

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 4, N° 1 - Primer trimestre 2008



Mayores incertidumbres en el panorama económico internacional

Se mantienen las tensiones inflacionarias en 2008

Reforma fiscal y tendencias globales

¿Camino a un tipo de cambio múltiple?

# Indice

Fecha de cierre: 30 de enero de 2008

## Editorial

### 1. Entorno internacional

Mayores incertidumbres en el panorama económico 3

### 2. Entorno Macroeconómico

¿Se agota el impulso de demanda agregada? 5

Déficit Global de Balanza de Pagos.

¿Control de cambios inefectivo? 7

Política fiscal con cierto deterioro en la solvencia para 2008 9

Recuadro: “Estimación estocástica del déficit fiscal en Venezuela” 11

Restricciones monetarias en respuesta a la inflación. 12

Se mantienen las tensiones inflacionarias en 2008. 15

Recuadro: “Cambios en el IPC” 17

### 3. Artículos

La situación de Venezuela en el ámbito fiscal frente a las reformas a nivel global 18

Modificaciones al régimen de administración de divisas. ¿Camino a un tipo de cambio múltiple? 23

### 4. Indicadores y proyecciones 27

#### Han elaborado esta publicación:

Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

**Economista Jefe :**

Alejandro Puente                      alberto\_puente@provincial.com

**Economista Principal:**

Oswaldo López                      oswaldo\_lopez@provincial.com

**Economistas:**

Samir El Jesser                      jesser\_samir@provincial.com  
Erikson Castro                      erikson\_castro@provincial.com

**Asistente de investigación**

Clarissa Santelmo                      clarissa\_santelmo@provincial.com

## Editorial

### Singularidad Venezolana ante las turbulencias internacionales

Existe amplio consenso en torno a que el último trimestre de 2007 y el primero de 2008 marcará el fin de la prolongada fase de rápida expansión que ha experimentado la economía mundial desde el año 2002. Las dudas que aún persisten se refieren a la profundidad de la desaceleración y el alcance global que esta tendrá; se discute intensamente sobre si habrá desacople (moderado efecto de la desaceleración en Estados Unidos) en Europa, en Asia o en América Latina. Los últimos eventos en los mercados regionales sugieren que será muy difícil que el resto del mundo, incluida América Latina, no se vea afectado por la fuerte desaceleración de la mayor economía del mundo.

Pero, ¿cuáles pueden ser en Venezuela los efectos de esta inflexión en el crecimiento mundial? o, para utilizar la jerga en boga, ¿habrá desacople en Venezuela?

Hasta el momento los efectos en el crecimiento de la región y concretamente en el de Venezuela no han sido significativos, aunque aun es pronto para valorarlos. Pero ha habido cierto impacto en las variables financieras de la región y menos en las de Venezuela. Un primer dato que indica el grado de desacople e incluso aislamiento de la economía venezolana al mercado mundial es el comportamiento de la Bolsa de Caracas (BDC). En los últimos tres meses, que concluyen el 25 de enero de 2008, el índice de la BDC presentó una caída de 4,4%, que contrasta marcadamente con las caídas que experimentaron en el mismo periodo el resto de los índices de las bolsas de la región, desde 7,8% en Brasil hasta 36,6% en Perú. Por el contrario, si se toma como punto de referencia el último año, el índice de la BDC presentó la mayor pérdida (16,6%), en cambio, en el resto de los países la situación va desde una pérdida de 13,7% en Colombia hasta una ganancia de 28,6% en Brasil. Es claro que la caída en Venezuela durante 2007 se debió a factores idiosincráticos: principalmente las nacionalizaciones de la CANTV y Electricidad de Caracas y la incertidumbre política.

En cambio, respecto al riesgo país la situación de Venezuela se compara desfavorablemente con la de los otros países de la región. En términos del *spread* del EMBI, el riesgo país aumentó 136 puntos básicos durante los últimos meses y 319 puntos básicos el último año, comparado con 80 y 112 puntos básicos para el conjunto de la región, respectivamente.

Ahora bien, este indicador que refleja el costo diferencial (respecto a la deuda del Tesoro de EEUU) del financiamiento externo pierde relevancia en el caso de Venezuela por dos razones: el sector público, al menos en el mediano plazo y debido al escenario petrolero favorable, tiene reducidas necesidades de financiamiento y, adicionalmente, realiza colocaciones de títulos denominados en divisas a tasas por debajo de la que supondría el indicador de riesgo debido a que, en el contexto del control de cambios, los agentes reestructuran su cartera de activos hacia otras monedas a través de estas operaciones. En el caso del sector privado, desde la instauración del control de cambios el financiamiento externo es prácticamente nulo.

La ausencia de movilidad de capitales, a pesar del tipo de cambio fijo, determinan ciertos grados de libertad a la política monetaria y de hecho en Venezuela las tasas han aumentado las últimas semanas y se anticipa mayores alzas dado el fuerte aumento de la inflación.

Sin lugar a dudas, la variable más relevante para Venezuela y que puede cambiar el aparente desacople de la economía a las turbulencias externas es el precio del petróleo. Por el momento se prevé que se mantenga elevado en 2008, con un precio promedio incluso superior al de 2007 y recién en 2009 se anticipa un nivel inferior al del año pasado, aunque todavía relativamente elevado. Lo que explica estas expectativas es la percepción general de que Asia y particularmente China (donde se han producido los mayores aumentos de demanda los últimos años), no reducirían su crecimiento de manera importante durante los próximos años. Si esta expectativa no se confirma el efecto de la desaceleración mundial en Venezuela podría ser mayor.

De manera que no se espera un efecto muy profundo de la desaceleración de la economía mundial en Venezuela. Los factores que determinarán el comportamiento del PIB, los precios, el tipo de cambio y las tasas de interés son esencialmente locales y se analizan en profundidad en éste el primer Situación Venezuela de 2008.

# I. Entorno internacional

## Mayores incertidumbres en el panorama económico

El inicio de año sigue marcado por las incertidumbres, en un contexto en el que el continuo deterioro de la situación financiera lleva a que los riesgos sobre la economía real se hayan intensificado.

Este mantenimiento de las incertidumbres deriva en gran parte de que la crisis de liquidez esté siendo más severa y persistente de lo inicialmente previsto. Todo ello, a pesar de las continuas intervenciones de liquidez de los bancos centrales para tratar de aliviar el tensionamiento existente en los mercados monetarios. En este sentido, cabe destacar, dos actuaciones. Por un lado, la inyección de liquidez extraordinaria del BCE del 18 de diciembre, sin precedentes tanto en plazo como en cuantía, que ayudó a aliviar las tensiones propias del pase de año. Y, por otro lado, el plan de acción coordinado de los principales bancos centrales anunciado en diciembre, donde el elemento más destacable es la nueva facilidad de la Reserva Federal para inyectar más liquidez, denominada TAF. A pesar de que ambas medidas contribuyeron a aumentar la liquidez disponible en el sistema, a día de hoy se han mostrado todavía insuficientes y los problemas, aunque atenuados, todavía persisten en los mercados interbancarios.

De todas formas, los problemas de financiación bancaria se extienden más allá de los mercados monetarios, tal y como ha quedado plasmado con la paralización de las emisiones a nivel global y con la evolución del mercado de papel comercial, especialmente de aquel respaldado por colateral (ABCP).

A todo esto se une las pérdidas reconocidas por el sector bancario, que han derivado en una situación en la que la ralentización del crédito es más probable. Así, las reducciones en el valor de los activos reconocidas por la banca por ahora ascienden a más de 100mM\$, siendo, por áreas geográficas, la banca americana la más castigada.

Todo ello, en un contexto, en el que se ha producido un fallo secuencial del mercado hipotecario estadounidense, donde los problemas iniciales de los originadores se han ido trasladando a las empresas patrocinadas por el gobierno, Fannie Mae y Freddie Mac, a las principales aseguradoras de bonos, MBIA y Ambac, y en última instancia a la banca comercial en EE.UU.

### ¿De la economía financiera a la economía real?

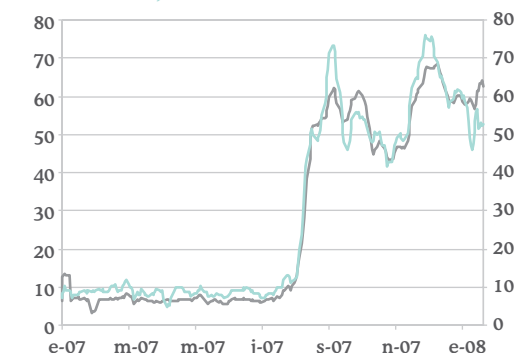
En el principio de las turbulencias, había quedado patente el deterioro de las condiciones financieras, mientras, la situación económica parecía continuar relativamente sólida. No obstante, en los últimos meses se han ido observando tres canales que evidencian un cierto contagio de la situación financiera a la economía real.

Así, en primer lugar, ya se está empezando a evidenciar una cierta moderación del crédito a través de las encuestas de préstamos bancarios en las principales economías desarrolladas, que ya dan señales de restricción del crédito bancario. En segundo lugar, se ha producido una significativo deterioro de las confianzas, tanto de los consumidores como de los empresarios, que apuntarían hacia una ralentización de la economía, tanto en EE.UU. como en Europa. En tercer y último lugar, un elemento relativamente nuevo como es el reciente retroceso de los mercados bursátiles a nivel global, que si bien antes no recogían un escenario tan negativo, han empezado a cotizar una notable ralentización, no sólo de la economía estadounidense.

Además, la reciente evolución de los distintos indicadores macroeconómicos, con importantes sorpresas a la baja, también apuntaría a un deterioro de la situación económica.

## Indicador de tensiones de liquidez interbancaria:

Diferencial (LIBOR12M -Expectativas Política Monetaria 12M)

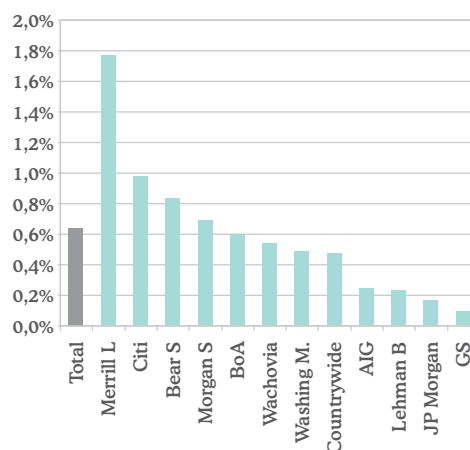


■ EE.UU.

■ UEM

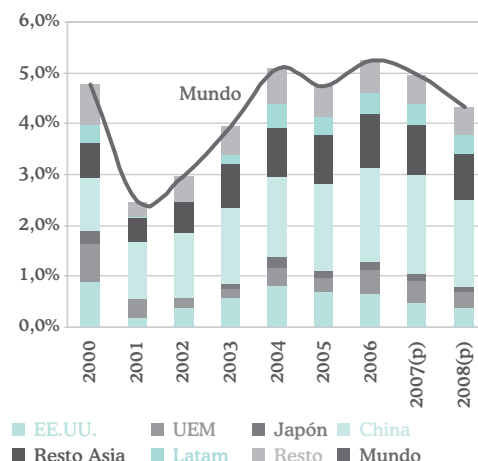
Fuente: Bloomberg. LIBOR12 M - OIS12M (Overnight Index Swap). Med.móv. 5 días

## Bancos americanos: Write-offs anunciados sobre activos



Fuente: BBVA a partir de datos de Bloomberg y FT

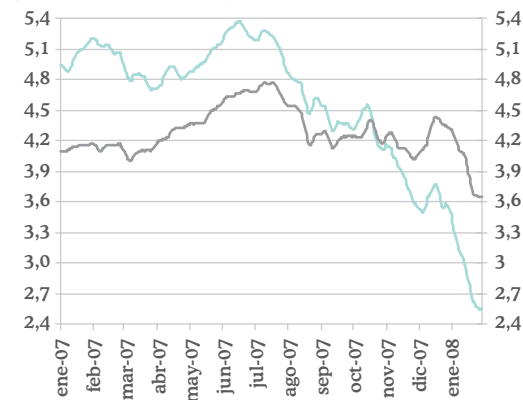
## Crecimiento mundial y Contribución por áreas (%)



Fuente: FMI y BBVA

### Expectativas de política monetaria a un año

(media móvil 1 semana)



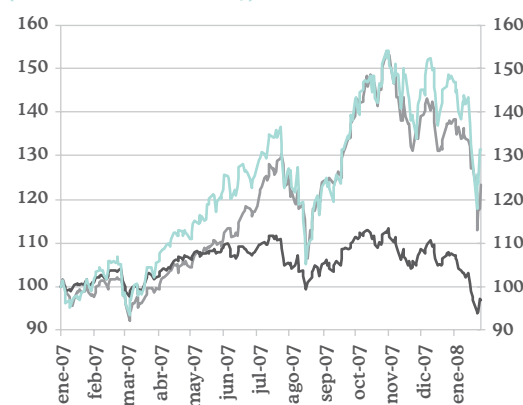
■ EE.UU.

■ UEM

Fuente: Bloomberg y SEE de BBVA

### MSCI index

(Índice 100 = 01/01/2007)



■ Latam

■ Asia

■ Desarrollados

Fuente: Bloomberg y SEE de BBVA

### Dólar-euro vs. diferencial de expectativas de PM a un año entre EE.UU. y la UEM



■ Difer. expectativas PM a un año EE.UU.-UEM (esc. inversa)

■ Dólar-euro

Fuente: Bloomberg y SEE de BBVA

El fuerte crecimiento de la economía estadounidense del tercer trimestre de 2007, un 4,9% trimestral anualizado, contrastará con el pobre desempeño de la economía en el cuarto trimestre, dada la debilidad de los datos publicados. De este modo, el crecimiento de la economía norteamericana para el conjunto del año se ubicará en promedio en el 2,1%. Hacia adelante, se espera que continúe el dinamismo mostrado por la renta disponible y las exportaciones, contrarrestando en parte el hecho de que la inversión residencial continuará restando al crecimiento, ante un ajuste más prolongado del precio de la vivienda. Además, cabe destacar el papel de la política fiscal como posible amortiguador, tras las medidas fiscales adoptadas por la administración Bush para estimular la economía. Por ello, en 2008 la economía de EE.UU. crecerá en promedio un 1,7%.

En este contexto, la situación se acabará trasladando a Europa, en contra del de-coupling que cotizaba el mercado hasta hace poco. De todas formas, es cierto que lo más probable sea que lo haga con un retraso de uno o dos trimestres y el impacto sea moderado. Así, el crecimiento de la economía europea se ralentizará hasta el 1,8% en 2008, desde el 2,6% en 2007.

### Los bancos centrales serán claves

En conjunto vivimos en un mundo en el que recientemente se ha producido un repunte a nivel global de la inflación, guiado fundamentalmente por los altos precios de los alimentos y de la energía. Sin embargo, la conjunción de una desaceleración de la demanda a nivel global, unida a la ausencia de presiones salariales y unas perspectivas de moderación paulatina del precio del petróleo, que en media este año se ubicará en torno a los 80\$/barril, llevan a pensar que el repunte será transitorio y que los precios empezarán a moderarse una vez pasado el primer trimestre del año.

Lo anterior unido a que los riesgos a la baja sobre el crecimiento se han mantenido e, incluso, se han intensificado, nos lleva a pensar que los bancos centrales vayan a ser a partir de ahora más activos en política monetaria. Un claro ejemplo, en este sentido, ha sido la Reserva Federal. Entre septiembre y diciembre relajó los tipos por una cuantía total de 100pb, desde el 5,25%. Luego, por sorpresa antes de su reunión de enero, en una intervención de urgencia recortó el precio oficial del dinero en 75pb, ubicándolo en el 3,50%, debido al deterioro de las condiciones financieras y, en particular, del ya citado desplome de los mercados bursátiles. De todas formas, el mercado espera que ésta no sea la última bajada y descuenta recortes adicionales, lo que nos podría llevar a ver una pendiente todavía más inclinada en los mercados de deuda.

