

Situación

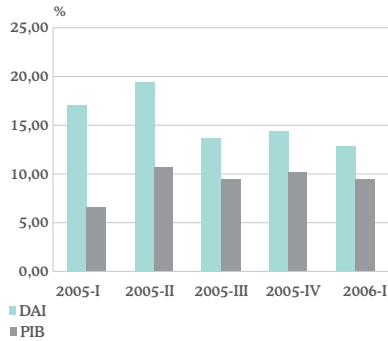
Servicio de Estudios Económicos

Año 2, N° 2 - Segundo trimestre 2006



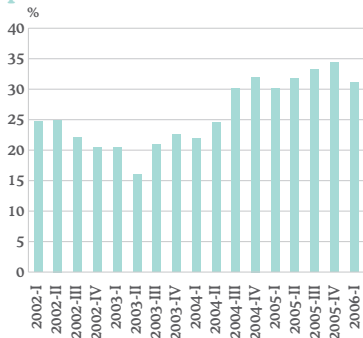
Mercado petrolero: Histeria o histéresis
Crecimiento de la producción bajo la lupa
Medición del Stock de Capital Fijo de Venezuela
Inversiones en el Sector Petrolero Venezolano
Flujos de capital hacia emergentes: ¿exuberancia racional?

Variación del PIB y la DAI trimestral respecto al mismo trimestre del año previo



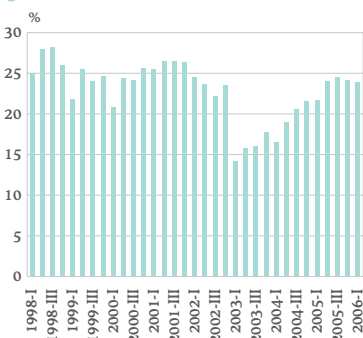
Fuente: BCV y Cálculos Propios

Importaciones trimestrales como proporción del PIB



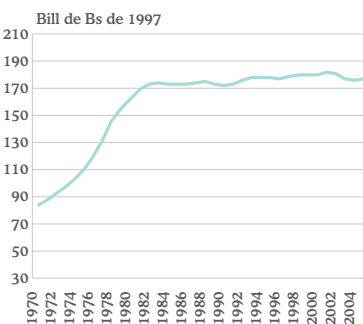
Fuente: BCV y Cálculos Propios

Inversión trimestral como proporción del PIB



Fuente: BCV y Cálculos Propios

Capital Fijo Neto



Fuente: BCV y Cálculos Propios

Editorial

Producción Rebasada

En un prolongado *boom* alcista del precio del petróleo como el actual, no es de sorprender, al menos en el contexto histórico venezolano, que se produzca una fuerte y prolongada expansión del gasto de los venezolanos (familias, empresas y entes gubernamentales por igual), es decir, de la demanda agregada interna (DAI). Pero no es correcto considerar sinónimos un *boom* de consumo o de demanda en general y un *boom* de producción, dando por un hecho que una fuerte expansión de la demanda conlleva necesariamente una expansión similar de la producción nacional de bienes y servicios, es decir, del producto interno bruto (PIB). Es perfectamente factible, cuando el país cuenta con una alta disponibilidad de moneda extranjera, que la expansión de la demanda interna se satisfaga total o mayoritariamente con bienes importados.

No obstante, este no ha sido el caso reciente de la economía venezolana: en los últimos dos años y medio se ha producido una sostenida expansión tanto de la DAI como del PIB, lo cual ha permitido que estas dos variables recuperen todo el terreno perdido durante el período de recesión e interrupciones de la actividad productiva que se extendió entre el primer trimestre de 2002 e igual período de 2003.

Ahora bien, es llamativo que el ritmo expansivo de la demanda haya venido superando sistemáticamente al de la producción doméstica. El primer gráfico adjunto compara la evolución de la DAI y del PIB en frecuencia trimestral, permitiendo observar claramente que el incremento trimestral de la DAI supera persistentemente al del PIB, lo que se ha traducido en la expansión del peso de las importaciones en la oferta total de bienes y servicios que adquieren los venezolanos (ver segundo gráfico).

Estos datos se prestan, cuando menos, a dos interpretaciones: la producción nacional podría ser incapaz de competir en precios con los productos importados dado el nivel actual del tipo de cambio, o quizá el aparato productivo doméstico estaría enfrentando limitaciones de capacidad que le impiden incrementar rápidamente su nivel de producción.

Los escasos reclamos de las empresas y gremios del sector industrial venezolano respecto al régimen cambiario sugieren que sus dificultades para seguir el paso a la demanda agregada no derivan, al menos por el momento, de desventajas competitivas frente a la oferta importada, lo que queda en alguna medida confirmado por el popular índice "Big Mac", que compara el precio en Venezuela y Estados Unidos de la hamburguesa que con esa marca vende una conocida cadena internacional de restaurantes: en ambos casos el precio se ubica en torno a 6500 bolívares (utilizando el tipo de cambio oficial de Bs/US\$ 2150), sugiriendo que el costo en bolívares de los diversos bienes y servicios que se producen actualmente en el país es, en términos muy gruesos, similar al costo (expresado en bolívares) de sus equivalentes foráneos.

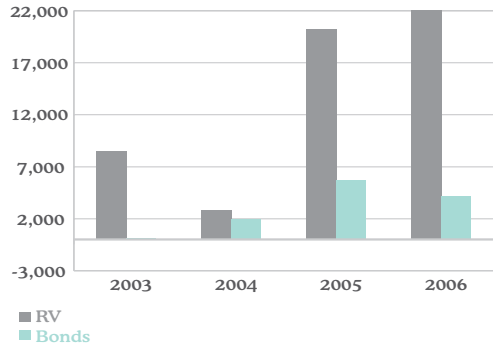
De lo dicho, se desprende la conclusión de que las crecientes dificultades que experimenta el sector productivo nacional para seguir el fuerte ritmo expansivo de la demanda agregada interna, deben encontrarse en la presencia de limitaciones en la capacidad productiva instalada (disponibilidad de mano de obra calificada, maquinarias, vehículos, infraestructura, etc).

En lo que respecta al capital fijo (maquinarias, infraestructura y vehículos), el análisis estadístico revela claramente estas limitaciones, al mostrar que el nivel o stock de capital fijo neto del país (ver gráfico final) ha permanecido prácticamente estancado durante las últimas décadas, y, si bien la inversión (que no es más que la expansión y reposición del capital físico) ha experimentado una fuerte expansión en los dos últimos años, el nivel alcanzado es aún insuficiente y la duración de la expansión aún muy breve como para revertir dicho estancamiento (el tercer gráfico permite observar que para el primer trimestre de 2006 aún no se ha logrado recuperar el nivel promedio de la razón inversión/PIB del período 1998-2002).

La experiencia internacional del último medio siglo, muestra que las economías subdesarrolladas o emergentes que han logrado dar el salto a la industrialización y el desarrollo son aquellas que lograron sostener por muchas décadas sucesivas niveles de inversión (en proporción al PIB) suficientemente altos como para impulsar un incremento apreciable y sostenido de su stock de capital fijo neto.

