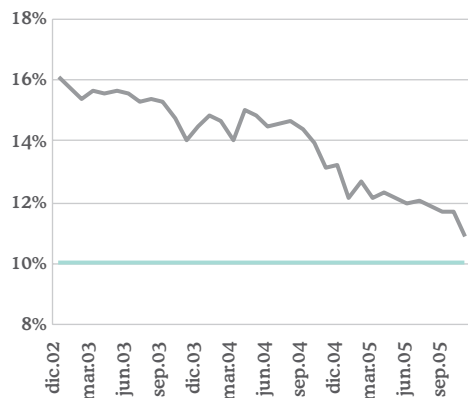
(Patrimonio más gestión operativa, al cierre semestral)



\* II sem. 05 a noviembre.

Fuente: Balance de Publicación y cálculos propios

### Índice de Solvencia del Sistema Bancario



\* Excluye Banap, Bancoex e IMCP

Fuente: Balance de Publicación y cálculos propios

dos legalmente y cuyo cumplimiento es obligatorio para las instituciones financieras que configuran el sistema bancario nacional<sup>4</sup>.

A pesar del crecimiento de la capitalización bancaria observada mes a mes, la rápida expansión del activo bancario ha inducido un movimiento tendencialmente descendente del nivel de los índices de solvencia patrimonial, acercándolos progresivamente a sus mínimos legales exigidos, lo cual ha sido particularmente notorio en el caso del índice de solvencia definido a partir de la relación entre los recursos propios de la institución y el activo total en balances, para el cual se establece un requerimiento mínimo de 10%. De esta manera, se ha reducido progresivamente la capacidad de crecimiento del activo de los distintos bancos que integran el sistema.

Aún cuando el sistema mantuvo durante el 2005 niveles de solvencia satisfactorios, las perspectivas de crecimiento del mercado y de la evolución de la capacidad de crecimiento de la banca ha motivado una revisión del requerimiento legal establecido, que las propias autoridades supervisoras han acogido favorablemente, particularmente por las condiciones generales en las que se desenvuelve actualmente la gestión bancaria y toda vez que el nivel de cobertura patrimonial del activo exigido es excesivamente conservador con relación a los estándares internacionales, que fijan, sobre la base del acuerdo de Basilea I, un requerimiento mínimo de cobertura del índice de 8% ponderando el activo por riesgos<sup>5</sup>.

Dando por descontado el ajuste de los requerimientos patrimoniales del sector, las perspectivas de expansión de la actividad bancaria durante el 2006 tienden a consolidar un panorama positivo en términos de la profundización de la intermediación crediticia y con ello del soporte que el sector brinda a la actividad productiva nacional, ello a pesar que el desenvolvimiento de la actividad del sector ocurra en un entorno más restrictivo que el de años anteriores.

<sup>4</sup> El marco regulatorio vigente contempla el cumplimiento obligatorio de los valores señalados para los tres índices siguientes:  
 Patrimonio / Activo y operaciones contingentes en base a riesgo (Mayor o igual a 12%)  
 Patrimonio primario / Activo y operaciones contingentes en base a riesgo (Mayor o igual a 4%)  
 (Patrimonio + Gestión operativa) / Activo total (Mayor o igual a 10%)

<sup>5</sup> En el índice aludido, (Patrimonio + Gestión operativa) / Activo total, el activo se ha ponderado al 100%, es decir atribuyendo el riesgo máximo y sin distingo de naturaleza alguna a todos los componentes del activo.

## Descenso Inflacionario

El Presupuesto Fiscal 2005 aprobado a finales del año 2004, enunciaba entre sus premisas económicas una inflación puntual objetivo de 15% para el presente año, luego de haberse registrado una inflación de 19,2% para el año 2004, indicando una clara intención del Ejecutivo de continuar promoviendo un proceso progresivo de desaceleración inflacionaria.

Coincidiendo casi con la inflación objetivo del Gobierno, la inflación puntual 2005 (diciembre 2005/diciembre 2004) se ubicó en 14,4%, menor en 4,8 puntos porcentuales a la registrada en el cierre del año previo. Los grupos que registraron un mayor impacto en la evolución de los precios en general durante el año, tomando en cuenta la composición del índice de precios al consumidor fueron: **alimentos y bebidas no alcohólicas** con una inflación de 19,9% aportando 5,5 puntos porcentuales (pp), **bienes y servicios diversos** con inflación de 12,9% y un aporte de 1,8 pp, **restaurantes y hoteles** con 20,4% y aportando 1,51 pp, **equipamientos del hogar** con 15,7% y un aporte de 0,9 pp y **alquiler de vivienda** con 7,4% y un aporte de 0,8 pp conformando estos grupos el 81,6% de la cifra de inflación de 2005.