Por su parte, el BCE, por ahora ha mostrado mayor resistencia a bajar los tipos de interés debido a los repuntes de inflación, especialmente en Alemania. En sus últimas intervenciones ha tratado de mantener un cierto tono alcista, para intentar contener las expectativas de inflación y evitar los temidos efectos de segunda ronda. Sin embargo, aunque lo haga de una forma más lenta, el BCE relajará su política monetaria en primavera, una vez los riesgos sobre el crecimiento sean más patentes y haya quedado atrás el pico de inflación. En este sentido, es significativo el vuelco que han dado las expectativas de política monetaria en Europa. El mercado hasta hace poco descontaba el mantenimiento del tipo "refi" en el 4%, mientras que en las últimas semanas ha empezado a descontar al menos una bajada del precio oficial del dinero en Europa.

Por último, cabe destacar la reciente debilidad del dólar-euro, fuertemente condicionado por el deterioro de la situación financiera y por el de-coupling de expectativas de política monetaria entre EE.UU. y Europa cotizado por el mercado. Su deterioro parece haberse frenado ante el giro a la baja en las perspectivas para la economía europea, en particular, de las expectativas de política monetaria, tal y como ya ocurrió en otros cruces, como la libra esterlina y el dólar canadiense. Por ello, todo parece indicar que, aunque pueda persistir su debilidad en el corto plazo, éste ya no tenga mucho más recorrido a la baja.

## 2. Entorno Macroeconómico

### ¿Se agota el impulso de demanda agregada?

En el año 2007, la economía venezolana nuevamente sorprende con un crecimiento por encima de su producto potencial. De acuerdo a cifras provisionales publicadas por el Banco Central de Venezuela (BCV), el producto interno bruto (PIB) del cuarto trimestre del año registró un crecimiento de 8,2% respecto al cuarto trimestre del año previo, completando así 17 trimestres consecutivos de crecimiento con un promedio de 11,9%. En términos anuales, el PIB experimentó un crecimiento de 8,4% respecto al año 2006, y, al igual que en los 3 años previos, dicho crecimiento estuvo apalancado en el buen desempeño del sector no petrolero, el cual presentó una expansión de 9,7%, mientras que el sector petrolero experimentó una contracción de 5,3%.

Dentro del sector no petrolero, las actividades económicas que registraron mayor crecimiento en el año fueron: “comunicaciones” 21,7%, “instituciones financieras y seguros” 20,6%, “comercio y servicios de reparación” 17,3%, “transporte y almacenamiento” 13,7%, mientras que los sectores de “manufactura” y “minería” experimentaron crecimientos de 7,5 y 1,4%, respectivamente, lo cual muestra una vez más, un sesgo a la producción de bienes propios del sector no transable, en detrimento de la producción de bienes transables (o comerciables internacionalmente).

Por su parte, la demanda agregada interna (DAI) continuó creciendo a un mayor ritmo del que lo hace el PIB, al experimentar una expansión de 18,2%, aumentando de esta manera la brecha entre la demanda y la producción doméstica, generando así un nuevo impulso en las importaciones que crecieron en 31,9%, en tanto que las exportaciones decrecieron en 5,3%.

Entre los componentes de la demanda agregada interna el más dinámico fue la formación bruta de capital fijo, con un crecimiento de 24,5%, seguido por el consumo privado que creció 18,7%. Entre tanto, el gasto de consumo público presentó un crecimiento de 4,8%.

### ¿Que hay detrás de las elevadas tasas de crecimiento?

Desde el cuarto trimestre del año 2003 y hasta el cuarto trimestre del 2006, la expansión fiscal apoyada en los elevados precios en el mercado petrolero, aunada a una política monetaria expansiva, fueron los principales determinantes del importante crecimiento en la DAI, 21,2% en promedio, la cual a su vez ha estimulado un mayor dinamismo en las actividades del sector no petrolero.

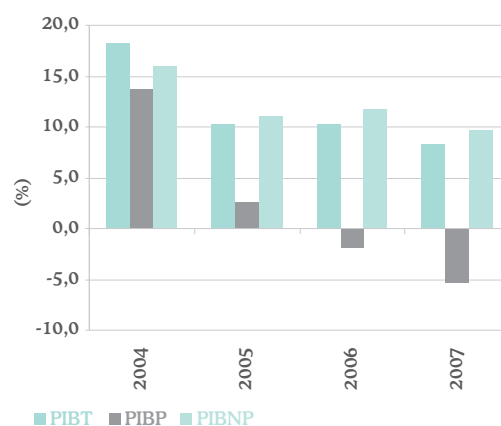
Este año, a pesar de una contracción en el gasto fiscal del gobierno central y una expansión más moderada en la liquidez monetaria, con variaciones de -3% y 6,5% en términos reales respectivamente, la DAI apoyada en las bajas tasas de interés y en la sobrevaluación del signo monetario<sup>1</sup>, continúa la senda expansiva iniciada en 2003 impulsando nuevamente el crecimiento del sector no petrolero.

### Perspectivas

Hay que destacar, que el impulso económico que ha tenido la demanda agregada no será el mismo en los próximos años, básicamente por

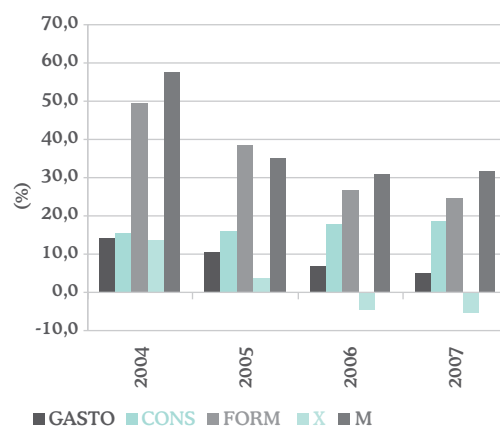
<sup>1</sup>La apreciación de la moneda disminuye el precio relativo de las importaciones, lo que implica, un impulso al consumo de bienes importados que se traduce en expansión de la DAI.

### Tasa de Crecimiento Anual del PIB



Fuente: BCV y Cálculos Propios.

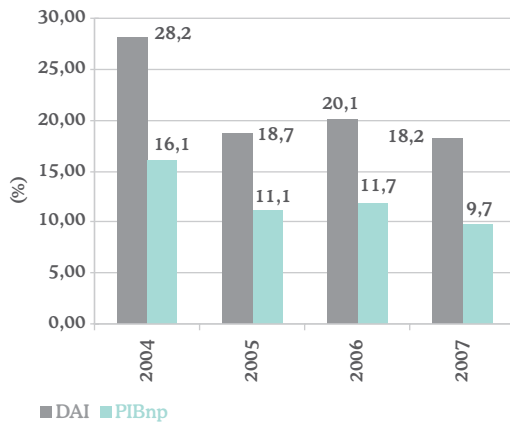
### Tasa de Variación Anual de la Demanda Agregada y las Importaciones



Fuente: BCV y cálculos propios

### Demanda vs. PIB no petrolero

(variación anual)



Fuente: BCV y Cálculos Propios.

problemas de restricciones oferta, ya que, de acuerdo a nuestras estimaciones la economía venezolana se encuentra produciendo por encima de su producto potencial desde el año 2006, lo cual no es sostenible por mucho tiempo y ya en el 2007 se evidenciaron dichas restricciones a través de las presiones inflacionarias que se han presentado los últimos meses.

Finalmente, en nuestro escenario base para el año 2008, la economía estará expuesta a presiones inflacionarias, incrementos de tasas de interés y medidas más restrictivas en el control cambiario, lo que hace esperar una desaceleración en el boom de consumo de los últimos trimestres. Sin embargo, la demanda agregada apoyada en los precios del petróleo continuará impulsando el crecimiento económico, pero como se menciona arriba su efecto será más limitado. En este entorno, se estima que el PIB durante 2008 experimentará un crecimiento en torno a 5,7%, explicado por un crecimiento de 6,6% del sector no petrolero y una contracción del sector petrolero de 2,0%.



## Déficit Global de Balanza de Pagos. ¿Control de cambios inefectivo?

Las cifras preliminares de Balanza de Pagos muestran un déficit global de USD 5,922 millones, cuyo registro constituye el primer saldo negativo en las cuentas externas del país durante todo el período de control de cambios. La mayor paradoja de este resultado radica en que la fuente del déficit fue el elevado saldo negativo de la cuenta financiera, cuyo comportamiento se pretende regular aplicando el régimen de administración de divisas.

La holgura externa derivada del favorable escenario petrolero había permitido atenuar en los últimos años el déficit creciente de la balanza asociada a los flujos de capitales, sin embargo, la magnitud adquirida este año contrapesó el favorable saldo en balanza de bienes y servicios. Para el año 2007 la cuenta corriente cerró con saldo positivo de USD 21,779 millones, de los cuales destaca el relevante incremento de las importaciones (USD 44,463 millones), aumentando en términos anuales en 36,8%, sobre el ligero aumento de las exportaciones (USD 69,534 millones) de 6.6% en el año.

### Aumento de los precios del petróleo en el segundo semestre mejoró el saldo en cuenta corriente

Al primer trimestre del año el resultado en cuenta corriente presentaba un panorama preocupante, el precio de la cesta venezolana de petróleo en descenso y la producción de hidrocarburo contrayéndose (única actividad de la economía que registró caída para el año 2007). Esta combinación determinó una contracción parcial de las exportaciones totales de 10.3%, que en un contexto expansión de importaciones significó el menor superávit de cuenta corriente desde el año 2003 (USD 3,404 millones). Sin embargo, la fuerte reacción expansiva del precio del crudo venezolano en los meses posteriores determinó la mejora de la cuenta corriente al cierre del año. Al tercer trimestre del año las exportaciones petroleras significaban el 89,6% del total de exportaciones, concentración que ha venido progresivamente incrementándose en los últimos años. Las importaciones en el año estuvieron favorecidas por la mayor flexibilidad otorgada por Cadivi para liquidar este tipo de transacciones y la continua apreciación real de la moneda que estimula la demanda de productos de origen externo.

### Déficit de cuenta financiera. ¿Control de cambios inefectivo?

No obstante continuar vigente el régimen de administración de divisas, por noveno año consecutivo la cuenta financiera de la balanza de pagos presenta saldo negativo. El déficit de esta balanza fue de USD 24,860 millones, los cuales superaron en 29,8% el resultado del año 2006. La mayor incidencia en este comportamiento lo representó la recomposición de cartera realizada por el sector público que transfirió activos externos a Fonden a través de desacumulación de Reservas Internacionales (USD 6,770 millones) y PDVSA (USD 6,236 millones). Asimismo la liquidación en el exterior de parte de los Bonos de PDVSA emitidos el primer semestre del año (USD 7.500 millones) y parte de los Bonos colocados por el gobierno en el mercado interno pero denominados en dólares. Por el lado de las inversiones directas, incidió el saldo negativo generado por la adquisición de las empresas de servicio CANTV, Electricidad de Caracas y empresas petroleras privadas, por parte del gobierno.

El monto de reservas internacionales registró una reducción asociada fundamentalmente al traspaso de divisas realizada por el ente emisor al Fonden como parte del financiamiento estipulado por ley. Tomando en consideración las cifras preliminares publicadas por el Central, el

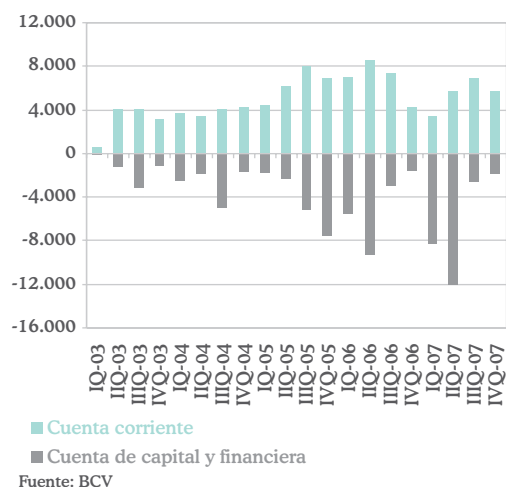
## Balanza de pagos venezolana anual resumida

(Millones de USD)

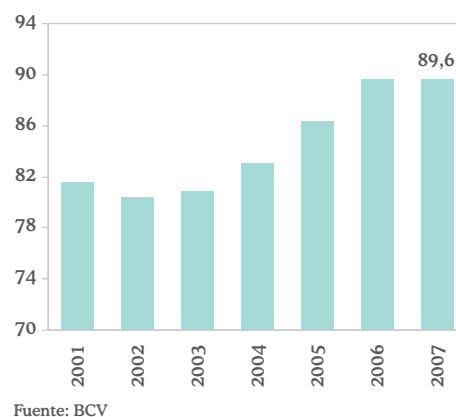
	2005	2006	2007 <sup>1/</sup>
<b>Cuenta corriente</b>	25.447	27.149	21.779
Saldo en bienes	31.708	32.712	25.071
Exportaciones de bienes f.o.b.	55.716	65.210	69.534
Importaciones de bienes f.o.b.	-24.008	-32.498	-44.463
Saldo en servicios	-3.997	-4.433	-5.687
Saldo en renta	-2.202	-1.092	2.775
Saldo en bienes, servicios y renta	25.509	27.187	22.159
Transferencias corrientes	-62	-38	-380
<b>Cuenta de capital y financiera</b>	-16.400	-19.147	-24.860
Inversión directa	1.422	-2.666	-2.283
Inversión de cartera	935	-9.327	4.781
Otra inversión	-18.757	-7.154	-27.358
<b>Errores y omisiones</b>	-3.593	-2.864	-2.841
Saldo en transacciones corrientes y de capital	5.454	5.138	-5.922
Reservas	-5.454	-5.138	5.922
Activos	-5.424	-5.078	5.609
Pasivos del BCV	-30	-60	313

1/ Cifras preliminares  
Fuente: BCV

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

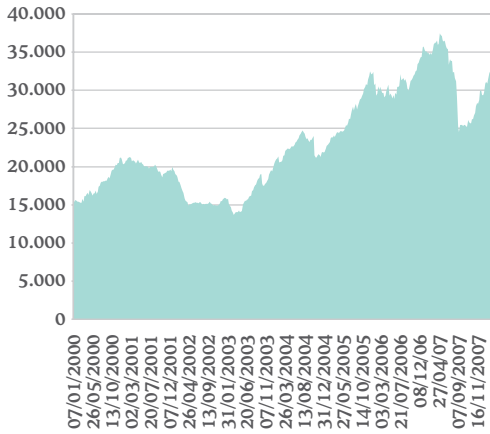


## Exportaciones petroleras (% Exportaciones totales)



### Evolución semanal de las Reservas Internacionales Totales (incluye FEM)

(Millones de USD)



Fuente: BCV

stock de divisas se redujo en USD 3,363 millones de dólares. La transferencia de recursos al Fonden se ubicó en 2007 en USD 6,677 millones, que sumados a los aportes realizados desde el 2005 se ubican en USD 17,045 millones. Si bien estos recursos permanecen en manos del sector público, los objetivos de administración divisas como mecanismo de respaldo a contingencias externas no están asegurados.

### Perspectivas para el 2008. Posibles tensiones en la cuenta corriente

El comportamiento reciente de la balanza de pagos muestra la cada vez mayor dependencia de las exportaciones petroleras como mecanismo de financiamiento de transacciones externas para nuestra economía. Esta dependencia se torna peligrosa si las condiciones del mercado petrolero desmejoran. En este sentido, el contexto de cotizaciones del crudo para el año 2008 es altamente relevante.