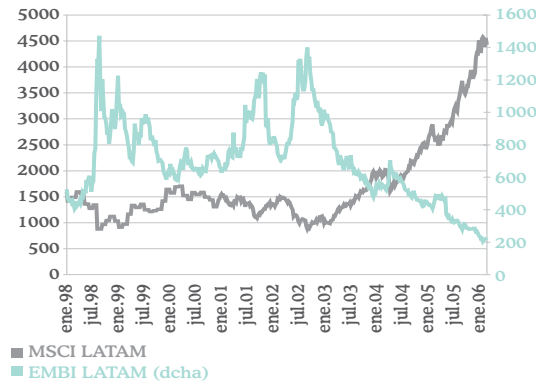
Emergentes: entradas de capital netas acumuladas

(miles de millones de dólares)



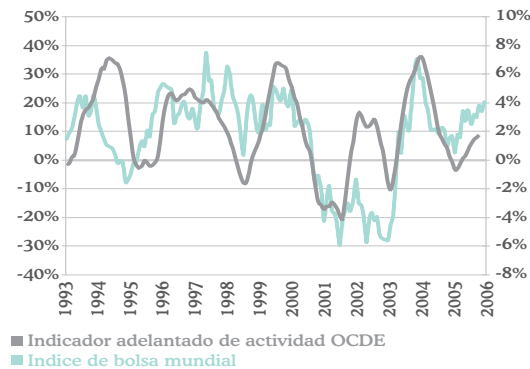
Fuente: BBVA - Capital Flows, EPFR

América Latina: evolución de los mercados financieros



Fuente: JP Morgan y Morgan Stanley

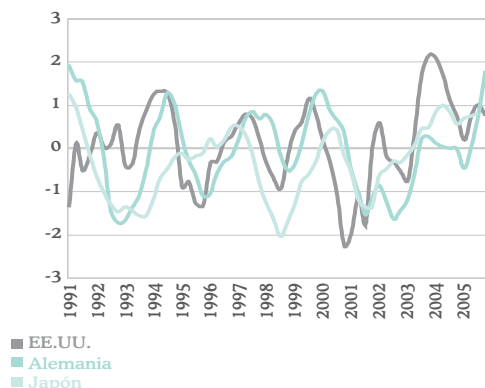
Indicadores adelantados de actividad



Fuente: OCDE y Morgan Stanley

Confianzas industriales

(índices estandarizados)



Fuente: IFO, ISM y Tankan

I. Entorno internacional

Flujos de capital hacia emergentes: ¿exuberancia racional?

El comienzo del año 2006 ha mostrado una notable aceleración de los flujos de capital hacia las economías emergentes. De hecho, las entradas netas de capital en renta variable durante los primeros meses de este año representan el 110% del total de las entradas registradas en 2005, mientras que las entradas en renta fija suponen alrededor del 75% de todo lo recibido por estos países el año anterior. En consecuencia, los precios de los activos en estas economías están aumentando significativamente: los índices bursátiles muestran notables ganancias, las primas de riesgo alcanzan mínimos históricos, y las divisas se aprecian; todo ello en medio de volatilidades en niveles relativamente bajos. Así, a pesar de que se nota alguna diferenciación por países, el contexto general de los mercados financieros para las economías emergentes se puede considerar como muy favorable.

Ahora bien, la sostenibilidad de este contexto en los próximos meses es la principal incertidumbre para los inversores y esto va a depender de factores domésticos, pero especialmente de factores externos. Aunque la mejoría de las variables fundamentales en muchos de los países emergentes está favoreciendo este comportamiento de los flujos de capital, no cabe duda de que las condiciones de elevado crecimiento de la economía mundial con una inflación controlada y con una liquidez elevada pudieran estar dando lugar a que hubiera algún tipo de infravaloración del riesgo por parte de los inversores.

Dinamismo de la actividad mundial

En efecto, la actividad económica mundial se mantiene relativamente dinámica, a pesar de los elevados precios del petróleo. Aunque los datos del último trimestre de 2005 resultaron algo decepcionantes en Europa y en EEUU, los indicadores de estos primeros meses de 2006 están siendo superiores a lo esperado, especialmente en Europa, y en menor medida, se están produciendo algunas sorpresas al alza en el crecimiento económico en Japón y EEUU. Todo parece indicar que éste se mantendrá elevado, al menos en el primer semestre del año, aunque podría moderarse en el segundo semestre.

En EEUU, el crecimiento de la renta disponible muestra una significativa moderación, y la riqueza inmobiliaria podría estabilizarse a lo largo de este año. Todo ello apuntaría hacia una ralentización en el aumento del consumo en esta economía y hacia un menor crecimiento de la demanda interna, que podría ser parcialmente compensado por un mayor dinamismo de la externa. Un menor crecimiento en EEUU, parece estar en todo caso compensado por un mayor dinamismo previsto en otras economías. Por un lado, en Europa, la recuperación de las confianzas es un hecho, y debería venir acompañada de una mejoría de los datos de actividad, especialmente en economías que hasta ahora han mostrado un moderado crecimiento como ocurre con la alemana. Las condiciones financieras favorables para las empresas o la recuperación de la renta disponible de las familias, en un contexto de creación de empleo, constituyen bases sólidas para relanzar la demanda interna europea. Por otro lado, Japón sigue mostrando un notable crecimiento, superior a su potencial que podría facilitar una salida de la deflación en 2006.

A pesar del mayor crecimiento, la inflación se mantiene relativamente controlada, dentro de un rango, especialmente cuando se analiza su componente subyacente. Incluso en EEUU, donde la utilización de los recursos productivos, capital y trabajo, ha aumentado significativamente y supera sus promedios históricos, el repunte de la inflación energética apenas se ha trasladado a los precios finales. De hecho, el comportamiento de los salarios reales, con tasas de crecimiento prácticamente nulas, a pesar de la situación cíclica de la economía, proporciona cierto margen para inferir que cualquier repunte de inflación va a ser relativamente limitado.

En este contexto, la política monetaria de EEUU está próxima a terminar su ciclo de subidas de tipos, que podría suponer situar los tipos oficiales en el 5%. Indudablemente, a medida que se aproxima el final del ciclo de incremento de tipos, aumenta la incertidumbre sobre su senda futura, frente a un periodo de relativa predictibilidad en su comportamiento. En la UEM, los tipos de interés, irán aumentando también de manera gradual y mucho más pausada hasta situarse en tasas del 3% a fines de 2006. También Japón dio en marzo el primer paso para cambiar su política monetaria: modificó la relajación cuantitativa, que podría señalar el abandono de los tipos de interés cero hacia fines de este año. En conjunto, los principales bancos centrales están moderando el grado de relajación que ha caracterizado a la política monetaria en años recientes. Sin embargo, los tipos de interés esperados son inferiores a los máximos alcanzados en ciclos alcistas anteriores.

Pero no solamente los países industrializados muestran un notable dinamismo, sino que debe destacarse que la economía mundial muestra una creciente interrelación, ya que no podría explicarse su evolución sin incorporar el crecimiento de la economía china. Ésta sigue dando muestras de que el modelo orientado a la exportación está permitiendo generar una elevada actividad, especialmente en el gasto en inversión. Adicionalmente, toda la región asiática se está beneficiando de las sinergias que supone este tipo de crecimiento, incluida la propia economía japonesa. Pero también debe destacarse el comportamiento de las materias primas, especialmente de algunas metálicas como el cobre o el oro que consiguen desafiar todos los pronósticos y situarse en niveles de precios que suponen máximos históricos. Esta evolución de las materias primas constituye a su vez un motor del crecimiento para algunos países de América Latina.

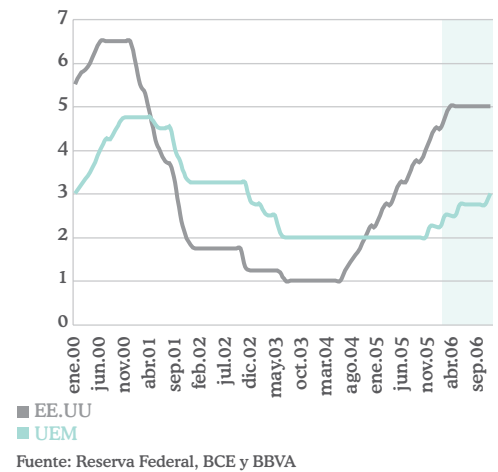
¿Un mundo con cambios estructurales?