Por otra parte, se observó una significativa desaceleración de los precios al mayor, determinando una menor presión sobre los precios al detal. La inflación puntual de precios al mayor para el 2005 se ubicó en 16,9% menor en 13,1 pp a la registrada en el 2004, siendo la inflación mayorista de bienes de origen importado la que registró una mayor disminución ubicándose al cierre de 2005 en 11,5% menor en 17,0 pp a la del 2004. Sin embargo, la mayor ponderación en los precios al mayor la presenta la inflación mayorista de los bienes nacionales con un aporte de 75 pp y cuya inflación en el año se ubicó en 18,8% menor en 11,7 pp a la registrada en el 2004.

La inflación del año fue la conjunción de diversos factores que se describen a continuación.

## Factores de Demanda

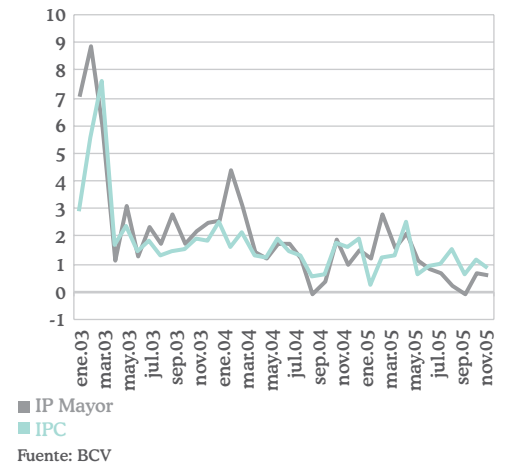
- **Gasto Fiscal Primario:** Una política fiscal expansiva soportada por un contexto de altos precios del petróleo, aunada a un escenario electoral para el cuarto trimestre del año y en conjunción con los compromisos laborales estacionales, propiciaron un significativo incremento del gasto fiscal primario. En términos nominales el gasto fiscal primario durante el año fue de Bs. 65 billones superior en 58% términos nominales y en 36% en términos reales al gasto del 2004. El gasto primario fiscal del último trimestre del año se ubicó en Bs. 23 billones equivalentes al gasto realizado durante el primer semestre 2005, superior en 73% en términos nominales en relación al cuarto trimestre 2004 y en 51% en términos reales en relación al mismo período. Solo en el mes de noviembre el gasto fiscal primario fue de Bs. 11,6 billones, equivalente al gasto primario del primer trimestre del año y superior en términos reales en 170% a noviembre 2004 y en 110% a octubre 2005.
- **Expansión Monetaria:** El flujo de recursos inyectado en la economía durante el año impulsó la liquidez monetaria del sistema registrando un crecimiento de 52,4% en el año.

## Factores de Oferta

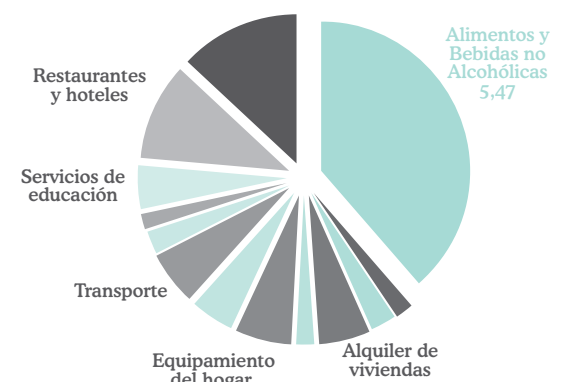
- **Incremento de las importaciones:** la presión de demanda ejercida por el incremento estacional del gasto en el cuarto trimestre fue propulsora de un incremento en las importaciones de bienes y servicios para este período, sin embargo, esta característica se ha observado durante todo el año. El anclaje cambiario aunado a expectativas del mantenimiento del tipo de cambio para el 2006 ha

María Gabriela González  
maria\_gonzalez@provincial.com

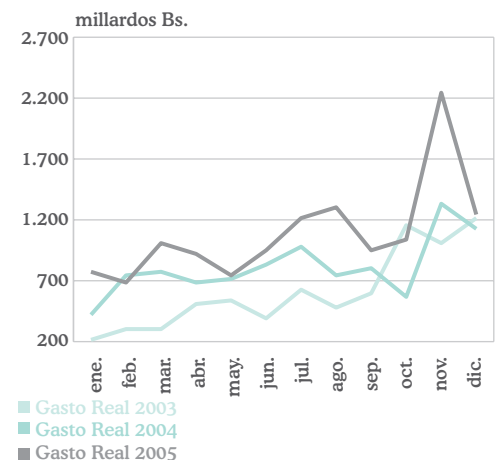
## Evolución Inflación al Mayor y al Consumidor 2005