Una posible desaceleración en la economía norteamericana, principal destino de exportación de la economía venezolana, podría debilitar el mercado petrolero y poner límites para el flujo de divisas hacia el país. La dinámica reciente de los ingresos petroleros fundamentada en incremento de ingresos vía precio y no cantidades, acentúa la situación de alerta debido a la limitada capacidad de atenuar la reducción de los precios con ganancias en cantidades producidas mediante mayores colocaciones o diversificaciones de mercado.

No obstante, por el lado de movimientos de capitales no se vislumbran impactos no controlables en la cuenta capital y financiera por las repercusiones de la crisis de liquidez del mercado financiero internacional. La vigencia del control de cambios, precisamente aísla la economía de posibles movimientos de recomposición de portafolio de capitales internacionales y permite moderar los impactos adversos de este tipo de choques.

## Política fiscal con cierto deterioro en la solvencia para 2008

Al comenzar 2008 y mirar lo que fue el desempeño fiscal de 2007 destacan dos cosas: un comportamiento mejor al esperado en el lado de los ingresos (tanto provenientes del sector petrolero como del no petrolero) y una notable desaceleración en el crecimiento del gasto.

Con relación a los ingresos, la favorable evolución de los precios del petróleo, con un promedio para la cesta de exportación petrolera venezolana de 65,2 US\$/bl., un aumento de 15,6% respecto de 2006, determina de acuerdo a nuestras estimaciones un crecimiento de 13,4% en los ingresos petroleros del Gobierno Central, para alcanzar los 80,9 millardos de bolívares fuertes (Bs. F.). Es importante recordar que los ingresos por concepto de impuesto sobre la renta se recaudan con base al precio de referencia definido en la elaboración del presupuesto, que fue de 29 US\$/bl en 2007, 3 US\$/bl más alto que en 2006, y no respecto al precio efectivo. En cambio, los ingresos no tributarios, principalmente conformados por la regalía, se recaudan con base en los ingresos brutos efectivos. Este mecanismo, además de suponer un menor crecimiento de los ingresos fiscales petroleros para el Gobierno Central (el excedente de ingresos petroleros respecto a los presupuestados alimenta el Fondo de Desarrollo Nacional (FONDEN)), determina una tasa de crecimiento inferior a la que supondría el comportamiento con base en los precios efectivos.

En cuanto a los ingresos no petroleros, de acuerdo al Servicio Integrado de Administración Aduanera y Tributaria (SENIAT), estos alcanzaron a Bs.F. 64,1 millardos, con un sobre cumplimiento de 8,3% respecto a la meta establecida por el Ministerio de Finanzas de Bs.F. 59,2 millardos. Este excedente se originó en resultados mayores a los presupuestados en el impuesto sobre la renta, Bs. F. 21,6 millardos (6,4% sobre la meta), la renta aduanera, Bs.F. 9,4 millardos (31,9% de sobre cumplimiento) y en el nuevo impuesto a las transacciones financieras (ITF) que recaudó Bs.F. 2,7 millardos. En cambio, la incidencia del IVA fue menor, ya que producto del recorte a la tasa de 5% (3pp en marzo y 2pp en julio) , para dejarla en 9%, la recaudación fue 6,2% inferior a la meta y alcanzó los Bs.F. 28,1 millardos. También, producto de los aumentos en las tasas impositivas sobre licores y cigarrillos se obtuvo una recaudación mayor a la presupuestada, si bien de mayor incidencia en los ingresos totales.

Con relación a los gastos, la desaceleración del crecimiento fue notable entre 2006 y 2007, ya que de crecimientos nominales y reales de 59,7% y 40,7% en 2006, respectivamente, se pasó a aumentos de 15,2% en términos nominales y -3% en términos reales. De esta forma, el gasto fiscal primario se ubicó en Bs.F. 118,8 millardos.

El anterior comportamiento de ingresos y gastos, de acuerdo a nuestras últimas estimaciones, supondría un superávit financiero para el Gobierno Central que alcanzaría el 1,5% del PIB. El superávit primario llegaría a 3,1%, en tanto el déficit petrolero (ingresos no petroleros menos gastos totales) se reduciría respecto al de 2006 (15,9%) para ubicarse en 12,8%, resultado notable teniendo en cuenta los elevados precios del petróleo, pero magnificado por la forma como se computa el ISLR petrolero antes mencionada.

### Resultado fiscal del Gobierno Central para 2008

Con base en las estimaciones del resultado fiscal del Gobierno Central que se presentan en la Exposición de Motivos de la Ley de Presupuesto 2008, y ajustando algunas partidas allí presentadas, se realiza un ejercicio para determinar el superávit/déficit fiscal durante el año 2008.

Los principales ajustes realizados son en los ingresos petroleros por concepto de ISLR y regalía. En el caso de los primeros, simplemente se aumenta la recaudación de 2008 en línea con el ajuste en el precio de referencia para la cesta de exportación petrolera venezolana (que pasa de 29 US\$/bl a 35 US\$/bl), y en el caso de los segundos se asume una expansión de volumen de producción de 3% y un precio promedio de 71,7 US\$/bl, coherente con el escenario del grupo BBVA para el precio promedio del crudo Brent para 2008.

Por el lado de los gastos el ajuste se da sólo en las transferencias corrientes y de capital, por efecto del aumento del Situado Constitucional (asignación a gobiernos locales) al ajustarse los ingresos ordinarios. Para el resto de los gastos se toman las estimaciones de la Oficina Nacional de Presupuesto.

Con los anteriores supuestos, para 2008 el superávit financiero se reduciría de 1,5% a 0,5% del PIB, el primario pasaría de 3,1% a 2,1% y el petrolero prácticamente permanecería estable al situarse en -12,7% del producto.

Es importante destacar que este deterioro se daría a pesar del escenario petrolero más favorable para 2008 y debido al efecto de la inflación en las partidas del gasto.

## Gobierno Central

### Resultado Financiero

(Millones de Bs. F.)

CONCEPTO	2007	% PIB	2008	% PIB
<b>A. TOTAL INGRESOS</b>	145.318	29,5%	161.165	27,5%
<b>A.1. INGRESOS CORRIENTES</b>	145.076	29,4%	161.165	27,5%
Ingresos Tributarios	83.261	16,9%	92.237	15,7%
Petroleros	19.121	3,9%	21.027	3,6%
No Petroleros	64.140	13,0%	71.210	12,1%
Impuesto sobre la Renta	21.560	4,4%	22.375	3,8%
ICSVM / IVA	28.100	5,7%	27.148	4,6%
Importación Ordinaria	9.430	1,9%	11.220	1,9%
Renta de Licores	918	0,2%	1.760	0,3%
Renta de Cigarrillos	1.360	0,3%	2.347	0,4%
Impuesto al Débito Bancario	2.530	0,5%	6.072	1,0%
Otros	242	0,0%	288	0,0%
Ingresos no Tributarios	61.815	12,5%	68.928	11,7%
Petroleros	51.264	10,4%	56.375	9,6%
Regalía Petrolera	48.164	9,8%	52.966	9,0%
Dividendos de PDVSA	3.100	0,6%	3.409	0,6%
No Petroleros	10.550	2,1%	12.553	2,1%
<b>A.2. INGRESOS DE CAPITAL</b>	0	0,0%	0	0,0%
<b>B. TOTAL GASTOS y CONCESIÓN NETA DE PRÉSTAMOS</b>	137.807	27,9%	158.225	27,0%
<b>B.1. TOTAL GASTO</b>	135.851	27,6%	157.963	26,9%
<b>B.1.1. GASTOS CORRIENTES</b>	98.215	19,9%	115.432	19,7%
Gastos de Operación	30.126	6,1%	37.618	6,4%
Remuneración del Trabajo	24.397	4,9%	29.716	5,1%
Compra de Bienes y Servicios	4.989	1,0%	6.043	1,0%
Otros	740	0,2%	1.859	0,3%
Intereses, comisiones de deuda pública y pérdidas del BCV	7.741	1,6%	10.034	1,7%
Intereses y Comisiones de Deuda Pública	7.741	1,6%	10.034	1,7%
Interna	0	0,0%	0	0,0%
Externa	0	0,0%	0	0,0%
Pérdidas Cuasifiscales del BCV	0	0,0%	0	0,0%
Gastos por Transferencias	60.348	12,2%	67.780	11,6%
<b>B.1.2. GASTOS DE CAPITAL</b>	37.396	7,6%	42.291	7,2%
Formación Bruta de Capital	4.341	0,9%	5.165	0,9%
Transferencias	33.055	6,7%	37.126	6,3%
<b>B.1.3. GASTO EXTRAPRESUPUESTARIO</b>	240	0,0%	240	0,0%
<b>B.2. CONCESIÓN NETA DE PRÉSTAMOS</b>	1.956	0,4%	262	0,0%
<b>C. SUPERÁVIT O DÉFICIT PRIMARIO</b>	15.252	3,1%	12.975	2,2%
<b>D. SUPERÁVIT O DÉFICIT CORRIENTE (ahorro corriente)</b>	46.861	9,5%	45.733	7,8%
<b>E. SUPERÁVIT O DÉFICIT NO PETROLERO</b>	-63.116	-12,8%	-74.462	-12,7%
<b>F. SUPERÁVIT O DÉFICIT FINANCIERO</b>	7.511	1,5%	2.941	0,5%

Fuente: Ministerio de Finanzas y cálculos propios

## Estimación estocástica del déficit fiscal en Venezuela

En los estudios para determinar la sostenibilidad fiscal de un país usualmente se omite un elemento fundamental: la incertidumbre. Dicha incertidumbre generalmente está asociada a la volatilidad de alguna materia prima, que explica buena parte de las exportaciones, los ingresos fiscales e incluso el desempeño global de la economía. Venezuela es un caso paradigmático en este sentido, por lo cual resulta relevante evaluar la pertinencia de las medidas tradicionales de sostenibilidad fiscal y compararlas con enfoques modernos, como el que se propone, que enfatizan la incertidumbre en las estimaciones.

Los estudios tradicionales de sostenibilidad fiscal se basan en la siguiente expresión:

$$s = (r - g)d$$

Donde  $r$  es la tasa de interés real,  $g$  la tasa de crecimiento del producto,  $d$  la razón deuda a PIB y  $s$  el superávit primario. La intuición detrás de esta fórmula es sencilla: un nivel de deuda es sostenible en el largo plazo si el servicio de la misma, incluyendo intereses, puede ser cubierto por el déficit primario.<sup>1</sup>

Si se reemplaza las variables de esta ecuación por sus estimaciones puntuales se obtiene una estimación estática de sostenibilidad. Para perfeccionar este enfoque, se han desarrollado variantes que introducen factores dinámicos o inter-temporales en el comportamiento de las variables.

En enfoques más recientes, altamente relevantes para economías en desarrollo, se enfatiza el papel que juega la incertidumbre en las estimaciones de sostenibilidad fiscal<sup>2</sup>. Particularmente, en el caso de Venezuela esta aproximación resulta especialmente útil, dada la volatilidad que presentan los ingresos petroleros y el efecto que a su vez éstos tienen sobre los ingresos fiscales no petroleros y, en general, en el desempeño económico.

Ahora bien, esta aproximación aplicada al caso venezolano requiere, como se menciona arriba, tomar en cuenta la relación entre *shocks* petroleros y no petroleros. La hipótesis que se maneja es que la relación causal entre estas variables se origina de los primeros hacia los segundos. De forma que en la estimación de la distribución para el déficit del Gobierno Central en Venezuela se debe tomar en cuenta qué parte de los ingresos no petroleros dependen de la dinámica en el sector petrolero.

En este sentido, la estimación se realizó en dos etapas: en primer lugar, se estima un modelo para determinar los precios del petróleo y se realizan 1000 simulaciones para obtener su distribución de probabilidad empírica. Luego, se estima un modelo para determinar los ingresos no petroleros tomando, entre otros factores, la variable precio del petróleo como explicativa y realizando 1000 simulaciones de los ingresos no petroleros condicionados a cada trayectoria posible del precio del petróleo.

Como los diferentes estados de la naturaleza que surgen del anterior proceso suponen cambios en los gastos legales –asignaciones de Situado Constitucional que son función de

los ingresos ordinarios-, se ajustan estas partidas para cada realización considerada. De esta forma, la distribución empírica del déficit que se obtiene considera el comportamiento estocástico de los ingresos petroleros, el comportamiento estocástico de los ingresos no petroleros condicionados en los primeros, y el efecto de las variaciones de los ingresos ordinarios en el gasto.

El resultado de la distribución empírica del superávit financiero como proporción del PIB total, indica que el valor esperado del mismo para 2008 sería 1,23pp, con una probabilidad muy baja de déficit, que alcanzaría a 0,14pp para el percentil 1 y existiendo apenas un 10% de probabilidad de que el superávit se ubique por debajo de 0,3pp. En términos del superávit primario, igualmente como porcentaje del PIB total, la probabilidad de que el mismo supere los 2pp es bastante elevada, aproximadamente 90%.

Es posible que este resultado, evidentemente favorable, esté sobreestimado por una distribución de precios para el petróleo venezolano que le asigna muy poca probabilidad a valores inferiores a 50 US\$/bl y supuestos para el comportamiento del gasto que replican la contención observada durante 2007.

Finalmente, usando datos esperados de tasas de interés, crecimiento y nivel del producto para 2008, y observados de deuda para 2007, se estima la ecuación sencilla de sostenibilidad discutida más arriba, obteniéndose un valor de 0,9pp para el miembro derecho de la misma. Al comparar este resultado con el valor esperado para el superávit primario de 2,94pp, se arriba a una situación de elevada holgura en la sostenibilidad de las cuentas fiscales de Venezuela.

La pregunta que cabe es ¿cómo se compara este resultado con los análisis tradicionales de sostenibilidad? En primer lugar habría que señalar que en esencia en los enfoques intertemporales se hace una estimación de la trayectoria esperada del superávit primario, por lo que más allá de la incertidumbre que pueda existir respecto a la predicción misma está el hecho de que se trata de una estimación puntual. En el resultado que se presenta, además del valor esperado se estima la distribución empírica de superávit, de manera que tomar esta distribución como representativa del comportamiento futuro del superávit equivale a suponer que es estacionaria, vale decir, estable. Pero incluso aceptando las dificultades, en muestras pequeñas, para establecer la estacionalidad de una variable es razonable suponer que es mayor la estabilidad de la distribución del superávit que de una estimación puntual. Adicionalmente, con parámetros como la varianza o valores extremos como los percentiles de la cola inferior de la distribución es posible hacer stress testing, o análisis de riesgo extremo.

En definitiva, la estimación que considera la incertidumbre aporta más información, particularmente referida a riesgos de insostenibilidad y la probabilidad asociada a los mismos.

	SUPERÁVIT O DÉFICIT PRIMARIO	SUPERÁVIT O DÉFICIT FINANCIERO
Percentil 99	5,17%	3,46%
Percentil 95	4,27%	2,56%
Percentil 90	3,91%	2,20%
Promedio	2,94%	1,23%
Percentil 10	2,01%	0,30%
Percentil 5	1,85%	0,14%
Percentil 1	1,57%	-0,14%

<sup>1</sup> Estimaciones de sostenibilidad fiscal para Venezuela a partir de esta condición se presentan en el Situación Venezuela N° 4, 2006.

<sup>2</sup> Dos referencias de interés sobre enfoques que incorporan la incertidumbre en el análisis son: Theodore Barnhill y George Kopits, 2003, "assessing Financial Sustainability under Uncertainty", IMF, WP N° 03/79, y Marcio Garcia & Roberto Rigobon, 2004, "A Risk Management Approach to Emerging Markets' Sovereign Debt Sustainability with an Application to Brazilian Data", IMF, WP N° 10336.