En gran medida, la cuestión principal es la sostenibilidad de esta situación en el tiempo. Indudablemente hay una serie de factores que sustentan la posibilidad de que la economía se encuentre ante un cambio estructural. Así, el desarrollo tecnológico y la globalización de la actividad, con el protagonismo de nuevos participantes en la economía de mercado están suponiendo una modificación en los mecanismos tradicionales de transmisión de precios y salarios. La credibilidad de los bancos centrales ha contribuido a mantener bajas tasas de inflación. Además, la globalización y diversificación de los mercados financieros, junto con la menor volatilidad macroeconómica, implica una reducción de las primas de riesgo, y, en consecuencia, supone una reducción de los niveles de los tipos de interés de largo plazo.

Este último es un factor diferencial significativo de la situación actual y podría explicar uno de los principales interrogantes: el hecho de que a pesar del aumento de los tipos oficiales en EEUU, los tipos de largo plazo se hayan mantenido relativamente estables, y que, en consecuencia se haya producido un significativo aplanamiento de la curva, incluso una pequeña inversión de la misma. Habitualmente una inversión de la curva de tipos anticipaba una recesión económica, con un adelanto promedio de cuatro trimestres. Esto es, tipos futuros esperados más bajos eran la principal explicación de la menor pendiente de la curva de deuda. Ahora bien, en esta ocasión, es posible añadir una explicación a esta reducción de la pendiente. En efecto, como ha señalado recientemente Bernanke, el aplanamiento de la curva de deuda es probablemente consecuencia de una menor prima de riesgo, derivada del descenso de la incertidumbre macroeconómica y de la mayor demanda de bonos por parte de agentes que resultan poco sensibles a los criterios de rentabilidad-riesgo. Esta explicación podría suponer que una curva plana es compatible con un crecimiento estable en los próximos meses, y no con una recesión de la economía.

Además de estos factores estructurales, algunos elementos coyunturales contribuyen a reducir los riesgos en la situación actual. En primer lugar, el ajuste progresivo al alza de los tipos de interés oficiales constituye un primer paso para limitar el exceso de liquidez que podría haber llevado a infravalorar el riesgo de algunos activos. En segundo lugar, la

Tipos de interés oficiales

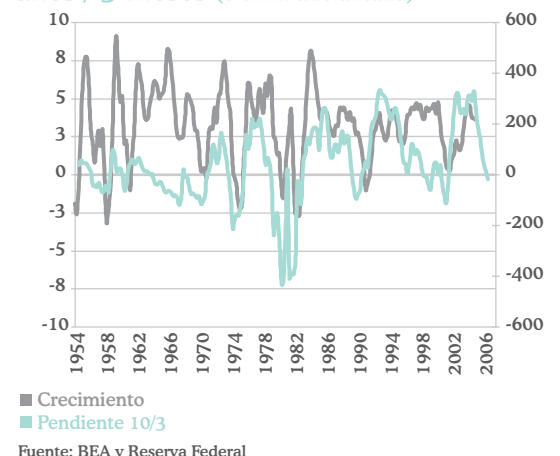


EEUU: Descomposición de los factores explicativos para los tipos a 10 años

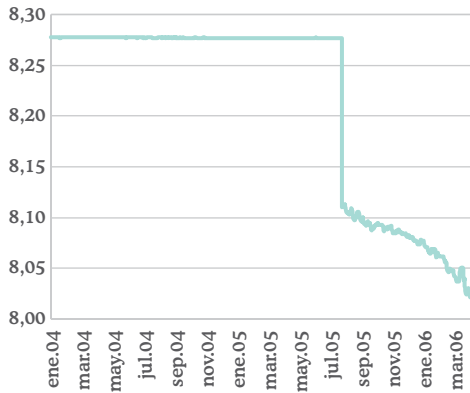
	Tipos 10 años	Tipos reales
1990	8,70	4,00
2005	4,30	2,00
Variación	4,40	2,00
Expectativas de tipos reales	-90	
Expectativas de inflación	-100	
Real term premium	-150	
Prima de riesgo por inflación	-30	

Fuente: BBVA

EE.UU.: Crecimiento y pendiente 10 años / 3 meses (6 trim. adelantada)

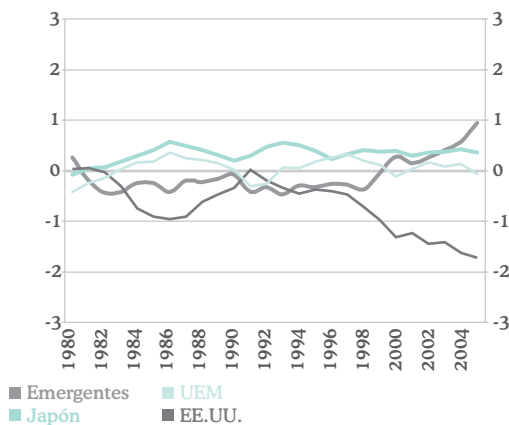


China: evolución del yuan/dólar desde la revaluación de julio



Fuente: Bloomberg

Saldo por cuenta corriente en porcentaje PIB mundial



Fuente: FMI

diferencia en el crecimiento de la demanda interna entre EEUU y otras economías se está moderando, a medida que se va relanzando el crecimiento en Europa y Japón, y se modera el crecimiento del sector inmobiliario y del consumo en la economía estadounidense. Por último, el dinamismo de la economía china, superior al esperado, le está permitiendo ir ajustando de forma lenta pero gradual su tipo de cambio con el dólar.

Escenarios de riesgo: poco probables

Ahora bien, a pesar de estos cambios estructurales, que constituyen el soporte del escenario base de crecimiento de la economía mundial, hay algunos elementos que podrían suponer riesgos a la baja sobre la actividad. La probabilidad de que la valoración del riesgo por parte de los inversores esté siendo muy baja, provocando un aumento del precio de los activos en un entorno en el que las familias están muy endeudadas podría implicar algún ajuste económico. De igual forma, el elevado y creciente déficit corriente de EEUU constituye un factor de incertidumbre, especialmente si se observa que una parte del déficit es financiado por el superávit de los países exportadores de petróleo y por los flujos de capital oficiales procedentes de la acumulación de reservas de un conjunto de países, especialmente emergentes asiáticos, que intentan evitar la revaluación de sus divisas.

Junto a los factores estructurales y coyunturales de soporte mencionados anteriormente, hay que señalar que, en todo caso, no es fácil anticipar ni la forma de un potencial ajuste ni el detonante del mismo. Un choque real, como podría ser un brusco aumento del precio del petróleo, consecuencia de una reducción significativa de la oferta, no necesariamente provocaría un fuerte aumento de la inflación y podría tener como consecuencia una recesión de las economías y menores tipos de interés. Un choque financiero, en el que el aumento de la aversión al riesgo llevase a los inversores a pedir una mayor remuneración por los activos de EEUU y que provocase una depreciación del dólar, significaría un notable aumento de las rentabilidades de la deuda en esta economía. Un error de política monetaria, que implicase tipos de interés oficiales demasiado altos y provocase un desplome del precio de los activos inmobiliarios, conduciría a una significativa recesión y a un descenso de tipos de interés en el futuro. Evidentemente, cualquiera de estos escenarios tendría consecuencias más negativas sobre el precio de los activos si fuera acompañado de un aumento de la inflación, en un contexto en el que las ganancias de productividad en EEUU se pusieran en duda y hubiera un retroceso en la globalización, derivado de la adopción de medidas proteccionistas en el comercio mundial. El mapa de riesgos, en consecuencia, es diverso y el detonante de un ajuste, difícil de anticipar. En todo caso, cuando se hace un balance entre los factores de soporte y los elementos de riesgo, se concluye que la probabilidad de estos escenarios de ajuste en el contexto actual resulta reducida.