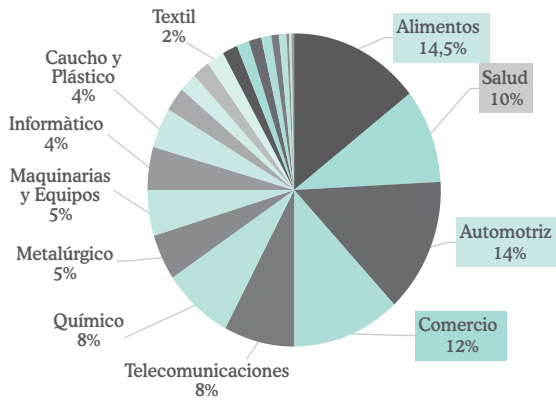
## Incidencia de los Grupos del IPC



## Gasto Primario Real

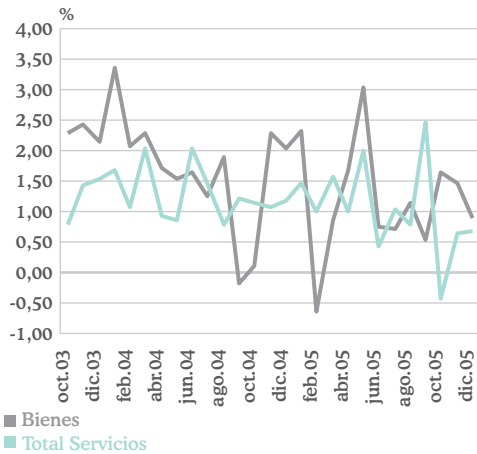


### Participación de las Divisas Liquidadas por Sectores Económicos



Fuente: CADIVI

### Inflación de Bienes y Servicios



Fuente: BCV

### Inflación Puntual en 2006

	Escenario A	Escenario B	Escenario C	Escenario D
Inflación, %	5-10	10-14	14-17	17-18
Probabilidad, %	3	25	67	5

Fuente: Cálculos propios

determinado el comportamiento ascendente de las importaciones determinando una menor presión inflacionaria.

- Por otra parte, la participación de las importaciones del Estado sobre todo en productos de la cesta básica y el subsidio de muchos de estos productos ha sido fundamental en el descenso de la curva inflacionaria. Particularmente el sector alimentario ha sido el más favorecido en la autorización de divisas representando el 14,5% del total autorizado en el año por CADIVI siendo el grupo que mayor peso tiene en la conformación del IPC. La inflación acumulada de Alimentos y Bebidas no Alcohólicas se ubicó en 19,9% en el 2005 mientras que en el 2004 fue de 28,4%.
- Controles de precios establecidos por el Gobierno. La mayoría de los productos pertenecientes a la cesta básica tienen estipulado un precio máximo de venta.
- Con menor peso, pero sin dejar de tener importancia, la disminución del Impuesto al Valor Agregado (IVA) en 1,0 pp a partir de noviembre, para ubicarse en 14%, fue un factor que también favoreció el descenso inflacionario en el año.

### Previsiones 2006

La ausencia de modificaciones de la paridad cambiaria oficial en 2006 y el previsible mantenimiento de la flexibilidad y fluidez del proceso de asignación de divisas por parte de CADIVI, constituye un escenario muy favorable a la reducción del ritmo inflacionario, lo cual sirve de base a la previsión oficial de una inflación anual de 10%.

No obstante, existe el riesgo de que la intensificación prevista en el ritmo de expansión fiscal (financiada en su mayor parte por ingresos de origen petrolero) en un contexto de menor crecimiento económico, pueda contribuir a que, a pesar del previsible incremento de la oferta importada y la estabilidad de la tasa de cambio, se generen desequilibrios monetarios similares a los experimentados durante 2005, colocando por tanto la inflación en niveles también similares e incluso superiores.

El cuadro adjunto, muestra los posibles escenarios inflacionarios junto a la probabilidad que asociamos a los mismos.

## 3. Artículos

### Precio del Petróleo a Largo Plazo

El presente artículo describe los resultados de la estimación del nivel al que tenderá a converger el precio del petróleo a largo plazo mediante una novedosa metodología desarrollada para tal fin en el Servicio de Estudios Económicos del BBVA Banco Provincial y que hemos denominado Filtro Cuadrático Hodrick-Prescott (en adelante, Filtro Q-H-P)<sup>1</sup>. La metodología parte de las consideraciones teóricas y empíricas acerca del comportamiento que a largo plazo debe esperarse muestre el precio de un recurso energético realizadas por el economista Robert Pyndick en su clásico artículo "*The Long Run Behavior of Energy Prices*" publicado en *The Energy Journal*, Vol.20, 1999.