## Metas Macroeconómicas oficiales y Resultado anual 2005-2007

ΔPIB Real	Meta	Realizado	Diferencia (pp)
2005	5,0%	10,3%	5,3
2006	5,0%	10,3%	5,3
2007	5,0%	8,4%	3,4

Inflación	Meta	Realizado	Diferencia (pp)
2005	18,0%	14,4%	-3,6
2006	12,0%	17,0%	5,0
2007	12,0%	22,5%	10,5

Fuente: Proyectos de presupuesto fiscal 2005, 2006 y 2007, BCV y cálculos propios

## Reacciona la política económica frente a la inflación

La desviación entre los valores anuales efectivamente realizados y las metas oficiales propuestas en términos de crecimiento de la actividad e inflación, reflejan con claridad que las autoridades han dado prioridad al crecimiento de la actividad sobre la inflación, ello en un esquema en el que la fuerte expansión de la demanda agregada interna de la economía ha sido el principal factor de estímulo de la actividad, aún cuando su crecimiento en mayor proporción que la oferta interna genere tensiones alcistas sobre los precios. No obstante, la persistencia de presiones inflacionarias y los indicios de agotamiento en la capacidad de la economía para sostener los niveles de expansión de la actividad observada los tres últimos años, han impulsado ajustes en la implementación de las políticas fiscal y monetaria que señalizan un posible cambio, si no de las prioridades de política, al menos en el ajuste de su ponderación, en el que el control de la inflación adquiere una dimensión de mayor relevancia.

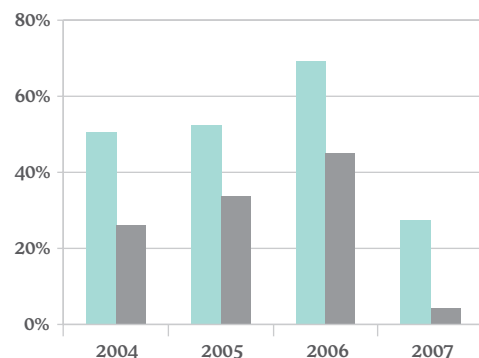
Durante el año 2007, se implementaron un conjunto de medidas que, en el marco del plan antiinflacionario anunciado, se dirigían fundamentalmente a frenar el crecimiento monetario y fortalecer los mecanismos de administración de precios y abastecimiento de productos básicos. En ese contexto, durante el segundo semestre del año, el Banco Central acentuó el sesgo contractivo de la política monetaria. Sin embargo, el resultado inflacionario fue el mayor del último trienio, con lo cual, las expectativas de mayores ajustes restrictivos de política y el impacto de largo plazo asociado a las medidas tomadas parecen condicionar las perspectivas de evolución de los agregados monetarios, tasas de interés y el crédito en el transcurso del año.

### Agregados monetarios moderaron su expansión en 2007.

El crecimiento monetario observado durante 2007, fue, en términos relativos anuales, el más moderado de los observados en el marco del control de cambios implementado desde el año 2003. Así, la liquidez monetaria (M2) mostró crecimientos de 27,8% y 4,36%, en términos nominales y reales, respectivamente<sup>1</sup>. Este resultado fue explicado, por el menor impulso expansivo de la base monetaria asociado al significativo incremento de la esterilización monetaria mediante el mecanismo cambiario, en un contexto de moderada expansión fiscal y, por otra parte, por el impacto contractivo sobre el multiplicador monetario<sup>2</sup> derivado del incremento progresivo del encaje legal, tal como sugieren algunos indicadores.

De acuerdo a cifras preliminares<sup>3</sup>, el volumen de divisas liquidadas por el Banco Central de Venezuela, durante el 2007, superó en el orden del 50% al volumen liquidado el año anterior, permitiendo estimar la esterilización monetaria neta de divisas<sup>4</sup> en el orden de los 28.000 millones de dólares<sup>5</sup>. Adicionalmente, la esterilización monetaria mediante el mecanismo cambiario fue complementada por la colocación, en el mercado interno, de los Bonos Sur II y III, Bonos de PDVSA, Notas Estructuradas y los Bonos Venezolano I y II, que de manera conjunta

## Variación interanual de la Liquidez Monetaria



■ Var. Nominal

■ Var. Real

Fuente: Cálculos propios sobre información del BCV

<sup>1</sup> Cifras preliminares del BCV.

<sup>2</sup> El multiplicador monetario expresa el impacto de creación secundaria de dinero mediante la expansión del crédito, conforme las preferencias del público por el efectivo y el mantenimiento de reservas bancarias obligatorias (encaje legal) y disponibles. De manera algebraica simple, el multiplicador de la liquidez monetaria ( $K_2$ ) es equivalente al cociente entre la liquidez monetaria (M2) y la base monetaria (BM):  $K_2 = M_2/BM$

<sup>3</sup> Estimado a partir de cifras mensuales de Cadivi, incluye ALADI.

<sup>4</sup> La esterilización monetaria neta de divisas en el mercado cambiario oficial resulta del monto de divisas liquidado por el BCV menos el monto de divisas que ingresó al ente.

<sup>5</sup> 60,7 Billones de bolívares al tipo de cambio oficial.

drenaron del sistema recursos situados en torno a los 13.000 millones de dólares<sup>6</sup>.

Por su parte, el gasto de tesorería del gobierno central mostró una expansión nominal de 15,2%, que en términos reales significó una contracción de 3,0%, dando claras muestras de una gestión fiscal muy moderada, complementada por una gestión cuasifiscal<sup>7</sup> de similar inclinación, tal como parece sugerir su estimación indirecta, a partir del impacto monetario primario neto estimado.

### Aumenta sesgo restrictivo de la política monetaria

Tras la implementación del régimen administrado de divisas en el año 2003, el incremento de la liquidez en el sistema impulsó una clara tendencia descendente en las tasas de interés, en la que estas redujeron progresivamente su volatilidad, estimulando el consumo, en un contexto de tasas de interés reales negativas para el ahorro, y accesibilidad al crédito a tasas relativamente bajas y estables. De esta manera, se crearon condiciones favorables a la expansión del crédito bancario como soporte de la demanda, adicionando el estímulo al financiamiento de sectores productivos específicos mediante el direccionamiento obligatorio de una proporción de la cartera crediticia en condiciones preferenciales. Así, la cartera de créditos bruta del sistema bancario mostró crecimientos interanuales de 99,5% y 73,3% en 2004 y 2005, y de 62,8% y 68,4% en 2006 y 2007<sup>8</sup>, por su parte el crédito al consumo<sup>9</sup> se expandía 62,5%, 113,9%, 118,7% y 92,1% en los mismos años, respectivamente. Sin embargo, las señales de política monetaria anticipan, si no el fin del *boom* crediticio previamente comentado, al menos una importante desaceleración.

En este orden de ideas, las autoridades monetarias han venido implementando de manera progresiva un conjunto de medidas dirigidas a restringir el crédito haciéndolo más costoso, utilizando como instrumentos fundamentales el encaje legal, movimientos de las tasas de interés pasivas mínimas permitidas y las operaciones de mercado abierto.

El monto de reservas obligatorias mantenidas por las instituciones financieras en las arcas del Banco Central o encaje legal, estimado a partir de la(s) tasa(s), por unidades de captación fijadas por la autoridad monetaria, ha experimentado incrementos significativos desde el año 2006, impulsado las variaciones del esquema para la determinación del encaje, impuesto por el ente rector de la política monetaria luego de definirse, en julio de 2006, coeficientes diferenciados para el cálculo del encaje legal, estableciéndose un coeficiente de 15% para los saldos mantenidos al 14 de julio de ese año (base de reserva de obligaciones) y un coeficiente de 30% para los saldos excedentes (encaje marginal) y de mantener un esquema de crecimiento progresivo del encaje aplicado a las inversiones cedidas. En julio de 2007, el Banco Central incrementó el encaje aplicable a la base de reservas obligatorias, estableciéndose en 16% y en 17% a partir del primer día de octubre. En términos absolutos, el monto mantenido en encaje por las instituciones financieras del país al cierre de diciembre fue de Bs.33,8 billones<sup>10</sup>, tras incrementarse 49,9% en el año, mientras el coeficiente de encaje efectivo<sup>11</sup> se ubicaba en 21,8%, habiendo cerrado el 2006 en 17,0%.

<sup>6</sup> 36,4 Billones de bolívares a un tipo de cambio implícito referencial de 2.800 Bs./US\$

<sup>7</sup> PDVSA y otros entes gubernamentales descentralizados.

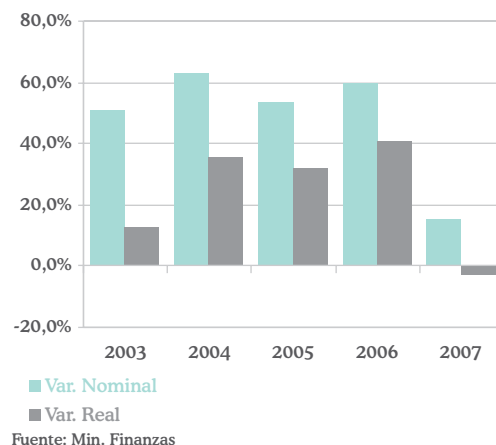
<sup>8</sup> Cifras de Sudeban para el sistema bancario agregado.

<sup>9</sup> Vehículo y tarjetas de crédito.

<sup>10</sup> Encaje en moneda nacional del agregado del sistema bancario nacional

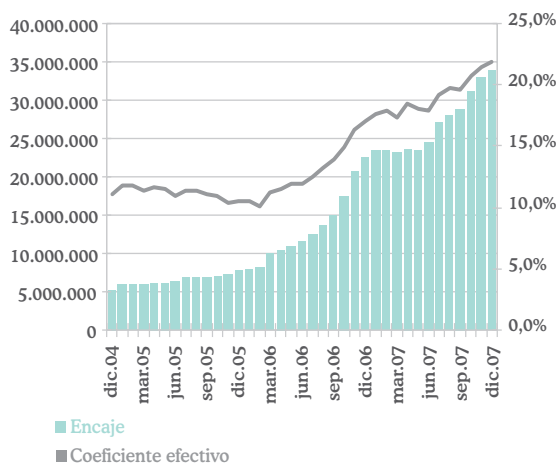
<sup>11</sup> Monto de encaje / Captaciones del público más inversiones cedidas.

### Variación interanual del gasto en tesorería del Gobierno Central

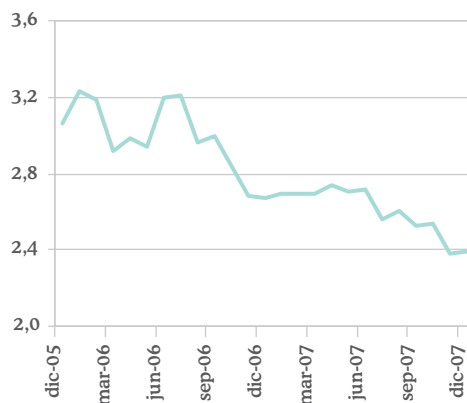


### Encaje Legal y coeficiente efectivo de encaje

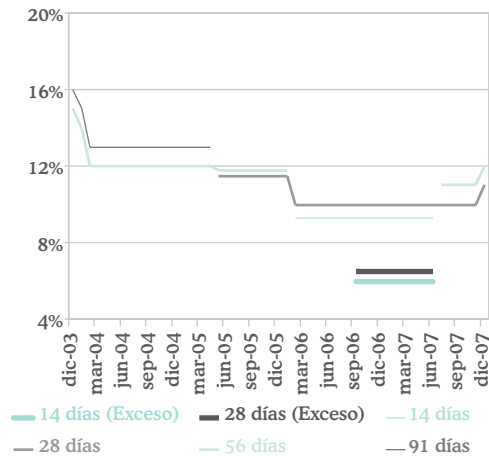
(MM de Bs. Y porcentajes)



### Evolución mensual del multiplicador monetario



Tasas de Interés de los Instrumentos de Absorción Monetaria



Fuente: BCV

Asimismo, la autoridad monetaria ajustó los límites mínimos permitidos para los niveles de tasas de interés pasivas, llevando la tasa mínima de ahorro de 6,5% a 8,0% en julio y al 10,0% a partir de diciembre, entre tanto, la tasa para captaciones a plazo pasó de 10,0% a 11,0% en julio, manteniéndose así el resto del año. Si bien el argumento de estímulo el ahorro con ajustes de tasas parece débil en la coyuntura inflacionaria presente, al mantenerse negativas las tasas de interés reales observadas y esperadas, la señalización dada posee un importante impacto, al afectar las expectativas de los agentes económicos e impulsar al alza las tasas activas de la banca<sup>12</sup>, en su intento por ajustar el diferencial de tasas a fin de minimizar el impacto adverso en el margen financiero derivado del incremento del costo de las captaciones.

Finalmente, las tasas de interés y los plazos de los instrumentos de absorción, usados en operaciones de mercado abierto (OMA) por el Banco Central, experimentaron variaciones durante 2007. En julio, se eliminaron las operaciones a catorce días (remuneradas al 9,25% anual), reabriendo las operaciones a 56 días con una remuneración a la tasa de 11,0% anual y manteniendo las operaciones a 28 días a la tasa de 10,0% anual para montos iguales o inferiores a los colocados por las instituciones financieras en el banco central al 7 de octubre de 2006 y de 6,5% para los saldos que le excedan. A partir de noviembre, las tasas de absorción se incrementaron, ubicándose en 11,0% y 12,0% para operaciones a 28 días y 56 días, respectivamente. Con las medidas, el Banco central promovió la ampliación del horizonte de vencimientos de los Certificados de depósitos y Repos, incentivando indirectamente al alza la estructura de tasas del sistema y dando claras señales de aumento en el costo del dinero.

Tasas de interés nominales se mantendrán elevadas.

A los impulsos restrictivos de la política monetaria se sumó el impacto del Impuesto a las transacciones financieras, vigente desde noviembre, que, al distorsionar la estructura de costos del sector financiero, impulsó alzas adicionales de la tasa de interés, de manera que al mes de diciembre la tasa de interés activa promedio de los seis principales bancos se ubicó en 21,73%, tras incrementarse 477 puntos básicos<sup>13</sup> los dos últimos meses y completar un incremento de 650pb con respecto al cierre del año anterior. Asimismo, las tasas para depósitos de Ahorro y depósitos a plazo de diciembre se situaban en 10,0% y 11,15%, respectivamente, experimentando incrementos anuales de 341pb y 111pb de manera correspondiente.

Las señales dadas al mercado monetario hacen suponer el mantenimiento de niveles de tasas activas en niveles relativamente elevados, limitando su incremento el tope máximo establecido de 28,0% y la regulación preferencial de tasas a los sectores agrícola, hipotecario y turismo.

Las perspectivas de nuevos cambios de política monetaria parecen atenuadas, en el corto plazo, por la necesidad de verificar el impacto de las medidas ya tomadas en un horizonte temporal más amplio, sin embargo, la tónica de la política definida apunta con claridad al mantenimiento del sesgo restrictivo dado por la autoridad monetaria a las medidas recientemente implementadas, pudiendo acentuarse si factores como el gasto público o la esterilización monetaria mediante el mecanismo cambiario no pudiesen sostener los impulsos monetarios expansivos dentro de parámetros consistentes con el control inflacionario.

<sup>12</sup> La tasa activa máxima se mantiene en 28%

<sup>13</sup> 100 puntos básicos son equivalentes a 1 punto porcentual (1% = 100pb)



## Se mantienen las tensiones inflacionarias en 2008.

De acuerdo con las cifras emitidas por el Banco Central de Venezuela (BCV), el Índice General de Precios al Consumidor del Área Metropolitana de Caracas (IPC) acumuló durante el año 2007 un crecimiento de 22,5%, el más elevado de los últimos tres años, superando en 5,5 puntos porcentuales a la inflación del año anterior y superando las expectativas oficiales que situaban entre 10% y 12% la meta establecida para el año.