Tipos largos con recorrido limitado y dólar estable

En consecuencia, en el escenario central para las economías, la pendiente de la curva de deuda en EEUU se mantendrá relativamente plana, aunque a medida que aumente la incertidumbre sobre la política monetaria y se ralenticen algunos de los flujos de capitales de no residentes, podría mostrar una ligera inclinación. Los tipos de interés de largo plazo se situarán en el 4,8 y en el 5,1% en promedio en 2006 y 2007, respectivamente. En Europa, los tipos de largo plazo que han descendido significativamente en 2005, se mantendrán en niveles históricamente bajos debido al escaso recorrido al alza esperado para los tipos oficiales y a la demanda de activos de largo plazo de los inversores domésticos, en gran medida como consecuencia de medidas regulatorias. Así, en promedio, los tipos a diez años en Europa se situarán en 3,7 y 4,1% en 2006 y 2007, casi un punto por debajo de los de EEUU. Este diferencial de tipos de interés seguirá siendo uno de los principales soportes del dólar que con el euro se mantendrá en un rango estable en el entorno del 1,21 en 2006 y del 1,25 en 2007. Ahora bien, la situación de la balanza corriente en EEUU implica un balance de riesgos a la baja para el dólar.

	2005	2006	2007	2005	2006	2007
EEUU	Fin de periodo			Promedio		
Tipos oficiales	4,25	5,00	5,00	3,20	4,90	5,00
Tipos 10 años	4,50	5,20	5,10	4,30	4,80	5,10
UEM						
Tipos oficiales	2,25	3,00	3,25	2,00	2,60	3,20
Tipos 10 años	3,40	3,80	4,20	3,40	3,70	4,10
DIVISAS						
Dólar-euro	1,19	1,23	1,26	1,24	1,21	1,25

Fuente: BBVA

Mercado petrolero: ¿Histeria o histéresis?

Entre junio de 2004 y marzo de este año la demanda de petróleo se ha incrementado en un 3,8 % representando un aumento promedio de 3 millones de barriles diarios en términos anuales que representan un acumulado de 1135 millones de barriles adicionales. Claramente esto responde a un cambio estructural producido en el mercado donde el 70% del crecimiento de la demanda de petróleo de los últimos años se debe a los países emergentes representando China el 40%. Este comportamiento esperado por estos países hacía prever un mercado donde la oferta no acompañaría la demanda, factor que sería el impulsor de los precios del petróleo.

Sin embargo, en el mismo período en análisis se han construido unos 255 millones de barriles de inventarios totales para los países de la OECD, para ubicar el stock total de inventarios en 4222 millones de barriles equivalentes a 137 días de producción actual de la totalidad de la OPEP incluyendo Irak. Paradójicamente el precio del Brent se ha duplicado desde junio de 2004.

Pareciera que el ciclo actual de precios se desacopla de los fundamentos de oferta y demanda observada en este período que deberían haber impulsado, corrigiendo por los efectos de las temporadas de huracanes, una disminución de los precios del crudo.

Al tratar de analizar el mercado petrolero, debemos recurrir a los modelos de histéresis, donde en el caso del petróleo las expectativas tienen un importante peso y son una variable exógena que ha estado sujeta a un cambio permanente llevando a las variables endógenas a nuevos valores de equilibrio de largo plazo.

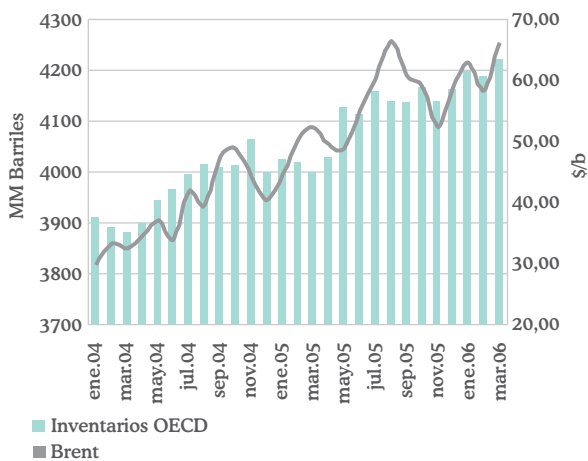
frentan a tasas declinantes de producción, manteniendo una visión estática de su comportamiento.

Al analizar estos elementos tenemos que si bien, la convergencia de consumo por habitante de los países emergentes de mayor peso en la demanda de petróleo, viene creciendo no lo ha hecho al ritmo que muchos analistas esperaban. Los esfuerzos que se han comenzado a realizar en temas de eficiencia apuntan que un bloque que en la actualidad representa el 19% de la demanda mundial y que se proyecta represente el 22% en promedio en los próximos cuatro años, pueda absorber parte de este crecimiento imputado a la convergencia vía una ganancia de eficiencia, suavizando así el crecimiento de la demanda esperada.

Por el lado de la oferta, la percepción que el bloque de países no-OPEP entrará en una fase declinante de producción, pierde de vista que precios reales del petróleo por encima de 40 dólares estaría activando el 95% de los proyectos que no eran factibles con precios del petróleo de largo plazo cercanos a 20 dólares. Para cuantificar el potencial impacto de esta variable, se tendrían que aproximadamente 128.000 millones de barriles de reservas No-Opep se desarrollan, representando solo ese bloque el equivalente a 1500 días de la demanda mundial actual y 4153 días de producción actual de la OPEP. Claro esta el tema central son el ritmo de las inversiones y el plazo para que esta producción potencial se coloque en mercado.

Sin embargo el elemento de riesgo geopolítico, tendría dos componentes; el estructural asociado al Medio Oriente y los coyunturales que se agregan a estos estructurales, como son en la actualidad el caso de Irán y Nigeria.

Inventarios OECD y Precio del Brent 2004-2006

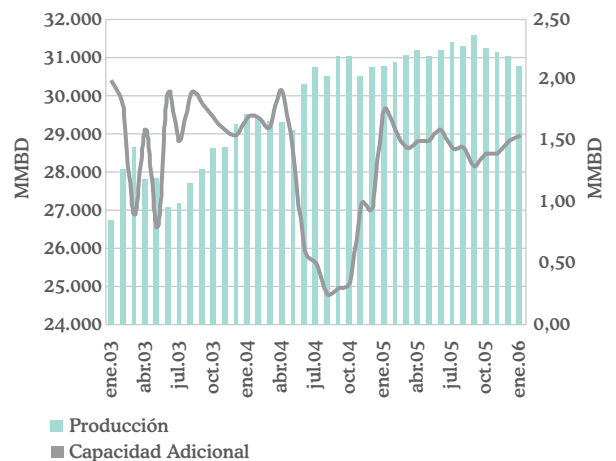


Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

Los elementos que nutren las expectativas tienen que ver con el hecho que los emergentes, motores actuales de la demanda, tendrán una necesidad creciente de energía a PIB, por el simple hecho de una convergencia del consumo de energía por habitantes al consumo por habitante de los países desarrollados.