Aplicado al caso del petróleo, el análisis de Pyndick, conduce a las siguientes conclusiones:

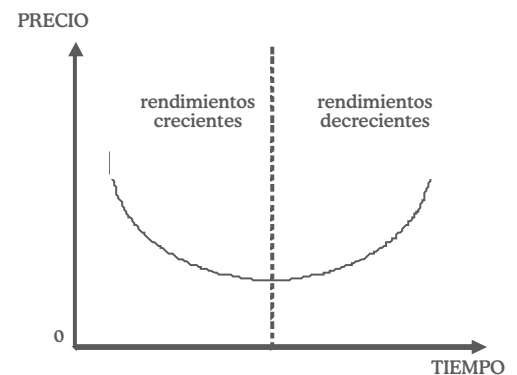
- A largo plazo el precio del barril de petróleo tiende a igualarse el costo por barril adicional producido (costo marginal) incluyendo los costos de almacenamiento, lo que constituye la consecuencia inevitable desde el punto de vista económico de suponer que a largo plazo el mercado petrolero funcione de forma competitiva (sólo en fases relativamente breves durante el último siglo y medio algún grupo pequeño de oferentes, como la OPEP, ha logrado ejercer un apreciable poder de mercado).
- La evolución a través del tiempo del costo marginal y por ende también la del precio del barril de petróleo tiende a mostrar a largo plazo una forma de U abierta, que puede representarse como una tendencia cuadrática (ver primer gráfico). Esto se asocia de manera esencial a la naturaleza no renovable de este recurso.

En los albores de la explotación petrolera a nivel mundial el precio promedio del barril de petróleo resulta elevado dado que los yacimientos conocidos y en producción son aún una pequeña fracción de los yacimientos mundiales y la tecnología utilizada tanto en la exploración como en la producción es aún incipiente, todo lo cual configura una situación de exceso de demanda o escasez de oferta.

Con el pasar del tiempo, las labores de exploración realizadas con tecnología en continua mejora, permiten incrementar la superficie mundial de yacimientos conocidos y explotados, lo que aunado al avance de la tecnología de producción permite a la larga reducir el costo marginal (fase de rendimientos crecientes), todo lo cual conduce a una expansión de la oferta de petróleo a un ritmo tal que le permite superar de manera creciente a la demanda de petróleo a nivel mundial, haciendo que a largo plazo los precios tiendan a disminuir en términos reales.

En algún momento, el grueso de los yacimientos petroleros a nivel mundial ya estarán en explotación, haciendo los recursos petroleros progresivamente más escasos y difíciles de extraer (fase de rendimientos decrecientes), con lo cual el costo marginal tenderá a seguir una senda ascendente a largo plazo que confrontada con una demanda creciente, conducirá a una escasez creciente de petróleo y por ende a una tendencia ascendente a largo plazo de su precio, que se prolongará hasta agotarse por completo el recurso o ser sustituido por alternativas energéticas más baratas.

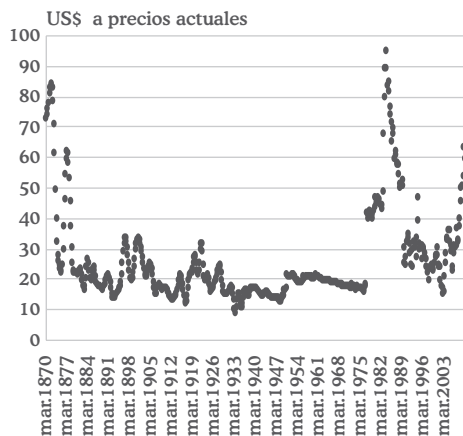
### Evolución Teórica Esperada del Precio del Petróleo a Largo Plazo



<sup>1</sup> Ver Rodolfo J. Méndez (2004): "Estimación del Nivel de Largo Plazo del Precio del Petróleo mediante un Modelo Lineal Dinámico Bayesiano", Nota Técnica, Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial, Noviembre 2004.