Los grupos que mostraron mayor dinamismo inflacionario durante el año 2007 fueron: “Bebidas alcohólicas y tabaco” (78,1%), “Restaurantes y hoteles” (42,8%), “Alimentos y bebidas no alcohólicas” (30,9%), “Salud” (28,3%) y “Bienes y servicios diversos” (24,7%). Por su parte, en claro contraste con estos, los grupos “Servicios de Educación” (7,3%), “Alquiler de vivienda” (5,7%), “Servicios de la vivienda, exceptuando teléfono” (1,8%) y “Comunicaciones” (-5,8%), experimentaron un menor impulso inflacionario, siendo incluso deflacionario en el último de los grupos citados, matizando el crecimiento del nivel general de precios en el año.

La mayor incidencia relativa en la inflación del año se debió al comportamiento de los precios del grupo de “Alimentos y bebidas no alcohólicas”, que explicó 40,6% de la variación total de los precios, seguido por las incidencias de “Restaurantes y hoteles” (15,2%), “Transporte” (11,1%), “Salud” (6,6%) y “Equipamientos del hogar” (5,7%), que de manera conjunta explicaron 79,2% de la inflación observada en el año.

La persistencia de presiones inflacionarias durante el 2007 se expresó claramente en evolución mensual del Núcleo Inflacionario, indicador que acumuló durante el año un crecimiento de 28,3%.

El comportamiento de los precios resultó de la confluencia de múltiples factores, conjugándose entre los más significativos, las importantes presiones de demanda en un contexto de progresivas restricciones de oferta, el crecimiento de los costos factoriales, las expectativas y las incidencias fiscales derivadas de la implementación de cambios en la política tributaria.

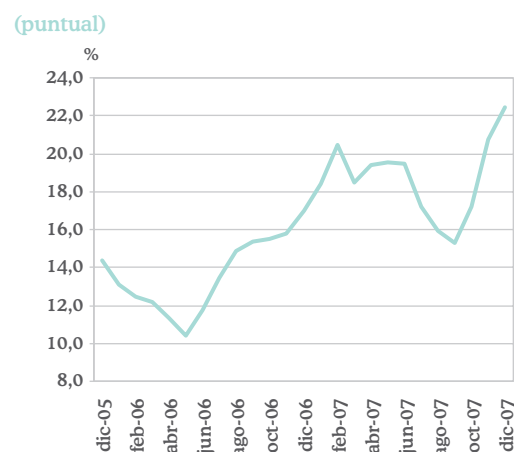
Durante 2007, por cuarto año consecutivo, el crecimiento de la demanda agregada interna desbordó la expansión de la oferta interna de bienes y servicios, presionando los precios al alza, a pesar del impacto atenuante ligado al crecimiento de las importaciones. En este sentido, cabe resaltar que el impulso de demanda ha sido acompañado por restricciones de oferta derivadas, por una parte, de los elevados niveles de utilización de la capacidad productiva en múltiples sectores económicos, haciendo a la oferta menos sensible a los estímulos de demanda y, por otra parte, al desabastecimiento en rubros de bienes específicos, tal como ha reportado la autoridad monetaria, que parece ser síntoma del agotamiento de la efectividad del régimen administrado de precios vigente como mecanismo de control inflacionario.

En el año, el crecimiento de los precios de los rubros sujetos a control se situó en 10,7% mientras que los no controlados mostraron una inflación de 32,7%. Ello en un contexto en el que el nivel de precios al mayor experimentaba un crecimiento anual de 17,2% y los costos laborales del sector privado acumulaban - en los tres primeros trimestres del año - una expansión de 20,5%<sup>1</sup>. Así, en ausencia de subsidios, parece claro que la compresión de beneficios asociada a la producción de bienes sujetos a control de precios se presenta como un elemento a considerar en la explicación de las dificultades para adecuar la oferta

<sup>2</sup> Variación acumulada del índice de remuneraciones del sector emitido por el Banco Central de Venezuela al cierre del tercer trimestre de 2007

Samir A. El Jesser G.  
jesser\_samir@provincial.com

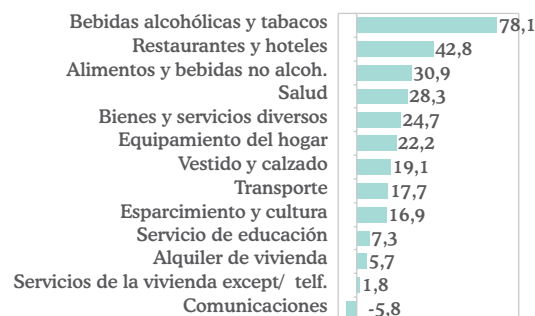
## Inflación acumulada en 12 meses



Fuente: Cálculos propios a partir del BCV

## Variación anual del IPC discriminada por grupos

(Porcentajes)



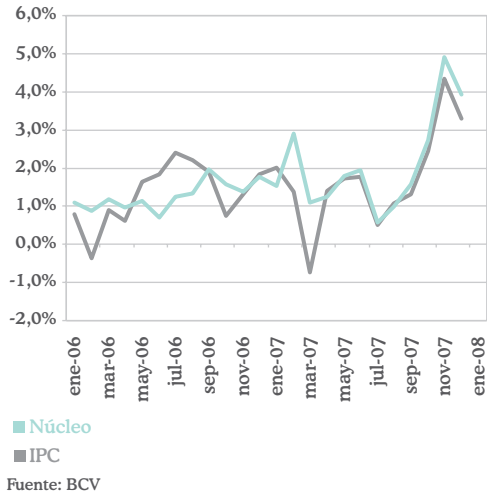
Fuente: BCV

## Incidencia Inflacionaria anual absoluta y relativa, por grupo

	Incidencia Abs. (pb)	Rel.(%)
Alimentos y bebidas no alcoh.	908	40,6%
Restaurantes y hoteles	339	15,2%
Transporte	248	11,1%
Salud	147	6,6%
Equipamiento del hogar	128	5,7%
Bienes y servicios diversos	125	5,6%
Bebidas alcohólicas y tabacos	121	5,4%
Vestido y calzado	72	3,2%
Esparcimiento y cultura	65	2,9%
Alquiler de vivienda	57	2,6%
Servicio de educación	43	1,9%
Servicios de la vivienda exc/telf.	6	0,3%
Comunicaciones	-25	-1,1%

Fuente: Cálculos propios a partir del BCV

Variación mensual del IPC y el Núcleo Inflacionario



de bienes a las presiones de demanda, estimulando, adicionalmente la demanda de sus sustitutos.

Aunque las maneras en que las expectativas impactan la inflación futura son múltiples, vale destacar, en el caso tratado, su incidencia vía costos. Así, tanto la inflación esperada, con un fuerte componente inercial, como el comportamiento observado y esperado de la valoración de las divisas en el mercado cambiario no oficial, han impactado significativamente la estimación empresarial de los costos de reposición, cuya importancia relativa en el proceso de fijación de precios, en la actual coyuntura, ha tendido a prevalecer sobre la de los costos de producción.

Adicionalmente, la evolución mensual de los precios reflejó los impactos puntuales, con efectos rezagados, debidos a reformas de orden tributario. Así, en marzo y julio, se verificaron descensos puntuales en el nivel general de precios ligados a las reducciones del IVA realizadas en marzo y julio, mientras que en los dos últimos meses del año, gran parte de la variación mensual del IPC se asoció a la implementación del Impuesto a las transacciones financieras, vigente desde noviembre. El incremento de las tasas impositivas aplicadas a rubros del grupo de “Bebidas alcohólicas y tabaco”, el último trimestre del año, impactó en menor medida la evolución del IPC, dada la baja ponderación del grupo en la canasta de consumo referencial.

Perspectivas.

A partir de la proyección del comportamiento de sus fundamentos, en nuestro escenario base es posible anticipar la permanencia de importantes presiones inflacionarias en 2008, de manera que nuestra previsión de inflación al cierre del año supone un valor esperado de 21,6%. No obstante, aún cuando el devenir del proceso inflacionario venezolano seguirá determinado por la evolución de los factores estructurales de la economía que han condicionado su desempeño reciente, la mayor sensibilidad de la opinión pública y las autoridades ante el problema inflacionario, en el presente, obliga a mantener expectativas en torno al anuncio de nuevas medidas dirigidas a mitigar o corregir las presiones alcistas sobre los precios, que acompañarían al mayor sesgo restrictivo de la política monetaria introducido el año pasado.

## Cambios en el IPC.

El Banco Central de Venezuela anunció la decisión de adoptar el 2007 como año base de los Índices de precios al consumidor de las áreas metropolitanas de Caracas y Maracaibo, los cuales venían presentándose sobre la base de 1997. De acuerdo a lo informado por la autoridad monetaria, la iniciativa se integra a un conjunto más amplio de reformas en la presentación de indicadores, impulsada por el *Programa de Actualización de las Estimaciones Macroeconómicas II* (Pracem), con el cual se pretende adecuar la información estadística presentada por el ente a los cambios estructurales e institucionales ocurridos en el país desde 1997 (al año base anterior), manteniendo actualizada su representatividad.

El cambio de año base supone la recomposición de la canasta de bienes y servicios referencial y la estructura de ponderaciones de los rubros que la integran, ello a partir de los resultados obtenidos en la III encuesta Nacional de Presupuestos Familiares realizada entre 2004 y 2005. La reforma impacta al índice afectando todos sus elementos susceptibles de cambio, esto es, modificando el número de rubros que conforman la canasta de referencia, la estructura de ponderaciones y ampliando la muestra sobre la que se realizan las encuestas de precios, periódicamente.

Los cambios en los patrones de consumo y gasto familiar identificados condujeron a que en el caso del área metropolitana de Caracas la nueva estructura de la canasta familiar expandiese, de 287 a 351, la cantidad de rubros incluidos, alcanzando a representar 93% del gasto de consumo familiar promedio, mientras que, en el caso de la ciudad de Maracaibo, los rubros de la canasta se pasan de 287 a 343, representando el 92% del gasto de consumo familiar promedio.

Por su parte, la estructura de ponderaciones por rubro, determinada por la importancia relativa que posee cada rubro en el gasto total de consumo familiar, exhibe cambios importantes, de manera que si se toman las estructuras de ponderaciones de 1997, actualizadas a diciembre de 2007 y se compara con la nueva estructura de ponderaciones a la misma fecha, destacan, , tanto en el área metropolitana de Caracas como en Maracaibo, los descensos del peso relativo de los grupos “alimentos y bebidas no alcohólicas” y “Transporte” en la determinación del IPC, y el crecimiento de la importancia relativa de los grupos “Alquiler de viviendas”, “Comunicaciones” y “Vestido y calzado”, como se muestra en los cuadros adjuntos.

### IPC Caracas. Estructura de ponderaciones por grupos. Base 1997 y 2007 a diciembre 2007 (Puntos porcentuales)

	Base 1997 Actualizado Dic-2007	Base 2007	Variación
Alimentos y bebidas no alcoh.	31,4	25,6	-5,8
Bebidas alcohólicas y tabacos	2,0	2,3	0,3
Vestido y calzado	3,7	5,2	1,5
Alquiler de vivienda	8,8	12,1	3,3
Servicios de la vivienda exc/telf.	2,7	2,7	0,0
Equipamiento del hogar	5,8	5,4	-0,4
Salud	5,5	6,5	1,0
Transporte	13,5	11,2	-2,3
Comunicaciones	3,4	4,9	1,5
Esparcimiento y cultura	3,7	4,0	0,3
Servicio de educación	5,2	4,5	-0,7
Restaurantes y hoteles	9,0	9,4	0,4
Bienes y servicios diversos	5,2	6,2	1,0

### IPC Maracaibo. Estructura de ponderaciones por grupos. Base 1997 y 2007 a diciembre 2007 (Puntos porcentuales)

	Base 1997 Actualizado Dic-2007	Base 2007	Variación
Alimentos y bebidas no alcoh.	36,1	31,5	-4,6
Bebidas alcohólicas y tabacos	2,7	2,9	0,2
Vestido y calzado	4,3	6,6	2,3
Alquiler de vivienda	4,5	6,6	2,1
Servicios de la vivienda exc/telf.	3,1	3,9	0,8
Equipamiento del hogar	4,7	5,6	0,9
Salud	4,7	4,1	-0,6
Transporte	15,6	11,0	-4,6
Comunicaciones	1,7	4,3	2,6
Esparcimiento y cultura	3,1	3,2	0,1
Servicio de educación	3,7	3,2	-0,5
Restaurantes y hoteles	10,0	10,7	0,7
Bienes y servicios diversos	5,8	6,4	0,6

Adicionalmente, el BCV incrementó el número de establecimientos en los que se recaba la información de precios de manera recurrente, ampliando la muestra de establecimientos de 2.000 a 2.800 en el caso de Caracas y de 1.325 a 2.225 en Maracaibo.

La presentación del IPC de las áreas metropolitanas de Caracas y Maracaibo sobre la base del año 2007 se hará efectiva a partir de la publicación del nivel del indicador correspondiente al mes de enero del año en curso.

### 3. Artículos

#### La situación de Venezuela en el ámbito fiscal frente a las reformas a nivel global

Luego del repunte en los precios de comienzos del año pasado se anunció un plan anti-inflacionario que entre sus medidas consideraba un recorte a la tasa del impuesto al valor agregado (IVA), que supuso una reducción de 3pp en marzo y una adicional de 2pp en julio, para llevar la tasa de 14pp a 9pp.<sup>1</sup> Posteriormente, y en un aparente intento de recuperar los ingresos fiscales perdidos con la reducción, se anunció la introducción de un nuevo impuesto a las transacciones financieras (ITF) que se comenzó a aplicar el primero de noviembre con una tasa de 1,5pp.<sup>2</sup> Adicionalmente, en varias oportunidades el anterior ministro de finanzas, Rodrigo Cabezas, señaló que el objetivo en el largo plazo era ir reduciendo el IVA hasta eliminarlo completamente debido a su carácter regresivo.

Por otro lado, a lo largo del año se ajustaron las tasas de varios impuestos específicos, en particular a bebidas alcohólicas y cigarrillos, se incrementaron las tarifas a una amplia gama de bienes importados y se ha planteado la conveniencia de crear un nuevo impuesto al consumo suntuario. Finalmente, en el marco de la Ley Habilitante, que otorga poderes especiales al presidente de la República para legislar en diversas materias, incluyendo la tributaria, está prevista la reforma al impuesto sobre la renta, en la cual se podría redefinir la arquitectura tributaria venezolana.

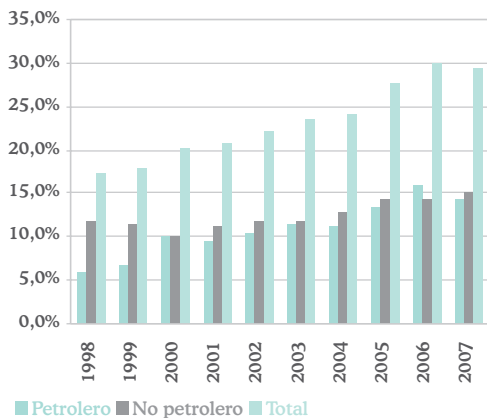
Todo lo anterior hace más que pertinente la tarea de revisar el desempeño reciente de Venezuela en materia tributaria, así como las principales tendencias internacionales en este ámbito.