Por el lado de la oferta, la concentración de más del 60% de las reservas de petróleo en el Medio Oriente incorpora una prima distinta a la observada en todos los *commodities* que tenemos que denominar "geopolítica" y que constituye de hecho un elemento estructural. Siguiendo con la oferta, la percepción de mercado es que los países no-OPEP se en-

Producción y Capacidad Adicional OPEP



Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

Un elemento central al evaluar los shocks geopolíticos que hacen temer una contracción de la oferta de crudo que finalmente no se materializan, es que estos generan un alza del precio del petróleo de magnitud y persistencia similar a los shocks geopolíticos que se han asociado a caídas efectivas de producción. De hecho los primeros explican una mayor proporción de las fluctuaciones históricas del precio del Brent que los segundos, siendo un fuerte condicionante de los precios actuales inclusive si no se produce la temida reducción de la producción.

Estos factores de riesgo geopolíticos han impulsado una presión constante de compras especulativas que se traducen

en una demanda que no considera la adecuación actual entre oferta y demanda y que viene explicando parte del comportamiento de los inventarios.

Adicionalmente, la creciente liquidez mundial también se ha dirigido a la compra de futuros en el mercado petrolero que ha incorporado elementos propios de los activos financieros con sus respectivos precios de soporte y resistencia que han acotado los precios y provocando una mayor estabilidad de corto plazo en los niveles actuales y respondiendo menos a los fundamentos propios de la oferta y demanda actual.

La situación de Nigeria

Un grupo armado autodenominado "Movement for the Emancipation of the Niger Delta" (MEND) creado en diciembre de 2005 exige un mayor control del recurso petrolero por parte de Nigeria y desea quitarle poder a las transnacionales. Para lograr su objetivo, se han valido de ataques a la industria petrolera que han dejado como resultado una caída en la producción de aproximadamente 600.000 barriles diarios. La Agencia Internacional de Energía ha señalado que la OPEP ha cubierto la caída de producción de este país miembro y que no es necesario establecer una política de emergencia para los inventarios de crudo mantenidos por los países de la OECD, mientras que Nigeria anunció el pronto restablecimiento de la producción. Este factor es un elemento de riesgo geopolítico que viene impactando el mercado desde finales de 2005 y que comienza a tener mayor impacto dado el peso de salida de producción en el actual ciclo.

La situación de Irán

El principal factor de riesgo geopolítico que afecta el mercado petrolero es la complicada situación en Irán con respecto a la decisión de ese país de retomar su programa de enriquecimiento de Uranio para generación de energía que es visto por Occidente con cautela, dado el mayor potencial de generación de energía por hidrocarburos a la luz de las reservas probadas de Irán con una inversión equivalente y creando dudas en este conjunto de países que ubican el programa más cerca del desarrollo de armamento que el energético.

El caso ha sido motivo de una declaración unánime del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas que aprobó una declaración en la que exigen a Irán la suspensión completa de todas las actividades de enriquecimiento de uranio en un plazo de treinta días que concluyen a finales del mes de abril.

La pregunta clave es ¿terminará esta disputa en un embargo a las exportaciones iraníes?, pareciera que la respuesta no trivial.

Del punto de vista iraní, estos tienen menos holguras de las esperadas ante un embargo. Las reservas internacionales, excluyendo el oro, solo cubren 10 meses de importaciones que representan 22% del PIB y permiten cubrir la brecha entre la expansión de la demanda agregada interna y el PIB. Por su parte el gasto público representa 40% del PIB con un fuerte componente de subsidios directos a la población, siendo los ingresos fiscales petroleros entre 55-60% del total.

Del punto de vista de Occidente, la endeble capacidad adicional de producción existente en la actualidad a duras penas permitirá cubrir la salida de las exportaciones de Irán que se ubican en 2,9 millones de barriles diarios, generando un fuerte impacto de corto plazo en los precios, con importantes repercusiones en los mercados. Pareciera que existen las condiciones objetivas para alargar la toma de decisiones o llegar a una solución "honorable" para las partes.

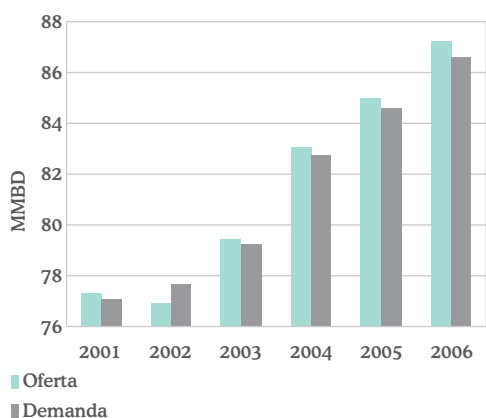
Para colocar en contexto la situación, los eventos típicos de contracción de la producción iraní ocurridos desde 1985, han sido normalmente transitorios, la producción se restablecía en pocos trimestres y relativamente pequeños en cuanto a la magnitud de la caída (media de 5%, máximo de 10%, lo que hoy representaría 200 mil y 400 mil b/d respectivamente).

En estos eventos los restantes oferentes de crudo elevaban rápidamente su producción para compensar la reducción de a producción iraní, lo cual atenuaba el impacto de dichos eventos en el precio del petróleo, que finalmente se eleva progresivamente acumulando un incremento de 3% en términos reales a los cuatro trimestres del evento, desvaneciéndose de forma igualmente progresiva en los siguientes trimestres.

Sin embargo, una reducción cinco veces superior a la máxima registrada en el pasado en los actuales momentos de reducida capacidad excedente de producción, no podría ser contrarrestada por los restantes oferentes de crudo, generando un fuerte incremento real en el precio del crudo.

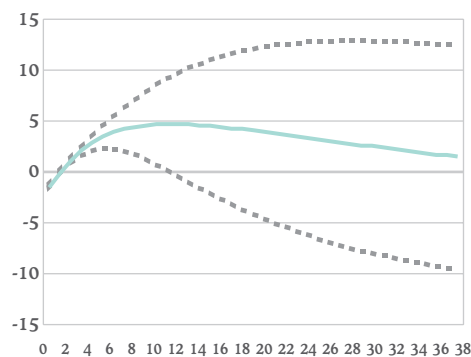
El aplanamiento de los precios de los futuros alrededor de los precios actuales pareciera estar descontando un escenario de baja probabilidad al embargo y si la persistencia de esta prima de riesgo en el mercado en los próximos meses.

Balance entre Oferta y Demanda de Petróleo



Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

Respuesta del precio real Brent a shock negativo típico sobre producción iraní (valor esperado ± 1 desv estándar)



Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

Inversiones en el sector petrolero Venezolano.

Estudiar la evolución y el comportamiento futuro de las inversiones en sector petrolero venezolano adquiere una importancia destacada en la actualidad; en primer lugar, el precio de la cesta petrolera, que refleja la rentabilidad de las inversiones en el sector, ha venido experimentado un incremento sostenido en los últimos años, en segundo lugar, las convenios operativos entre las PDVSA y las compañías petroleras internacionales han sido objeto de una transformación permanente, en la cual, Venezuela adquiere la participación mayoritaria sobre las actividades de exploración y explotación de los recursos energéticos a través de la figura de Empresas Mixtas. Por último, con la eventual certificación de las reservas localizadas en la faja petrolífera del Orinoco¹, Venezuela se ubicaría como el país con la mayor acumulación de hidrocarburos líquidos del mundo. En ese sentido, la inversión en el sector petrolero nacional, se convierte en un pilar determinante y fundamental para el desempeño económico futuro del país.

El plan de inversiones de PDVSA, llamado "Siembra Petrolera 2005-2030", posee dos etapas; la primera de ellas, comprende los años 2005-2012 y tiene estimado inversiones por el orden de los 56.000 MM de USD, de los cuales el 70% sería aportado por la petrolera Estatal y el resto por el sector privado. Al culminar esta primera etapa, se espera que el presupuesto de inversión de PDVSA, ubicado en el año 2005 en 6.732 MM de USD, alcance un promedio de 8.067 MM de USD para el año 2012².