### Precio del Petróleo 1870-2005

(West Texas Intermediate)



Fuente: EIA y cálculos propios

- Sin embargo, la trayectoria cuadrática que sigue a largo plazo el precio del petróleo, no es ni mucho menos estática o determinística, sino que está sujeta a frecuentes cambios estructurales de naturaleza aleatoria, es decir, la U abierta que representa esta tendencia suele experimentar desplazamientos y cambios en su forma. Estos cambios estructurales son producto de los frecuentes cambios tecnológico que afectan al costo marginal y al consumo energético y a los cambios igualmente frecuentes en el ritmo de crecimiento de la demanda mundial de petróleo.
- Es imposible lograr buenos pronósticos de largo plazo de los determinantes del precio del petróleo a largo plazo, es decir, buenos pronósticos de la demanda y de la oferta de crudo.

Estas premisas llevan a Pyndick a las siguientes conclusiones en cuanto a la mejor estrategia para estimar o predecir el nivel de largo plazo de los precios del petróleo:

- Un enfoque univariado de series de tiempo resulta apropiado dada la imposibilidad de obtener pronósticos aceptables de largo plazo de los determinantes particulares de la oferta y la demanda de petróleo.
- El modelo de pronóstico del precio del petróleo a largo plazo debe incluir una tendencia cuadrática que pueda variar continuamente de manera estocástica.

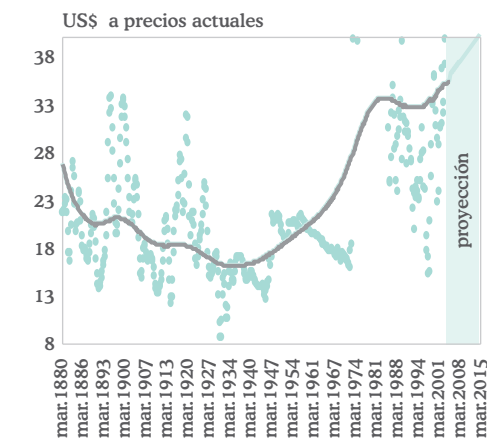
No obstante en la práctica, el modelo finalmente implementado por Pyndick para predecir el precio del petróleo a largo plazo, no incorpora la tendencia cuadrática (U abierta) que sus argumentos fundamentan (esto se debe a limitaciones computacionales de su estrategia de estimación), e incorpora en su lugar una tendencia lineal. El modelo de Pyndick ofrece al menos dos debilidades adicionales: incorpora sólo la posibilidad de cambios estructurales transitorios en la tendencia, lo cual es difícil de conciliar con la naturaleza permanente de los cambios tecnológicos, y no ofrece la posibilidad de presentar una banda o intervalo de pronóstico que permita dar cuenta de la incertidumbre asociada a los pronósticos.

La metodología que hemos desarrollado en el Servicio de Estudios (ver Apéndice Técnico) logra subsanar las deficiencias señaladas de la estrategia de Pyndick gracias a la utilización de una aproximación bayesiana de estimación que reduce sobremanera las dificultades computacionales (Pyndick utiliza métodos no bayesianos, en particular, una combinación del Filtro de Kalman y el método de máxima verosimilitud). De este modo, el Filtro Q-H-P logra incorporar mucho mejor las premisas teóricas desarrolladas por Pyndick acerca del comportamiento a largo plazo del precio del petróleo, en particular, la forma localmente cuadrática pero estocásticamente variable de la tendencia a través del tiempo.

A continuación se presentan los resultados de la aplicación del filtro Q-H-P a datos históricos trimestrales del precio del barril de petróleo tipo WTI (en USD a precios constantes de noviembre de 2004) en escala logarítmica para el período primer trimestre de 1870 hasta tercer trimestre de 2004.

El tercer gráfico muestra el resultado de nuestra estimación del valor esperado o tendencia de largo plazo del precio del petróleo desde 1880 hasta 2015 (junto a la serie histórica), mientras que el último gráfico da una mirada a estas misma estimación para un período más reciente (mostrando al mismo tiempo un intervalo de 90%

### Precio del Petróleo: Valor Histórico y Tendencia de Largo Plazo desde 1880



■ Tendencia largo plazo  
■ histórico  
Fuente: EIA y cálculos propios

<sup>2</sup> Se parte de los datos anuales para el período 1870-1996, los cuales se trimestralizan para luego ser empalmados con los datos trimestrales del período 1997-2004].