#### Comportamiento de los ingresos fiscales en Venezuela

Una primera mirada al comportamiento de los ingresos fiscales en Venezuela indica que como proporción del PIB han venido creciendo a lo largo de la década, desde alrededor de 20% el año 2000 hasta cerca de 30% en nuestro último estimado para 2007. En cuanto a su composición es interesante notar que, pese a los crecientes precios del petróleo desde inicios de la década, la participación de los ingresos fiscales no petroleros se ha mantenido en torno a la mitad de los ingresos totales, al pasar de 10pp del PIB en 2000 a 14,3pp en 2007.<sup>3</sup>

Al revisar la evolución de los ingresos no petroleros se observa que los impuestos indirectos, principalmente IVA e Impuesto al Consumo Suntuario y a las Ventas al Mayor (ICSVM), se han mantenido como la principal fuente de ingresos de este sector, con alguna reducción en la participación para 2007 –motivada en los recortes al IVA durante el pasado año. Como se verá más adelante, el aumento en la participación de los impuestos indirectos es consistente con las principales tendencias internacionales, particularmente en los países en desarrollo. En este sentido, aunque es notable el avance en la recaudación del impuesto sobre la renta (ISLR) del sector no petrolero, que más que se duplica

#### Ingreso fiscal petrolero, no petrolero y total (% del PIB)



Fuente:

<sup>1</sup> Es claro que el efecto inmediato de esta medida es un ajuste a la baja en el nivel de precios, sin embargo, en el largo plazo en el mejor de los casos el efecto en el crecimiento de los precios es nulo y muy probablemente positivo.

<sup>2</sup> Originalmente este impuesto no sólo suponía multiplicar por tres el impuesto al débito bancario vigente hasta 01/02/2006, sino también pechar las transacciones activas de la banca. Posteriormente, una vez que se comprendió que su aplicación tendría un efecto devastador en el proceso de intermediación financiera y un fuerte impacto en los precios se decidió aplicarlo sólo a las operaciones pasivas. En la actualidad se estaría revisando su aplicación y muy probablemente se reduzca sustancialmente la alícuota.

<sup>3</sup> Este comportamiento contrasta con lo ocurrido en ciclos previos de elevados precios del petróleo, cuando estos ingresos se redujeron y los petroleros llegaron a representar en torno a dos tercios del total de ingresos fiscales. No obstante, se debe tener presente que los ingresos petroleros por concepto de ISRL del Gobierno Central excluyen los ingresos petroleros extraordinarios (Ver, más arriba, coyuntura fiscal). En cualquier caso, el que los ingresos no petroleros, como proporción del PIB, hayan aumentado en medio del boom petrolero es en sí mismo bastante significativo.

entre 2000 y 2007, es claro que la eliminación del IVA supondría una pérdida de ingresos fiscales de origen no petrolero difícil de compensar a través de mayores impuestos directos, poniendo en riesgo el más importantes logro de los últimos años en materia fiscal: la reducción de la dependencia de los ingresos originados en el sector petrolero.<sup>4</sup>

Finalmente, con relación a la elevada recaudación del ITF, 0,5pp del PIB, a pesar de operar únicamente durante 2 meses en 2007, tanto desde el Banco Central como del propio Ejecutivo han surgido opiniones sobre la conveniencia de continuar con su aplicación. Los argumentos han sido varios, desde los usuales señalamientos en torno al carácter distorsionante en las decisiones económicas de los agentes que tiene este tipo de tributos, hasta la gradual disminución en su recaudación, lo que lo hace inconveniente como alternativa a otros tributos indirectos en el largo plazo. Particularmente, existen dudas con relación al objetivo de corregir el carácter supuestamente regresivo de otros tributos indirectos a través de un ITF que pecha únicamente a las personas jurídicas (empresas), ya que es probable que el equilibrio de precios previo a la introducción del mismo haya sido restituido con ajustes en las tasas activas y pasivas. Aunque algún efecto progresivo puede tener, el costo para obtenerlo luce elevado.

<sup>4</sup> Se puede argumentar que la mejora en los ingresos por concepto de ISLR también está relacionada con los mejores términos de intercambio, dado el carácter procíclico entre éstos y el crecimiento del sector no petrolero. Sin embargo, indudablemente la vulnerabilidad fiscal con fuente en la volatilidad de los ingresos petroleros sería mayor de no mediar un aumento en la recaudación no petrolera.

### Venezuela: Estructura de los ingresos fiscales

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Ingresos Tributarios</b>	<b>63,8%</b>	<b>54,8%</b>	<b>47,9%</b>	<b>48,3%</b>	<b>52,8%</b>	<b>55,4%</b>	<b>52,7%</b>	<b>57,3%</b>
Petroleros	21,0%	12,2%	4,1%	6,3%	7,5%	13,4%	13,0%	13,2%
No Petroleros	42,9%	42,6%	43,8%	42,0%	45,3%	42,1%	39,8%	44,1%
Impuesto sobre la Renta	8,2%	9,6%	9,4%	8,4%	8,7%	8,8%	10,6%	14,8%
ICSVM / IVA	20,4%	20,2%	18,9%	20,6%	25,8%	23,3%	22,4%	19,3%
Importación Ordinaria	6,0%	6,1%	4,8%	3,0%	4,0%	4,4%	4,3%	6,5%
Renta de Licores	0,5%	0,8%	0,6%	0,8%	0,7%	0,5%	0,5%	0,6%
Renta de Cigarrillos	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,1%	0,8%	0,8%	0,9%
Impuesto al Débito Bancario	1,8%	0,0%	6,1%	6,3%	3,8%	3,3%	0,3%	1,7%
Otros	4,6%	4,6%	2,7%	1,4%	1,2%	1,0%	0,9%	0,2%
<b>Ingresos no Tributarios</b>	<b>36,2%</b>	<b>45,2%</b>	<b>52,1%</b>	<b>51,7%</b>	<b>47,2%</b>	<b>44,6%</b>	<b>47,3%</b>	<b>42,5%</b>
Petroleros	28,8%	33,2%	43,2%	43,3%	39,1%	35,3%	39,9%	35,3%
Regalía Petrolera	21,5%	14,9%	29,0%	31,5%	34,2%	31,9%	37,5%	33,1%
Dividendos de PDVSA	7,4%	18,4%	14,2%	11,8%	4,9%	3,4%	2,4%	2,1%
No Petroleros	7,3%	11,9%	8,8%	8,5%	8,1%	9,3%	7,3%	7,3%
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: Ministerio de Finanzas

### Venezuela: Ingresos fiscales como porcentaje del PIB

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Ingresos Tributarios</b>	<b>63,8%</b>	<b>54,8%</b>	<b>47,9%</b>	<b>48,3%</b>	<b>52,8%</b>	<b>55,4%</b>	<b>52,7%</b>	<b>57,3%</b>
Petroleros	21,0%	12,2%	4,1%	6,3%	7,5%	13,4%	13,0%	13,2%
No Petroleros	42,9%	42,6%	43,8%	42,0%	45,3%	42,1%	39,8%	44,1%
Impuesto sobre la Renta	8,2%	9,6%	9,4%	8,4%	8,7%	8,8%	10,6%	14,8%
ICSVM / IVA	20,4%	20,2%	18,9%	20,6%	25,8%	23,3%	22,4%	19,3%
Importación Ordinaria	6,0%	6,1%	4,8%	3,0%	4,0%	4,4%	4,3%	6,5%
Renta de Licores	0,5%	0,8%	0,6%	0,8%	0,7%	0,5%	0,5%	0,6%
Renta de Cigarrillos	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,1%	0,8%	0,8%	0,9%
Impuesto al Débito Bancario	1,8%	0,0%	6,1%	6,3%	3,8%	3,3%	0,3%	1,7%
Otros	4,6%	4,6%	2,7%	1,4%	1,2%	1,0%	0,9%	0,2%
<b>Ingresos no Tributarios</b>	<b>36,2%</b>	<b>45,2%</b>	<b>52,1%</b>	<b>51,7%</b>	<b>47,2%</b>	<b>44,6%</b>	<b>47,3%</b>	<b>42,5%</b>
Petroleros	28,8%	33,2%	43,2%	43,3%	39,1%	35,3%	39,9%	35,3%
Regalía Petrolera	21,5%	14,9%	29,0%	31,5%	34,2%	31,9%	37,5%	33,1%
Dividendos de PDVSA	7,4%	18,4%	14,2%	11,8%	4,9%	3,4%	2,4%	2,1%
No Petroleros	7,3%	11,9%	8,8%	8,5%	8,1%	9,3%	7,3%	7,3%
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: Ministerio de Finanzas

## Cambios en materia tributaria

Son varios los aspectos en los cuales se han dado significativos cambios en materia tributaria a nivel mundial durante los últimos años. Entre los más destacados se encuentran: el aumento de los países que han incorporado el IVA como instrumento de recaudación, la tendencia a la reducción en la tasa de impuesto cobrada a las empresas, el aumento del número de países que han incorporado reformas en procura de tasas planas, la proliferación de tratados comerciales y su impacto en los ingresos por impuestos al comercio internacional, en general la mayor coordinación bilateral, regional y global en materia tributaria, el desarrollo del federalismo fiscal y los intentos por mitigar el cambio climático a través del sistema impositivo.<sup>5</sup> A pesar de lo relevantes de todos estos aspectos, en el presente artículo se intenta un enfoque mayor, aunque breve, en los temas que lucen más importantes de cara a las reformas legales previstas para Venezuela: las principales tendencias y resultados con la aplicación del IVA y las tendencias, definiciones y resultados con relación a la tributación directa de empresas y personas.

Hace algunas décadas la discusión teórica sobre temas tributarios giraba principalmente alrededor de las condiciones para una estructura impositiva uniforme óptima y la conveniencia de tener sistemas impositivos basados fundamentalmente en impuestos directos o indirectos.<sup>6</sup> Entre estos últimos, salvo en Francia, muy poca mención se hacía del IVA y de los argumentos a favor y en contra de esta herramienta de recaudación. Las cosas han cambiado considerablemente en los últimos años ya que de 48 países que usaban este impuesto en 1989 se ha pasado a 143 en 2007, recaudándose aproximadamente el 20% de los ingresos fiscales mundiales a través de su aplicación en la mayoría de los países en desarrollo y en la totalidad de los miembros de la OECD, con la excepción de Estados Unidos.

Ahora bien, ¿a qué se debe este cambio fundamental y cuáles son las tendencias esperadas con relación a este impuesto?

Entre los factores que explicarían el éxito de este impuesto estarían el avance de los procesos de integración -como el de la comunidad europea, donde uno de los requisitos para integrarse a la Unión Europea es la adopción del mismo-, así como en general los de globalización y liberalización del comercio, que han ejercido presión en los países menos desarrollados y altamente dependientes de impuestos al comercio exterior, que han sido sustituidos por el IVA. En el caso de las economías de Europa Oriental, en su transición hacia economías de mercado el IVA fue introducido para sustituir impuestos previamente recaudados a empresas estatales. Keen y Lockwood (2007), en un estudio con base en un panel de 143 países encuentran que la adopción del IVA es más probable cuanto menor es la apertura comercial de un país, mayor la proporción de países vecinos con IVA y si ha tenido un programa de supervisión macroeconómica con el Fondo Monetario Internacional. Seguramente el papel que jugó el FMI al promover la introducción de este impuesto en situaciones de crisis fiscal ha determinado su particular rechazo, a pesar de ser, en esencia, un impuesto al consumo.<sup>7</sup>

Curiosamente, en Estados Unidos, luego de una ardua discusión, un equipo de expertos nombrado por el presidente no pudo llegar a un consenso sobre la conveniencia de implementar el IVA en este país. La objeción de quienes se opusieron al mismo se basó en el argumento de que este impuesto sería una “máquina de hacer dinero” que facilitaría el desarrollo de un gobierno federal más grande.

<sup>5</sup> Una revisión reciente y bastante detallada de estos y otros temas se encuentra en Norregaard y Tehmina (2007).

<sup>6</sup> Ver Atkinson y Stiglitz (1976), Diamond y Mirlees (1971) y salmo (1976).

<sup>7</sup> Por supuesto que las objeciones que en general se hace al carácter regresivo de los impuestos indirectos son aplicables al IVA.

Con relación a estos temores, respecto a la supuesta extrema eficacia del IVA para recaudar dinero, Keen y Lockwood encuentran que el efecto del IVA en los ingresos fiscales es significativamente positivo pero modesto. De acuerdo al estudio citado, la adopción del IVA estaría asociada en el largo plazo con un aumento en la razón de ingresos fiscales a PIB de 4,5%. Pero este efecto sería menor e incluso negativo en países de escaso desarrollo, como en el África Sub-Sahariana. La explicación de este efecto ambiguo en estos países sería la presencia de bastos sectores informales y agrícolas, donde las dificultades de recaudación contrarrestarían las ganancias de eficiencia observadas para países más desarrollados.

Desde una perspectiva más teórica, Emran y Stiglitz (2004), llegan a la misma conclusión para economías de escaso desarrollo, demostrando que bajo condiciones de incompleta cobertura en la aplicación del impuesto el efecto de una reforma tributaria como la planteada puede reducir el bienestar.

Pasando al tema de las reformas y tendencias con relación a los impuestos directos, un primer aspecto a destacar es la reducción a escala global en las tasas impositivas nominales aplicables a las empresas. Más allá de las diferencias, significativas en varios casos, entre países pertenecientes a diferentes regiones y agrupaciones, en general se observa importantes reducciones, destacando la de los 10 nuevos países incorporados a la Unión Europea, que pasan de una tasa nominal promedio en torno al 30% en 1995 a una de aproximadamente 20% en 2006. La reducción de los antiguos 15 países de la UE es similar, aunque el promedio para 2006 es cercano al 30%. En el caso de los países de la OECD se verifica la misma tendencia, pero terminando a un mayor nivel debido al peso de países como EEUU y Japón, que tienen tasas nominales de 40% y 40,7% en 2006, respectivamente. La más relevante excepción es la de Latinoamérica y el Caribe, donde más bien se observa una cierta estabilidad en la tasa promedio, ubicándose en torno a 28% para 2006.

El principal factor detrás de este desempeño, además de la implantación de impuestos al consumo como el IVA, es la creciente movilidad de capitales, que ha motivado importantes reducciones impositivas buscando atraerlos.

Es interesante notar, sin embargo, que estas reducciones nominales o ex ante no necesariamente se han traducido en una reducción en los ingresos por concepto de impuesto a las empresas como proporción del PIB, al menos en el caso de los países con mayor nivel de desarrollo. En este sentido, algunas reformas que han implicado recortes han sido acompañadas con ampliaciones a la base tributaria mediante la eliminación de deducciones y exenciones, como las asociadas a créditos fiscales por inversión o por pagos de intereses. No obstante, estas mejoras en la recaudación directa en las empresas podría estar explicada por trasvases de ingresos de las personas a las empresas y asociada con reducciones en la recaudación a las personas físicas (motivados por el diferencial de tasas entre empresas y personas), por efecto de un ciclo de negocios favorable en los últimos años y por mayores ingresos de las empresas dedicadas a la explotación de recursos naturales. También, una posible explicación puede ser la conocida curva de Laffer, de acuerdo a la cual estas economías habrían estado operando con niveles impositivos mayores a los que permitirían maximizar el nivel de ingresos, con lo cual ese máximo se alcanzaría reduciendo la tasa.

Por otro lado, en el caso de los países con menores niveles de desarrollo, de acuerdo a Norregaard y Khan, el efecto habría sido una reducción de los ingresos fiscales por impuesto a las empresas como proporción del PIB.

## Tasa de IVA en Latinoamérica

	Tasa %
Argentina	21
Brasil	11
Bolivia	13
Chile	19
Colombia	16
Costa Rica	13
Ecuador	12
El Salvador	13
Guatemala	12
Haiti	10
Honduras	12
México	15
Panamá	5
Paraguay	10
Perú	19
República Dominicana	12
Uruguay	22
Venezuela	9

Fuente: Cepal

En el caso de los impuestos directos a las personas físicas, igualmente se observa una caída en los topes promedio máximos, durante la última década y prácticamente en todas las regiones. En el caso de la OCDE estos pasan de 49% a 43% entre 1995 y 2004, en tanto en los nuevos miembros de la OCDE la disminución es hasta 33% desde 49%. Al igual que en el caso de los impuestos a las empresas, el comportamiento de Latinoamérica es más estable, con una reducción en el período de 2pp, para un promedio en torno a 25% en 2004.