Del total de inversiones estimadas para la primera etapa del proyecto, 15.361 MM de USD corresponden al desarrollo de la Faja Petrolífera del Orinoco (VER GRAFICO 1). Este reservorio posee un nivel estimado de reservas de 236 millardos de barriles³, 25 millardos de barriles menos que el total de reservas probadas en Arabia Saudita. Al incorporar a esta cifra los 77 millones de barriles de reservas probadas en el país, Venezuela poseería un nivel de acumulación subterránea de hidrocarburos equivalente al 46% del total existente en el medio oriente⁴, y aproximadamente el doble de las existentes en Canadá⁵.

Las series históricas de inversión realizadas por PDVSA⁶ llegan hasta el año 2003. Por esto, el estudio de las inversiones en el sector petrolero venezolano en los últimos años exige el uso de alguna variable cercana o proxy. Como solución, se propone utilizar el número de taladros activos, cuyo coeficiente de correlación entre las primeras diferencias del promedio anual de taladros activos en Venezuela y las primeras diferencias de la inversión total neta de PDVSA⁷ en términos reales⁸ es de 0,76 (VER GRAFICO 2). El número de taladros activos, es un indicador de la demanda de productos utilizados para la perforación, producción y procesamiento de hidrocarburos, por esto, su comportamiento refleja la evolución de las inversiones realizadas en el sector petrolero. Este indicador se encuentra influenciado por cambios tecnológicos, clima, patrones de gasto estacionales, impuestos, sanciones gubernamentales, desarrollo de infraestructura y disponibilidad de capital⁹.

¹ Compuestas principalmente por crudos extrapesados y bitumen

² Cifras y estimaciones obtenidas de la publicación "Planes Estratégicos de PDVSA Agosto 2005" disponible en <http://www.pdvsa.com/>

³ Cifras y estimaciones obtenidas de la publicación "Faja Petrolífera del Orinoco Agosto 2005" disponible en <http://www.pdvsa.com/>

⁴ Considerando solo a los países Arabia Saudita, Irak, Iran, Kuwait, EAU, Qatar.

⁵ Quienes poseen una reserva de crudo extrapesado y bitumen en la localidad arenosa de Alberta. El total de reservas en Canadá (incluyendo este reservorio) alcanza de acuerdo a "Oil and Gas Journal" 179 millardos de barriles.

⁶ Disponibles en la publicación "Petróleo y Otros Datos Estadísticos"

⁷ Las inversiones netas de PDVSA se realizan en 5 departamentos: producción, refinación, transporte, ventas y otros. No es posible separar las inversiones solo para el departamento de producción, puesto que las estadísticas individuales se publicaron hasta el año 1995.

⁸ Para el cálculo del deflactor, se utilizaron los siguientes componentes de la Formación Bruta de Capital Fijo: Construcciones y mejoras no residenciales y, maquinarias y equipos (incluyendo transporte) disponibles en el Banco Central de Venezuela.

⁹ Disponible en la página Web www.bakerhughes.com

Sergio Guerra
sergio_guerra@provincial.com

Inversiones estimadas MM\$

	PDVSA	SOCIOS	TOTAL
2006	2	14	16
2007	1	13	14
2008	802	770	1572
2009	1697	1629	3326
2010	1778	1709	3487
2011	1903	1835	3738
2012	1636	1572	3208
TOTAL; 15,361 MM\$			
Fuente: PDVSA			

Gráfico 1.

Inversión Petrolera en Venezuela

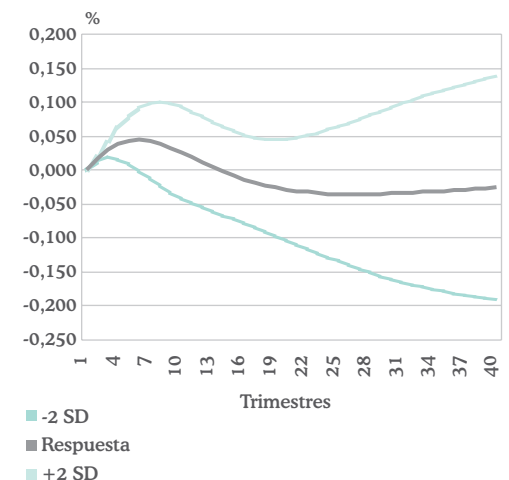


Fuente: BCV, PODES, Baker Hughes y cálculos propios

Gráfico 2.

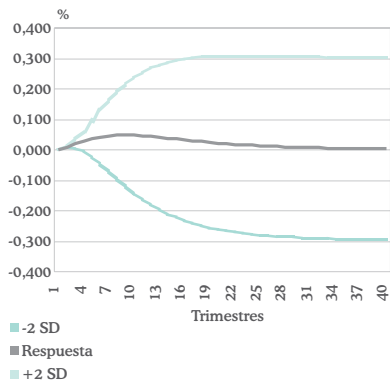
Respuesta de Inversión Petrolera en Venezuela

Ante un shock típico en el precio real del crudo



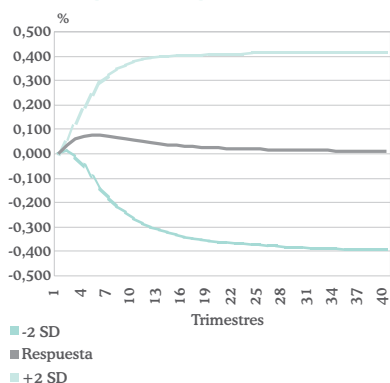
Fuente: BCV, PODES, Baker Hughes y cálculos propios

Gráfico 3.
Respuesta de Inversión petrolera OPEP
Ante un shock típico en el precio real del crudo



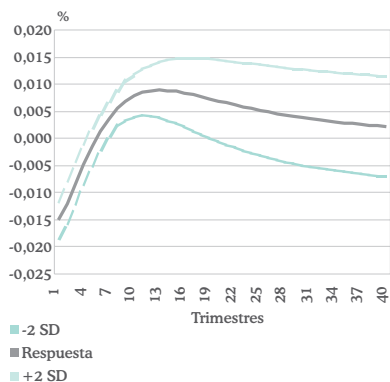
Fuente: BCV, PODES, Baker Hughes y cálculos propios

Gráfico 4.
Respuesta de Inversión petrolera NO OPEP
Ante un shock típico en el precio real del crudo



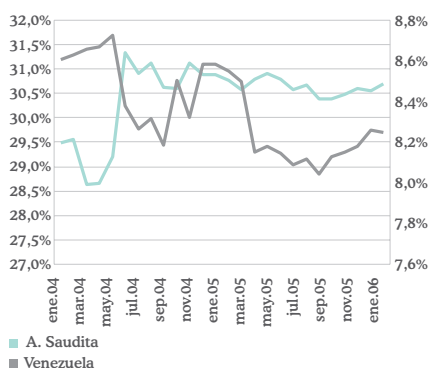
Fuente: BCV, PODES, Baker Hughes y cálculos propios

Gráfico 5.
Respuesta del BRENT Real
Ante un shock típico en la inversión OPEP



Fuente: BCV, PODES, Baker Hughes y cálculos propios

Gráfico 6.
Venezuela vs. Arabia Saudita
Producción como % del total OPEP



Fuente: EIA y cálculos propios

Con el fin de estudiar la evolución futura de este indicador para el caso venezolano, y extenderlo para el caso de los países OPEP y No OPEP, se estimó un modelo del tipo VAR estructural con datos de frecuencia trimestral en el rango 1982:1 2005:4. Se utilizaron las siguientes variables: promedio del número de taladros para Venezuela, para el grupo de países OPEP, para los países No OPEP y el precio real de la cesta brent deflactada por el índice de precios de los Estados Unidos.