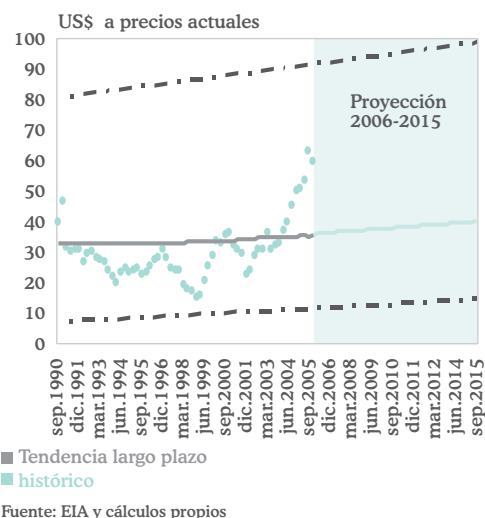


de probabilidad para el precio del petróleo efectivo<sup>3</sup>). El análisis de estos resultados arroja las siguientes conclusiones de interés:

- El modelo resulta relativamente satisfactorio a efectos predictivos dado el hecho de que el intervalo de probabilidad de 66,6% recoge el grueso de las observaciones históricas. Sin embargo, el alza abrupta del precio de finales de los años setenta al igual que su elevado nivel actual, resultan eventos imprevistos que han elevado el precio del petróleo muy por encima de su nivel de largo plazo (al que previsiblemente retornarán).
- El precio de largo plazo se ubicaría en la actualidad en torno a los 35 dólares, y se prevé que se incrementará tan sólo en unos 4 dólares en los próximos 10 años.
- El precio de largo plazo se encuentra ya en su fase ascendente o "final" (el lado derecho de la U), correspondiente a la fase de rendimientos decrecientes (que se habría iniciado alrededor del tercer trimestre de 1934).
- A principio de los años ochenta la trayectoria del precio del petróleo de largo plazo experimento un cambio estructural que revirtió se tendencia ascendente por varios años (este cambio se asocia a la incorporación de nuevos oferentes, entre los que destaca el Mar del Norte). A partir de 1999 se retoma la senda ascendente (año que coincide aproximadamente con el inicio de la conversión de China en un importador neto de petróleo).

<sup>3</sup> La expresión intervalo de probabilidad es el equivalente bayesiano de un intervalo de confianza bajo el paradigma de estimación frecuentista convencional.

### Precio del Petróleo: Valor Histórico, Tendencia de Largo Plazo e Intervalo de Probabilidad de 90% desde 1990



### Apéndice Técnico: Filtro Cuadrático Hodrick-Prescott

El Filtro Q-H-P (por las siglas en inglés de Quadratic Hodrick-Prescott), consiste en el ajuste de un modelo de componentes no observados (o espacio-estado) al logaritmo del precio del barril de petróleo en dólares a precios constantes ( $w_t$ ), que incorpora sólo dos componentes: una tendencia cuadrática estocástica y un término de ruido aleatorio, o más formalmente:

$$w_t = \theta_t + v_t$$

$$\theta_t = \theta_{t-1} + \alpha_t + \omega_{1t}$$

$$\alpha_t = \alpha_{t-1} + \beta_t + \omega_{2t}$$

$$\beta_t = \beta_{t-1} + \omega_{3t}$$

Donde  $w_t$  es el precio real del petróleo (en escala logarítmica),  $\theta$ ,  $\alpha$ ,  $\beta$  son los componentes no observados cuya trayectoria ha de ser estimada (y que definen la trayectoria cuadrática que sigue a largo plazo el precio del petróleo),  $v_t$  es un término de perturbación aleatorio distribuido  $N(0, V)$ , y

$\omega_t = \begin{pmatrix} \omega_{1t} \\ \omega_{2t} \\ \omega_{3t} \end{pmatrix}$  es un vector de términos aleatorios distribuidos  $N[0, Wt]$  con  $Wt$  diagonal.

Nótese que esta representación equivaldría al filtro Hodrick-Prescott si se suprimen,  $\omega_{1t}$ ,  $\beta_t$  y  $\omega_{3t}$  y se define  $V/Wt \equiv \lambda$ . Este último es un filtro de tendencia lineal estocástica, y lo que se logra con la incorporación del término aleatorio  $\beta_t$  y la perturbación  $\omega_{3t}$  es hacer que la tendencia se haga cuadrática estocástica, de allí el nombre dado al filtro que proponemos.

La estimación de los componentes no observados se realiza mediante la estrategia bayesiana propuesta en West y Harrison (1997), que consiste en adoptar distribuciones a priori normales independientes (y en nuestro caso difusas) para  $\theta$ ,  $\alpha$ ,  $\beta$  distribución a priori inversa-gamma (también difusa) para  $V$ , mientras que  $W_t$  es actualizada recursivamente mediante la estrategia del descuento, con un factor de descuento,  $\gamma$ , que en nuestro caso toma un valor de 0,99, lo que equivale a imponer a priori una alta suavidad de la tendencia cuadrática (algo similar a lo que se logra al hacer grande el valor de  $\lambda$  en el contexto del filtro Hodrick-Prescott).