Los factores detrás de esta reducción serían el ya mencionado trasvase de ingresos de las personas a las empresas, estimulado por el diferencial de tasas nominales luego de la caída más pronunciada en el caso de las tasas nominales para empresas, y la propagación de impuestos directos, particularmente el IVA.

## Lecciones para Venezuela

Al revisar las cargas tributarias en Venezuela se observa que, en el caso de los impuestos directos, la tasa a las empresas (34%) es relativamente alta y se ubica en general por arriba de esta tasa nominal para países con similar nivel de desarrollo, particularmente con respecto a otros países de la región. También, en general, únicamente países con niveles de desarrollo significativamente más elevados presentan tasas para este impuesto mayores a las de Venezuela. En el caso de los impuestos a las personas la situación es similar, con una tasa marginal máxima de 34%, casi 10% superior al promedio de los países Latinoamericanos y Caribeños y apenas 9% por debajo de los países de la OCDE. En cuanto a los impuestos indirectos y principalmente respecto del IVA, luego de las reducciones del año pasado, la tasa del 9% es sustancialmente inferior a la de la mayoría de los países que lo utilizan, en particular si se compara con otros países de la región.

Ahora bien, incluso obviando las tendencias globales que apuntan en un sentido contrario al de la reforma que se vislumbra, parece existir poco espacio para compensar reducciones al IVA con aumentos en las tasas nominales directas, ya sea a las empresas o personas. Igualmente, parece poco probable mantener el ritmo de reducción de la evasión y aumento en la recaudación sin un ajuste a las tasas. De manera que una ulterior reducción de la tasa del IVA supondría un sacrificio de ingresos fiscales que debería ser compensado con otros impuestos. La experiencia con el ITF muestra que algunas alternativas pueden ser sustancialmente inferiores. Por otro lado, las aparentes holguras del presente no deberían conducir a un retroceso respecto de los menores niveles de dependencia de los ingresos fiscales petroleros, arduamente conseguidos en los últimos años. Finalmente, no debe olvidarse que el sistema provisional de reparto eventualmente supondrá mayores erogaciones al sector público y las holguras de hoy tenderán a desaparecer.

## Referencias bibliográficas:

- Atkinson, A.B. & Joseph Stiglitz, 1976, "The Design of Tax Structure: Direct versus Indirect Taxation", *Journal of Public Economics*, Vol. 6, pp. 55-75.
- Sorensen, Peter Birch, 2006, "The Theory of Optimal Taxation: What is the Policy Relevance?", *International Tax and Public Finance*, N° 1.
- Emran, Shahe & Joseph E. Stiglitz, 2005, "On selective indirect tax reform in developing countries", *Journal of Public Economics*, 89, pp. 599-623.
- Norregaard, John & Tehmina S. Khan, 2007, "Tax Policy: Recent Trends and Coming Challenges", IMF, WP/07/274.



## Modificaciones al régimen de administración de divisas.

### ¿Camino a un tipo de cambio múltiple?

Durante la tercera semana de diciembre el Ejecutivo Nacional y el parlamento anunciaron cambios en la implementación del esquema cambiario y el régimen de administración de divisas. La explicación del sector oficial acerca de estos cambios fue la necesidad de ajustar el funcionamiento del control de cambios para evitar ilícitos cambiarios y reducir actividades en el mercado no oficial. En síntesis los anuncios fueron los siguientes:

- 21 de diciembre. La Sudeban prohíbe la emisión de tarjetas de crédito prepagadas destinadas a la adquisición de divisas para realizar consumos electrónicos, consumos de bienes y servicios y adelanto de efectivo en el exterior. Las tarjetas de crédito prepagadas se constituyeron en la alternativa de acceso al cupo de viajero y electrónico de Cadivi en aquellas personas que no calificaban para obtener tarjetas de crédito convencionales.
- 27 de diciembre. Cadivi reduce la asignación de consumo electrónico para el año 2008 de USD 3000 a USD 400. Cabe mencionar que esta asignación fue incrementada en el año 2007 de USD 2500<sup>1</sup> a USD 3000.
- 28 de diciembre. La Asamblea Nacional sanciona la “Ley Contra Ilícitos Cambiarios” que en su contenido resulta una reforma a la Ley sancionada con el mismo nombre el 14 de septiembre de 2005. Este texto legal presenta mayores restricciones y penalizaciones para la actividad no oficial del mercado cambiario al prohibir la publicación del precio de la moneda externa determinada en el mercado no oficial, exigir a los establecimientos comerciales la identificación de productos adquiridos con tipo de cambio oficial y aplicar multas para ilícitos cambiarios no establecido en la Ley anterior.

Al analizar el alcance de las medidas aplicadas no se puede vislumbrar la consecución del objetivo plateado por las autoridades, al contrario; se pudieran extraer señales que indican la modificación del sistema de cambio con tasa fija y uniforme hacia la adopción de un mercado cambiario paralelo. En este artículo se evalúa las características y factores que determinan la adopción de un mercado cambiario paralelo, las posibles consecuencias de un esquema como éste y algunas consideraciones para el caso venezolano.

### Fluctuaciones del tipo de cambio e implicaciones en la economía real

El tipo de cambio que garantiza el equilibrio externo de la economía resulta un objetivo de política difícil de alcanzar en la medida que es fijado administrativamente por las autoridades. La principal fuente de volatilidad la constituyen los flujos de capital, los cuales tienden a desbalancear la relación entre los rendimientos internos y externos de activos financieros, generando presiones sobre el tipo de cambio y consecuencia no deseadas en el saldo de cuenta corriente. De manera sistemática, la interacción del tipo de cambio con la economía interna lo plantea Dornbusch (1985) mediante la relación de tres variables claves en la economía: tasas de interés, precios domésticos y empleo.

$$(1) i = i^* + \frac{\dot{e}}{e} + R(\cdot)$$

$$(2) P = f(eP^*)$$

$$(3) N = N\left(e \frac{P^*}{P}\right)$$

<sup>1</sup> La asignación para el año 2006 fue USD 2.500.

Donde  $i$  e  $i^*$  son las tasas de interés doméstica e internacionales, respectivamente,  $e/e$  es la tasa de variación del tipo de cambio,  $R$  es la prima de riesgo.  $P$  y  $P^*$  son los precios domésticos y externos y  $N$  el empleo. La ecuación (1) es la restricción de política financiera dado que limita la flexibilidad de la tasa doméstica de interés a la integración de los mercados. La ecuación (2) indica que la dinámica de precios determinada como función del tipo de cambio, lo que implica que un colapso del precio de la divisa generaría fuertes presiones inflacionarias. La ecuación (3) sugiere la relación del tipo de cambio real con el empleo. Tal como se desprende de estas relaciones, la equívoca selección del tipo de cambio de la economía en un sistema fijo de cambios, generaría efectos no deseados sobre el empleo e inflación.

Ante la imposibilidad de validar los flujos de capitales con ajustes del tipo de cambio y/o alinear las políticas económicas internas con los requerimientos de los mercados internacionales (variaciones de tasas de interés), las autoridades cambiarias venezolanas han optado por aislar estos efectos a través de la imposición de un control a las salidas de divisas desde principio de 2003. Tomando esta resolución, las autoridades intentan mantener las ventajas de administrar un tipo de cambio fijo para las transacciones comerciales anulando los movimientos erráticos derivados de la cuenta capital y financiera.

Sin embargo, este objetivo de estabilidad cambiaria no ha sido fácil de cumplir. Las presiones internas inflacionarias motivaron al Ejecutivo acentuar en el año 2007 la estrategia de colocación o venta de títulos denominados en dólares en el mercado interno, con la finalidad de facilitar la recomposición de portafolio de hacia activos en divisas y determinar de facto un mercado cambiario con tasas diferenciadas. La tasa oficial, la cual cubre las principales transacciones en cuenta corriente y la tasa paralela, cuyo valor se determina en el mercado secundario de títulos gubernamentales.

### ¿Qué condiciones privan para adoptar un mercado cambiario paralelo?

La experiencia internacional indica que el surgimiento de mercados paralelos de divisas atiende a dos razones fundamentales, la reducción de la cobertura de bienes sujetos a transarse al tipo de cambio oficial y el incremento de restricciones legales para realizar operaciones en el mercado paralelo. Los resultados obtenidos de un estudio de 38 países que aplicaron regímenes de control de capitales y tipo de cambio administrado realizado por Kiguel et al (1990), sugieren que la progresiva exclusión de bienes y servicios no considerados prioritarios sujetos a tipo de cambio oficial, así como los esfuerzos por penalizar operaciones de divisas incrementaba la demanda en el mercado no oficial y la prima en la tasa de cambio paralelo.

De igual forma se desprende de este estudio que la adopción por las autoridades de un mercado paralelo depende de dos factores fundamentales:

- La cercanía de una crisis de balanza de pagos que motiva las autoridades a discriminar las transacciones con el exterior y una devaluación de la moneda.
- La tendencia ascendente de la apreciación real de la moneda con respecto a sus socios comerciales. En este caso, los controles de acceso sobre el mercado cambiario oficial se intensifican y la importancia de mercado no oficial se torna macroeconómicamente importante

## ¿Quiénes ganan y quiénes pierden en un sistema cambiario dual?

La existencia de un mercado paralelo de divisas genera diversas consecuencias en la economía. La adopción de un mercado cambiario paralelo aligera el comercio de bienes y servicios no cubiertos por el mercado oficial. Por lo general los bienes suntuarios, gastos de viajes, remesas de utilidades de empresas con sede en el exterior son excluidos del mercado oficial y al regularizarse el funcionamiento del mercado paralelo la oferta de estos bienes se incrementaría atenuando las tensiones sociales y políticas debido a la escasez de estos rubros. De esta manera, se generan actividades de lucro y empleo para sectores asociados a la intermediación informal de bienes y servicios importados y, por ende, oportunidades de ingreso.

No obstante, la adopción de un mercado paralelo crearía ciertas distorsiones en la economía. La primera asociada a la pérdida de efectividad del control cambiario. En economías inflacionarias o sujetas a fuertes expansiones de gasto público, la apertura de un mercado dual restringe la posibilidad al gobierno de financiarse mediante el impuesto inflacionario dado que los agentes económicos dispondrán de un camino más fácil de sustituir moneda doméstica por divisa. La pérdida de señoreaje por las autoridades limita la posibilidad de financiar el gasto con recurrentes expansiones monetarias o devaluaciones del tipo de cambio oficial.

Si bien es cierto que la aparición de un mercado cambiario no oficial incrementa la oferta de determinados rubros en la economía, el tipo de cambio paralelo tiene un impacto en los precios domésticos. El comercio internacional estaría valorado en parte por el tipo de cambio oficial (canales oficiales) y en parte por el tipo de cambio paralelo, por lo tanto los precios internos reflejarían esta dualidad. De hecho, Chhibber y Shafik (1990) demuestran en un estudio para Ghana y Uganda que los precios internos tendieron a reflejar más el tipo de cambio prevaleciente en el mercado paralelo que en el mercado oficial. La explicación radica en la fijación de precios de los bienes transables con base en el costo marginal del tipo de cambio, es decir el costo de reposición (tipo de cambio paralelo), el nivel de precios de la economía reflejará ampliamente las fluctuaciones y el nivel de tipo de cambio no oficial.

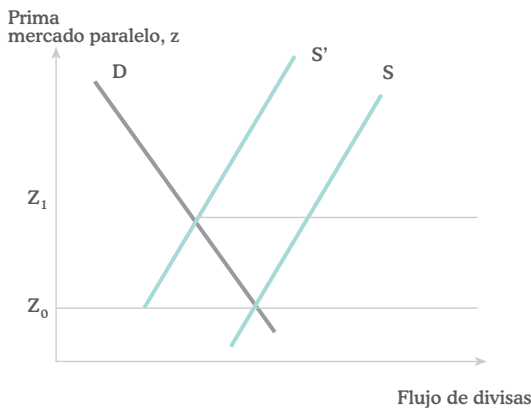
Las consecuencias de establecer un mercado paralelo también se observan en el sector exportador de la economía. La posibilidad de comprar y vender divisas a un tipo de cambio superior al oficial, significa un impuesto para los exportadores del mercado oficial. Los exportadores que repatrían sus ingresos al tipo de cambio oficial reciben un menor contravalor que los exportadores del mercado no oficial, lo que implica mayores restricciones para las autoridades cambiarias en utilizar la devaluación como mecanismo de incentivo a las exportaciones.

En el caso de las autoridades, los efectos pueden ser ambiguos. Por un lado, aumentan los costos de supervisión y penalización sobre actividades realizadas en el mercado no oficial, con el propósito de eliminar fugas de divisas desde el mercado oficial al paralelo. En este sentido, Agenor (1990) indica que la constitución de mercados paralelos estimularía actividades de buscadores de renta "*rent seekers*", tales como corromper oficiales de aduana para sobrefacturar importaciones o subfacturar exportaciones, cuya consecuencia se traduciría en asignaciones subóptimas de recursos escasos (divisas).

Sin embargo, en economía con prolongados período de control de capitales se generan situaciones de mercados secundarios de divisas cuyos costos de eliminación resultan prácticamente imposibles. El tipo de cambio del mercado paralelo pudiera ser "socialmente aceptado" en la medida que los demandantes racionados en el mercado oficial puedan liquidar transacciones en el paralelo.

## Evaluación de las medidas en un contexto de mercado cambiario paralelo

A los fines de evaluar el impacto sobre el mercado cambiario de divisas de las comentadas medidas cambiarias, aplicaremos el modelo de saldos y flujos de Dornbusch, Kuenzler (1993), cuyo supuesto se sustenta en la reacción de la prima cambiaria en un sistema de coexistencia de mercados paralelo y oficial.



El gráfico (I) muestra la relación entre la prima cambiaria y las funciones de oferta y demanda de divisas en la cuenta corriente de la balanza de pagos, mientras que el gráfico (II) ilustra las condiciones en la cuenta capital y financiera. La curva S y D se refieren a la oferta y demanda de divisa proveniente de transacciones comerciales realizadas por los canales oficiales y no oficiales, respectivamente. La curva DD se refiere a la demanda de divisa como consecuencia del proceso de recomposición de portafolio y F el saldo de moneda fuerte de la economía.

La reducción de asignaciones en el cupo electrónico y la eliminación de tarjetas de crédito prepagadas restringen la oferta de divisas en la cuenta corriente, incitando una elevación de la prima sobre el tipo de cambio oficial. Este comportamiento propende un incremento en las expectativas de depreciación que eleva la demanda de divisas por motivos de recomposición de portafolio y desplaza la curva DD hacia la derecha. El equilibrio se restituye con una prima superior del tipo de cambio no oficial y un aumento de la demanda por divisas tanto en el mercado controlado como en el no controlado. Un aspecto interesante de este modelo es que permite identificar los efectos de una menor oferta de divisas en cuenta corriente, originado por la acentuación de la restricción de acceso a divisas, sin ello implicar un deterioro en la riqueza financiera externa de la economía (desplazamiento de la curva F).

Tal como se observa en el modelo reseñado, los efectos de las modificaciones cambiarias anunciadas distan del propósito de suavizar tensiones en el mercado no oficial. De hecho, la prima de tipo de cambio se incrementa. Por lo tanto, estas medidas pudieran perseguir objetivos distintos a los oficialmente anunciados: un esquema diferenciado de tasas de cambio. Este sistema les permitiría a las autoridades discriminar de manera más ordenada los rubros a ser financiados con el tipo de cambio oficial y excluir el financiamiento de actividades no consideradas prioritarias como los gastos de viajeros o consumos electrónicos.