Los resultados se exponen a través de funciones Impulso-Respuesta, las cuales nos permiten verificar los efectos de un cambio o *shock* o (equivalente a una desviación estándar) de una variable sobre el resto de las variables del sistema, adicionalmente, éstas funciones nos permiten verificar a través de un proceso de simulación, el tiempo o permanencia de este *shock* en la interacción de las variables.

De acuerdo a nuestros cálculos, la respuesta de la inversión en Venezuela ante un típico en el precio real del petróleo es positiva en el corto plazo, más no así en el largo plazo (VER GRAFICO 3). Esta alcanza su punto máximo luego de seis trimestres consecutivos, con una variación equivalente de 4,5% sobre su nivel inicial. Posteriormente, disminuye alcanzando su punto de origen luego de 13 trimestres (aprox. 3 años) experimentando un sobre ajuste negativo máximo de -3.5% luego de 6 años, y retornando muy lentamente a su nivel inicial en el largo Plazo.

Esta respuesta contrasta con la observada para el resto del grupo OPEP (VER GRAFICO 3), cuyo nivel de inversión alcanza su punto máximo luego de 8 trimestres, registrando una variación de 4,8%. La respuesta tampoco es permanente, sin embargo, la dinámica de retorno a su nivel de origen no registra una caída por debajo de su punto inicial en el largo plazo. Por otra parte, la respuesta del grupo No OPEP (GRAFICO 4) alcanza su nivel máximo luego de 5 trimestres, registrando una variación de 7,5%.

Es necesario señalar que la amplitud de las bandas de confianza obtenidas para los resultados del grupo OPEP y No OPEP, no permite concretar resultados inequívocos para estos casos, debido a que existe mucha incertidumbre en las respuestas de estos países ante un shock típico en los precios de la cesta petrolera.

Ahora, ¿Cómo explicar el comportamiento de Venezuela? La respuesta parece tener relación con una posible estrategia rentista de mediano plazo en el sector petrolero. Nuestros cálculos señalan que frente a un shock típico en las inversiones del grupo OPEP, el comportamiento de la cesta real de crudo tiene una caída contemporánea de -1,5%, y retorna a su nivel inicial en el punto cuando las inversiones del grupo OPEP comienzan a disminuir (12º trimestre). Posteriormente ambas retornan en el largo plazo a sus puntos de origen (VER GRAFICO 5).

Esta interpretación es consistente con la caída de 0,4 puntos porcentuales en la participación de mercado que ha tenido la producción petrolera Venezolana desde el año 2004, contraria al comportamiento del país de mayor relevancia dentro de la OPEP, Arabia Saudita, quien ha tenido un incremento de 1 punto porcentual en su participación para similar periodo (VER GRAFICO 6).

2. Entorno Macroeconómico

El crecimiento de la producción bajo la lupa

El volumen trimestral de producción de bienes y servicios en el país, o Producto Interno Bruto trimestral (PIBTRIM), experimentó un crecimiento de 9,4% durante el último año (cifra obtenida al comparar el PIBTRIM del primer trimestre de 2006 con el correspondiente al primer trimestre de 2005), como resultado de un incremento de 10,9% en la producción trimestral del sector no petrolero en el mismo período, la cual contrarrestó el efecto de la contracción de 0,2% experimentada por la producción trimestral del sector petrolero. El grueso de este incremento se produjo entre el primero y el segundo trimestre de 2005, período en el cual el PIBTRIM se incrementó en 8,9% como resultado de un incremento de 10,2% en la producción del sector no petrolero en y de 1,7% en la del sector petrolero en el mismo lapso.

Dentro del sector no petrolero todos los subsectores exhibieron incrementos de su producción trimestral superiores a 3,5% con respecto al trimestre inicial de 2005, destacando: “Instituciones financieras y seguros”, que experimentó un incremento de 41,4%, “Comunicaciones” con 28,1%, “Construcción” con 21,2%, “Comercio y servicios de reparación” con 21,0%, “Transporte y almacenamiento” con 11,4% y los “Servicios comunitarios privados no lucrativos” con 10,8%. El resto de los sub-sectores experimentaron incrementos más moderados: “Manufactura” de 9,4%, “Servicios inmobiliarios, empresariales y de alquiler” de 8,2%, “Electricidad y agua” de 7,3%, “Servicios del gobierno general” de 6,9% y “Minería” y “Resto” de 3,8% cada uno.

Por el lado de la demanda, en igual período, se observa un incremento de 10,1% en la demanda global y de 12,8% en la demanda interna (que excluye las exportaciones). Su componente más dinámico resultó la inversión, con un incremento de 20,3%, mientras que el consumo total se incrementó en 17,4%, como resultado de un aumento de 19,3% en el consumo privado y de 9,2% en el consumo público. Por su parte, la variación de inventarios resultó inferior en 68,8% a la del primer trimestre del 2005, en tanto que las importaciones presentaron un incremento de 12,6% y las exportaciones crecieron en tan sólo 0,2%.

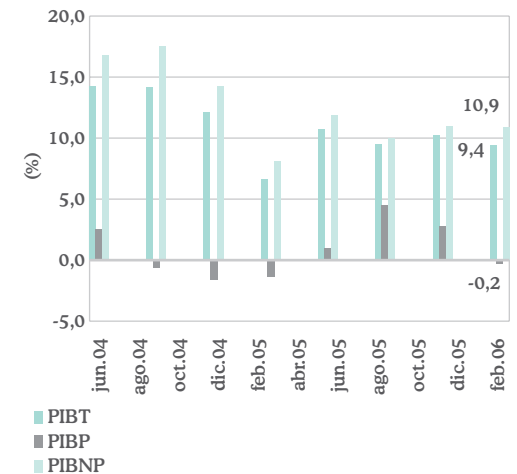
Con el objeto de desplazar el foco de atención de la evolución de la producción y la demanda trimestrales en el transcurso del último año, hacia su evolución en el último trimestre (es decir, entre el cuarto trimestre de 2005 y el primero de 2006), pasamos a analizar las cifras de la producción y la demanda trimestrales “desestacionalizadas” (esto es, excluyendo las variaciones normales asociadas a cada temporada del año). Estas cifras, revelan una disminución de la actividad productiva de 0,37% en el primer trimestre del año, producto del estancamiento de la producción del sector no petrolero y de la contracción de 2,7% experimentada por la producción del sector petrolero. En lo que respecta a la demanda global, las cifras desestacionalizadas, muestran una contracción de 0,7% en el primer trimestre del año, mientras que la demanda interna (que excluye las exportaciones) mostró una expansión de 1,7%. De los componentes de la demanda, el que presentó mayor dinamismo fue la inversión, con un incremento de 6,3%. Por su parte, el consumo total fue superior en 1,9%, como resultado de un incremento de 1,9% en el consumo privado y de 2,0% en el consumo público. Entre tanto, la variación de inventarios resultó inferior en 52,8%, las importaciones disminuyeron en 0,9% y las exportaciones se contrajeron en 2,5%.

Será clave observar la evolución de las cifras de producción y demanda desestacionalizadas durante el segundo trimestre para determinar la viabilidad de la meta oficial de crecimiento (incremento del PIB mayor a 5% en 2006). De no producirse una aceleración en el ritmo de crecimiento inter-trimestral (léase entre trimestres consecutivos) del PIBTRIM desestacionalizado en los próximos trimestres, dicha meta se vería comprometida.