La estimación se realizó utilizando el programa BTS para SPLUS desarrollado por Robin Reed y Jeff Harrison (disponible en <http://lib.stat.cmu.edu/DOS/S/>)

### Referencias:

Harrison, Jeff y Robin Reed (1999): "Dynamic Linear Modelling with SPLUS", Second Edition.

West, Mike y Jeff Harrison (1997): "BAYESIAN FORECASTING AND DYNAMIC MODELS", Second Edition, Springer-Verlag.

## Principales Variables Macroeconómicas de Venezuela

	2001	2002	2003	2004	2005(*)	2006(*)
<b>Actividad Económica</b>						
PIB M.US\$	120.481	78.961	85.855	97.534	138.053	***
PIB Total(Var %)	2,8	-8,9	-7,7	17,9	9,4	***
PIB Petrolero	-0,9	-12,6	-1,9	11,6	1,2	***
PIB No Petrolero	4,0	-7,4	-7,5	17,8	10,3	***
<b>Petróleo</b>						
Precio promedio de realización (US\$/b)	20,2	21,94	25,2	31,4	45,4	45,4
Producción (m.M. barriles diarios)	3.216	3.213	2.779	2.610	2.700	2.806
Exportación (m.M. barriles diarios)	2.711	2.890	2.479	2.305	2.395	2.486
<b>Demanda Agrega Interna (DAI)(% anual)</b>						
Consumo Privado Real	6,9	-7,1	-4,6	16,6	16,3	8,4
Consumo Público Real	6,0	-2,5	5,7	13,9	7,3	8,7
Inversión Bruta Real	13,8	-18,4	-36,7	43,0	33,2	15,3
DAI	8,3	-14,7	-10,0	28,9	18,0	11,2
<b>Sector Externo</b>						
Balanza Comercial (M.US\$)	7.456	13.421	16.483	21.430	30.423	23.858
Exportaciones	26.667	26.781	27.170	38.748	55.597	54.512
Importaciones	19.211	13.360,0	10.687,0	17.318	25.174	30.654
Saldo en Cuenta Corriente (M.US\$)	4.080	7.423,0	11.448,0	13.830	24.436	16.663
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	3,4	9,4	11,2	14,2	17,7	10,7
Saldo en Balanza de Pagos (M.US\$)	-2.071	-4.427,0	5.443,0	1.898	4.984	-4.779
Reservas Internacionales Brutas (M.US\$)	12.296	14.786,0	21.299,0	24.172	29.636	24.791
<b>Tipo de Cambio (Bs./US\$)</b>						
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	2.109,8	2.150,0
<b>Inflación (%)</b>						
Inflación Puntual	12,3	31,2	27,1	19,2	14,4	***
Inflación Promedio	12,5	22,5	31,1	21,7	16,0	***
<b>Indicadores Monetarios y Financieros</b>						
Liquidez Monetaria (Var %)	97	15,3	57,5	50,4	52,4	44,4
Tasas de Interés Activa promedio (%)**	25,6	37,1	24,1	17,1	15,4	15,1
Tasas de Interés Pasiva 90d promedio (%)**	14,1	28,3	17,6	12,9	11,7	10,9
<b>Situación Fiscal</b>						
Supéavit/Déficit Fiscal( % del PIB)	-4,2	-3,9	-5,9	2,0	1,6	-2,3
Deuda Pública Total (% del PIB)	31,5	44,1	47,3	40,0	37,1	38,9
Deuda Pública Interna (% del PIB)	12,1	14,8	17,7	14,3	12,2	12,1
Deuda Pública Externa (% del PIB)	19,4	29,3	29,6	25,6	24,9	26,8
<b>Datos Socio-Económicos</b>						
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	8,9	8-11
PIB Per Cápita (US\$)	4.892	3.140	3.350	3.737	5.190	

\* Estimaciones

\*\* Seis principales bancos

\*\*\* Ver cuadros anexos

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

## Actividad Económica

	Escenario A	Escenario B	Escenario C	Escenario D
Var. % PIB	0,0-0,1	1,0-4,0	4,0-7,0	7,0-9,0
Var. % PIBNP	-0,50-0,75	0,75-4,50	4,50-8,25	8,25-10,75
Var. % PIBP	2,0	2,0	2,0	2,0
Probabilidad, %	6	39	51	4

PIBNP = PIB no petrolero, PIBP = PIB petrolero

## Inflación Puntual

	Escenario A	Escenario B	Escenario C	Escenario D
Inflación, %	5-10	10-14	14-17	17-18
Probabilidad, %	3	25	67	5

## Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% , promedio)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
<b>EE.UU.</b>	2,7	4,2	3,6	2,8	2,3	2,7	3,4	2,8
<b>UEM</b>	0,7	1,8	1,4	2,0	2,1	2,1	2,2	2,0
<b>Japón</b>	1,4	2,7	2,0	2,5	-0,3	0,0	-0,2	0,2
<b>China</b>	10,0	10,1	9,8	9,0	1,2	3,9	1,8	2,5

	Tasa oficial (% , fin de período)				Tipo de cambio (frente \$ , fin de período)			
	06/01/06	jun-06	dic-06	jun-07	06/01/06	jun-06	dic-06	jun-07
<b>EE.UU.</b>	4,25	4,75	4,75	4,75				
<b>UEM (\$/€)</b>	2,25	2,50	2,75	3,25	1,22	1,21	1,23	1,24
<b>Japón (yenes/\$)</b>	0,10	0,10	0,10	0,50	114	117	115	110
<b>China (cny/\$)</b>	5,58	5,58	5,80	5,80	8,07	8,05	7,90	7,75

## América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
<b>Argentina</b>	8,8	9,0	9,0	7,0	3,7	6,1	12,3	12,0
<b>Brasil</b>	0,5	4,9	2,7	3,4	9,3	7,6	5,7	5,5
<b>Chile</b>	3,7	6,1	5,9	5,6	1,1	2,4	3,7	3,6
<b>Colombia</b>	4,1	4,1	4,9	4,4	6,5	5,5	5,2	4,5
<b>México</b>	1,4	4,4	3,0	3,0	4,0	5,2	3,3	3,6
<b>Perú</b>	4,0	4,8	6,2	4,7	2,5	3,5	1,5	2,5
<b>LATAM <sup>1</sup></b>	<b>1,7</b>	<b>5,9</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>	<b>7,1</b>	<b>6,8</b>	<b>5,9</b>	<b>6,0</b>
<b>LATAM Ex-México</b>	1,8	6,5	5,0	4,4	8,3	7,3	6,8	6,8

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
<b>Argentina <sup>2</sup></b>	0,5	2,6	1,7	1,9	5,9	2,2	3,2	2,4
<b>Brasil</b>	-3,6	-2,5	-3,0	-3,0	0,8	1,9	2,0	1,3
<b>Chile <sup>2</sup></b>	0,0	2,5	4,8	2,2	-1,5	1,5	-0,4	-1,6
<b>Colombia</b>	-2,7	-1,3	-1,2	-2,0	-1,3	-1,0	-0,1	-1,1
<b>México</b>	-0,6	-0,3	-0,1	0,0	-1,3	-1,1	-1,1	-1,3
<b>Perú</b>	-1,7	-1,1	-0,4	-0,6	-1,5	0,0	1,0	0,4
<b>LATAM <sup>1</sup></b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>0,8</b>
<b>LATAM Ex-México</b>	-2,7	-1,2	-1,1	-1,7	2,2	2,6	3,5	1,9

<sup>1</sup> Media de los 8 países mencionados. <sup>2</sup> Gobierno Central

	Tipo de cambio (frente \$ , fin de año)				Tasas de Interés (% , fin de año) <sup>3</sup>			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
<b>Argentina</b>	2,96	2,99	3,01	3,15	3,7	3,1	5,0	8,0
<b>Brasil</b>	2,89	2,72	2,28	2,65	16,5	17,8	18,0	15,5
<b>Chile</b>	603	576	514	515	2,3	2,3	4,5	5,5
<b>Colombia</b>	2865	2404	2279	2365	8,0	7,8	6,3	6,9
<b>México</b>	11,24	11,15	10,63	11,30	6,0	8,7	8,8	7,0
<b>Perú</b>	3,47	3,28	3,42	3,40	2,5	3,0	3,3	4,5

**Servicio de Estudios Económicos:**

**Director:**

José Luis Escrivá

**Subdirector:**

David Taguas

**Economistas Jefe:**

Latam y Mercados Emergentes: Luis Carranza

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Joaquín Vial

Colombia: Daniel Castellanos

Perú: David Tuesta

Venezuela: Giovanni di Placido

Norteamérica: Jorge Sicilia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

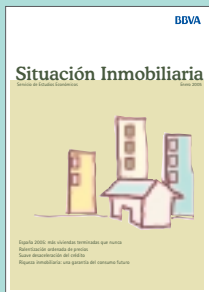
Europa: Manuel Balmaseda

Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Escenarios Financieros: Maite Ledo

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](mailto:servicio_estudios@provincial.com) Nuestras publicaciones pueden ser descargadas en [www.bbva.com](http://www.bbva.com)