Tomando en consideración la experiencia internacional, la economía venezolana presenta condiciones similares a las encontradas en situaciones previas a la adopción de un mercado paralelo. La progresiva apreciación real de la moneda derivada del aumento de la inflación interna, las mayores restricciones al acceso de divisas, el incremento de sanciones legales para realizar operaciones cambiarias en el mercado no oficial, así como la validación de facto de una tasa de cambio diferenciada para las operaciones de recomposición de portafolio implícitas en las colocaciones de títulos en divisas en el mercado interno por parte del gobierno, se constituyen en elementos que abren la posibilidad a una revisión del actual esquema cambiario por parte de las autoridades, hacia la implantación de un mercado paralelo no restringido.

## Referencias

- Agenor, P. (1990): "Parallel currency markets in developing countries: Theory, Evidence, and Policy Implication". IMF Working Paper. WP/90/114
- Dornbusch, R. (1985). "Special exchange rates for capital account transactions". NBER, WP N° 1659
- Goldberg, L. (1992). "Moscow black markets and official markets for foreign exchange: how much flexibility in flexible rates? NBER, WP N° 4040
- Kiguel, M. y O'Connell, S. (1994): "Parallel exchange rates in developing countries", Policy Research Working Paper, 1265. The World Bank.

## Principales Variables Macroeconómicas de Venezuela

	2003	2004	2005	2006	2007	2008*
<b>Actividad Económica</b>						
PIB M.US\$	85.855	97.534	136.263	181.608	230.100	272.800
PIB Total Real (Var %)	-7,7	17,9	10,3	10,3	8,4	5,7
PIB Petrolero	-1,9	11,6	1,2	-1,9	-5,3	6,6
PIB No Petrolero	-7,5	17,8	10,3	11,7	9,7	2,0
<b>Petróleo</b>						
Precio promedio de realización (US\$/b)	25,8	32,9	46,0	56,4	65,2	71,7
Producción (m.M. barriles diarios)	2.779	2.610	2.700	2.540	2.405	2453
Exportación (m.M. barriles diarios)	2.479	2.305	2.395	2.153	2.039	2079
<b>Demanda Agrega Interna (DAI)(% anual)</b>						
Consumo Privado Real	-4,3	15,4	17,7	17,9	18,7	10,3
Consumo Público Real	5,7	14,2	9,4	6,7	4,8	6,1
Inversión Bruta Real	-37,0	49,7	37,9	26,6	24,5	11,4
DAI	-10,2	28,2	18,9	20,1	18,7	10,2
<b>Sector Externo</b>						
Balanza Comercial (M.US\$)	16.483	21.430	30.423	32.712	25.071	29.259
Exportaciones	27.170	38.748	55.597	65.210	69.700	76.429
Importaciones	10.687,0	17.318	25.174	32.498	41.600	47.170
Saldo en Cuenta Corriente (M.US\$)	11.448,0	13.830	24.436	27.149	23.200	23.800
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	11,2	14,2	17,9	15,0	11,4	8,7
Saldo en Balanza de Pagos (M.US\$)	5.443,0	1.898	5.457	5.138	-5.932	-4.500
Reservas Internacionales Brutas (M.US\$)	21.299,0	24.172	29.636	36.672	33.915	31.000
<b>Tipo de Cambio (Bs./US\$)</b>						
Al cierre	1.600,0	1.920,0	2.150,0	2.150,0	2.150,0	2,15
Promedio	1.608,6	1.885,5	2.109,8	2.150,0	2.150,0	2,15
<b>Inflación (%)</b>						
Inflación Puntual	27,1	19,2	14,4	17,0	22,5	21,6
Inflación Promedio	31,1	21,7	16,0	19,4	18,7	25,9
<b>Indicadores Monetarios y Financieros</b>						
Liquidez Monetaria (Var %)	57,5	50,4	52,7	68,1	30,5	31
Tasas de Interés Activa promedio (%)**	24,1	17,1	15,4	14,6	17,3	24,1
Tasas de Interés Pasiva 90d promedio (%)**	17,6	12,9	11,7	10,2	11,7	12,9
<b>Situación Fiscal</b>						
Supéravit/Déficit Fiscal( % del PIB)	-5,9	2,0	1,6	0,0	1,5	0,5
Deuda Pública Total (% del PIB)	47,3	39,1	34,4	23,5	18,9	17,8
Deuda Pública Interna (% del PIB)	17,7	14,3	12,2	9,3	5,3	5,8
Deuda Pública Externa (% del PIB)	29,6	24,8	22,2	14,2	13,6	12,0
<b>Datos Socio-Económicos</b>						
Población (millones de habitantes)	25,6	26,1	26,6	27,1	27,6	28,0
Tasa de Desempleo (%)	15,6	10,9	8,9	9,5	8,5	8,7
PIB Per Cápita (US\$)	3.350	3.737	5.123	6.703	8.349	9744

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

\* Previsiones

\*\* Seis principales bancos

## Argentina

	2005	2006	2007p	2008p
PIB (%)	9,2	8,5	8,2	7,5
Inflación IPC (% , fin de año)	12,3	9,8	8,4	11,0
Balanza comercial (m.M. \$)	11,7	12,3	10,8	7,0
Cuenta corriente (% PIB)	3,1	3,8	2,6	0,7
Reservas (m.M. \$, fin de año)	28,1	32,0	45,2	53,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,01	3,06	3,14	3,23
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	1,8	1,8	1,5	2,1
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	6,4	8,9	12,2	12,7
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	52	52	48	52
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	118	140	157	149

<sup>1</sup> Argentina: Gobierno Central y excluye ingresos por privatizaciones  
<sup>2</sup> Argentina: Depósitos a 30 días en pesos; Brasil: SELIC

## Brasil

	2005	2006	2007p	2008p
PIB (%)	2,9	3,7	5,2	4,6
Inflación IPC (% , fin de año)	5,7	3,1	4,5	4,5
Balanza comercial (m.M. \$)	44,8	46,1	41,3	26,0
Cuenta corriente (% PIB)	1,8	1,6	0,6	-0,5
Reservas (m.M. \$, fin de año)	53,8	85,8	180,0	235,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2,28	2,15	1,8	1,8
Saldo sector público (% PIB)	-3,0	-3,0	-2,3	-2,5
Tasa de interés (fin de año)	18,00	13,25	11,3	10,8
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	81	83	98,9	101,8
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	78	81	79,8	83,1

## Chile

	2005	2006	2007p	2008p
PIB (%)	5,7	4,0	5,2	4,7
Inflación IPC (% , fin de año)	3,7	2,6	7,8	4,3
Balanza comercial (m.M. \$)	10,2	22,2	23,6	16,8
Cuenta corriente (% PIB)	1,1	3,9	3,4	-0,3
Reservas (m.M. \$, fin de año)	17,0	19,4	16,9	16,9
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	514	530	499	485
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	4,5	7,8	8,9	5,0
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	5,25	5,25	6,00	6,00
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	95	92	91	89
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	110	139	145	125

<sup>1</sup> Chile: Gobierno Central  
<sup>2</sup> Chile: Tasa de Instancia Monetaria (nominal desde agosto de 2001); Colombia: DTF a 90 días

## Colombia

	2005	2006	2007p	2008p
PIB (%)	4,7	6,8	7,0	5,4
Inflación IPC (% , fin de año)	4,9	4,5	5,7	4,5
Balanza comercial (m.M. \$)	1,4	-0,1	-2,3	-3,2
Cuenta corriente (% PIB)	-1,5	-2,1	-3,9	-4,5
Reservas (m.M. \$, fin de año)	15,0	15,4	19,4	18,3
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2279	2261	2014	2215
Saldo sector público (% PIB)	0,0	-0,8	-0,9	-1,0
Tasa de interés (fin de año)	6,3	6,8	8,9	9,5
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	92	91	98	95
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	144	158	167	157

## México

	2005	2006	2007p	2008p
PIB (%)	2,8	4,8	3,1	2,7
Inflación IPC (% , fin de año)	3,3	4,1	3,8	3,6
Balanza comercial (m.M. \$)	-7,6	-6,1	-10,4	-12,0
Cuenta corriente (% PIB)	-0,7	-0,2	-0,8	-1,1
Reservas (m.M. \$, fin de año)	68,7	67,5	65,0	65,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	10,69	10,88	10,86	10,85
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	0,1	0,1	0,0	0,0
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	8,0	7,0	7,4	7,5
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	114	112	114	114
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	184	203	220	195

<sup>2</sup> México: Cetes a 28 días; Perú: Tasa interbancaria en soles

## Perú

	2005	2006	2007p	2008p
PIB (%)	6,7	7,6	8,3	7,0
Inflación IPC (% , fin de año)	1,5	1,1	3,9	2,6
Balanza comercial (m.M. \$)	5,3	8,9	8,0	6,0
Cuenta corriente (% PIB)	1,4	2,8	1,4	-0,6
Reservas (m.M. \$, fin de año)	14,1	17,3	27,5	33,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,43	3,21	2,98	2,90
Saldo sector público (% PIB)	-0,3	2,1	2,9	1,2
Tasa de interés (fin de año)	3,25	4,50	5,00	5,75
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	87	88	86	83
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	116	142	145	138

## Uruguay

	2002	2003	2004	2005
PIB (%)	-11,0	2,2	11,8	6,6
Inflación IPC (% , fin de año)	25,9	10,2	7,6	4,9
Balanza comercial (m.M. \$)	0,0	0,2	0,0	0,0
Cuenta corriente (% PIB)	3,1	-0,5	-0,8	0,6
Reservas (m.M. \$, fin de año) <sup>3</sup>	0,8	1,9	2,3	3,1
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	27,1	29,2	26,6	23,5
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-4,1	-3,2	-1,8	-2,5
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	69,9	7,5	5,7	4,6
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	90	75	81	87
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	87	88	88	83

<sup>1</sup> Venezuela: incluye FIEM  
<sup>2</sup> Venezuela: Gobierno Central  
<sup>3</sup> Uruguay: Letras del BCU a 30 días en pesos; Venezuela: Depósitos a 90 días

## Venezuela

	2005	2006	2007p	2008p
PIB (%)	10,3	10,3	8,4	5,7
Inflación IPC (% , fin de año)	14,4	17,0	22,5	21,6
Balanza comercial (m.M. \$)	30,4	33,0	25,1	29,3
Cuenta corriente (% PIB)	17,7	15,0	11,4	8,7
Reservas (m.M. \$, fin de año)	29,6	37,3	33,9	31,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2150	2150	2150	2,15
Saldo sector público (% PIB)	1,6	0,0	1,5	0,5
Tasa de interés (fin de año)	11,7	10,3	11,7	12,9
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	90	101	114	129
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	265	310	357	299

## Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% , promedio)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
<b>EE.UU.</b>	3,1	2,9	2,1	1,7	3,4	3,2	2,8	2,7
<b>UEM</b>	1,6	2,9	2,7	1,8	2,2	2,2	2,1	2,4
<b>Japón</b>	1,9	2,2	1,9	1,5	-0,3	0,1	0,0	0,4
<b>China</b>	10,4	11,1	11,4	9,9	1,8	1,5	4,8	3,8

	Tasa oficial (% , fin de período)				Tipo de cambio (frente \$ , fin de período)			
	31/12/06	jun-07	dic-07	dic-08	31/12/06	jun-07	dic-07	dic-08
<b>EE.UU.</b>	5,25	4,75	4,25	3,25				
<b>UEM (\$/€)</b>	3,50	4,00	4,00	3,75	1,32	1,35	1,47	1,40
<b>Japón (yenes/\$)</b>	0,25	0,50	0,50	0,75	117	123	112	105
<b>China (cny/\$)</b>	6,12	7,47	8,01	8,28	7,81	7,30	6,9	6,7

## América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
<b>Argentina</b>	9,2	8,5	8,2	7,5	12,3	9,8	8,4	11,0
<b>Brasil</b>	2,9	3,7	5,2	4,6	5,7	3,1	4,5	4,5
<b>Chile</b>	5,7	4,0	5,4	5,3	3,7	2,6	7,1	3,6
<b>Colombia</b>	4,7	6,8	7,0	5,4	4,9	4,5	5,7	4,5
<b>México</b>	2,8	4,8	3,1	2,7	3,3	4,1	3,8	3,6
<b>Perú</b>	6,7	7,6	8,3	7,0	1,5	1,1	3,9	2,6
<b>Venezuela</b>	10,3	10,3	8,4	5,7	14,4	17,0	22,5	21,6
<b>LATAM <sup>1</sup></b>	<b>4,5</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,0</b>	<b>6,0</b>	<b>5,1</b>	<b>6,2</b>	<b>5,9</b>
<b>LATAM Ex-México</b>	5,2	5,6	6,4	5,4	6,9	5,4	7,0	6,7

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
<b>Argentina <sup>2</sup></b>	1,8	1,8	1,5	2,1	3,1	3,8	2,6	0,7
<b>Brasil</b>	-3,1	-2,3	-2,3	-1,6	1,8	1,6	0,6	-0,5
<b>Chile <sup>2</sup></b>	4,5	7,7	8,1	5,8	1,0	3,6	5,4	2,3
<b>Colombia</b>	0,0	-0,8	-0,9	-1,0	-1,5	-2,1	-3,9	-4,5
<b>México</b>	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,7	-0,2	-0,8	-1,1
<b>Perú</b>	-0,3	2,1	2,9	1,2	1,4	2,8	1,4	-0,6
<b>Venezuela <sup>2</sup></b>	1,6	0,0	-0,8	-1,5	17,7	15,0	11,4	8,7
<b>LATAM <sup>1</sup></b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>1,2</b>	<b>0,1</b>
<b>LATAM Ex-México</b>	-1,0	-0,8	-0,6	-0,6	3,4	3,5	2,0	0,5

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

	Tipo de cambio (frente \$ , fin de año)				Tasas de Interés (% , fin de año)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
<b>Argentina</b>	3,01	3,06	3,14	3,23	6,4	8,9	12,2	12,7
<b>Brasil</b>	2,28	2,15	1,78	1,75	18,00	13,25	11,25	10,75
<b>Chile</b>	514	528	500	500	4,50	5,25	5,75	6,25
<b>Colombia</b>	2279	2261	2014	2215	6,3	6,8	8,9	9,5
<b>México</b>	10,69	10,88	10,86	10,85	8,0	7,0	7,4	7,5
<b>Perú</b>	3,43	3,21	2,98	2,90	3,25	4,50	5,00	5,75
<b>Venezuela</b>	2150	2150	2150	2,15	11,7	10,3	11,7	12,9

**Servicio de Estudios Económicos:**

**Director:**  
José Luis Escrivá

**Economistas Jefe:**  
Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo  
España: Julián Cubero  
Análisis Sectorial: Ana Rubio  
Europa: Miguel Jiménez

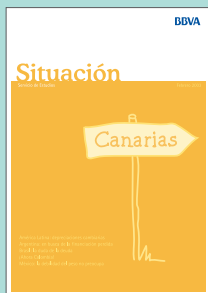
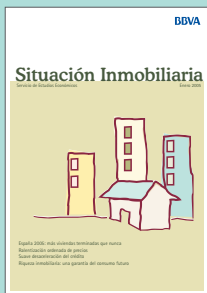
Análisis cuantitativo: Giovanni Di Placido  
Investigación y Desarrollos Cuantitativos: Rodolfo Méndez

Latam y Mercados Emergentes: Alicia García-Herrero  
Análisis macroeconómico Mercados Emergentes: Sonsoles Castillo  
Argentina: Ernesto Gaba  
Chile: Miguel Cardoso  
Colombia: Juana Tellez  
Perú: Hugo Perea  
Venezuela: Alejandro Puente  
China: Ya-Lan Liu  
Norteamérica: Jorge Sicilia  
Estados Unidos: Nathaniel Karp  
México: Adolfo Albo

Tendencias Globales: Joaquín Vial

Análisis de Sistemas Previsionales: David Tuesta

**otras publicaciones**



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

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

Para consultas escribanos a [servicio\\_estudios@provincial.com](mailto:servicio_estudios@provincial.com) Nuestras publicaciones pueden ser descargadas en [www.bbva.com](http://www.bbva.com)