Erikson Castro
erikson_castro@provincial.com
Rodolfo Méndez
rodolfo_mendez@provincial.com

Producto Interno Bruto

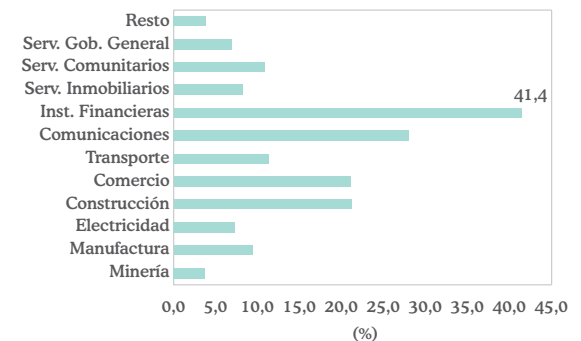
(Variación Trimestre a Trimestre)



Fuente: BCV y cálculos propios

PIB no petrolero por Actividad

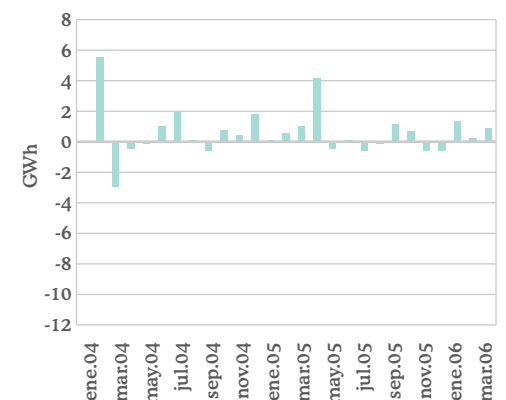
(Variación Marzo-06 a Marzo-05)



Fuente: BCV y cálculos propios

Energía Consumida

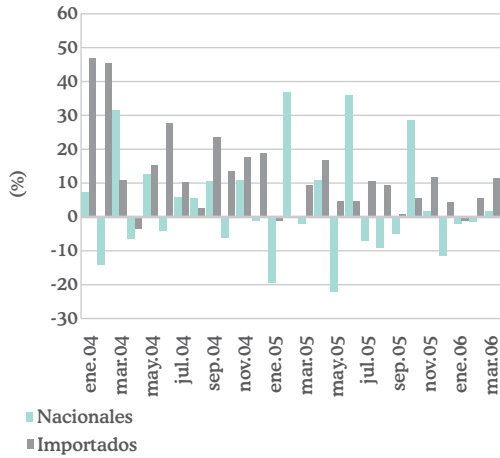
(Variación Desestacionalizada)



Fuente: OPSIS y cálculos propios

Venta de Vehículos

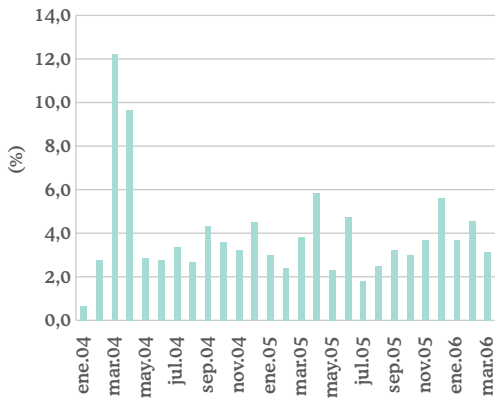
(Variación Desestacionalizada)



Fuente: CAVENEZ y cálculos propios

Cartera de Crédito Bruta

(Variación Desestacionalizada)



Fuente: SUDEBAN

Tasa de Desempleo vs. Tasa de Actividad



Fuente: OPSIS y cálculos propios

Algunos indicadores de actividad

El consumo de energía en el primer trimestre de 2006 se ubicó en 26 mil GWh, lo que representa un incremento de 6,7% en el último año (es decir, respecto al primer trimestre del año 2005). Sin embargo, al extraer el factor estacional de la serie y analizar la evolución en el trimestre (es decir, respecto al cuarto trimestre de 2005) el incremento en el consumo de energía resulta de sólo 1,3%.

Las ventas totales de vehículos en el primer trimestre del año presentan un fuerte crecimiento respecto a igual período en el año 2005 (55,4%), producto de incrementos de 129,1% en las ventas de vehículos importados y de 18,5% en las ventas de vehículos ensamblados en el país. Al extraer el factor estacional de las series estos resultados cambian, las ventas totales presentan un crecimiento respecto al trimestre previo de 0,3%, lo cual se explica por una contracción de 9,6% en las ventas de vehículos nacionales y un crecimiento de 13,6% en las ventas de vehículos importados.

Por otra parte, la política monetaria de reducción en las tasas de interés adoptada por el Banco Central de Venezuela (BCV), en combinación con la política fiscal expansiva adoptada por el gobierno, están generando un claro estímulo al consumo que se refleja en una expansión de la cartera de crédito bruta real del sistema financiero en el primer trimestre del año.

Al realizar la comparación de este primer trimestre respecto a igual período en el año 2005, la cartera de crédito bruta real presenta un crecimiento de 53,6%, producto de un crecimiento de 41,4% en los créditos comerciales, 92,1% en créditos al consumo, 190,7% en créditos hipotecarios, 69,2% en créditos a microempresarios y 38,7% en créditos al sector agrícola. Por otro lado, al extraer el factor estacional y realizar la comparación con respecto al trimestre anterior, la expansión de la cartera de crédito bruta real se ubica en 13,2%.

Mercado Laboral

De acuerdo a cifras de la encuesta de hogares mensual publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE), la tasa de desempleo se redujo en 0,6 puntos porcentuales (pp) (49 mil personas) entre febrero y marzo de 2006, y en 3,4 pp (386 mil personas) entre marzo de 2005 y marzo de 2006, para ubicarse en 10,1%.

Al desestacionalizar la serie, la tasa de desempleo del mes de marzo de 2006 se ubica en 10%, registrando así una disminución de 0,2 pp (56 mil personas) entre febrero y marzo de 2006. Por otro lado, entre diciembre de 2005 y marzo de 2006, la tasa de desempleo disminuyó en 0,9 pp ó 91 mil personas.

Para el mes de marzo la tasa de actividad se ubicó en 65,7%, lo que representó un incremento de 0,9% respecto al mes de febrero y una reducción de 1.1% respecto a marzo del año 2005. De esta forma, si bien la dinámica del último mes muestra un comportamiento en línea con la hipótesis de relación pro cíclica entre tasa de actividad y crecimiento económico, la reducción de la población activa respecto a marzo de 2005 mantendría nuestra conjetura del Situación Venezuela N° 3, en el sentido de que este comportamiento contra cíclico respondería al sistema de ayudas gubernamentales desarrollado en tiempos recientes.

Dentro de la población total empleada al mes de marzo (10.892.444 personas), el 46,1% (5.025.602 personas) pertenece al sector informal de la economía y están distribuidos de la siguiente forma: 61,2% son "trabajadores por cuenta propia no profesionales", 27,5% son "empleados y obreros", 7,6% "patronos y empleadores" y 3,0% son "ayudantes familiares no remunerados".

Se intensifican las Presiones Monetarias

Agregados en expansión

Durante el primer trimestre del año los principales agregados monetarios nacionales mostraron un crecimiento que, de acuerdo a la dinámica de su evolución y al comportamiento de sus fundamentos, señalizan una clara tendencia a la profundización de las presiones monetarias expansivas del sistema en los próximos meses.

La expansión acumulada de la Base y la Liquidez monetaria¹ en el primer trimestre del año se ubicó en 11,1% y 6,6% respectivamente, tras el fuerte impulso ascendente observado en ambas variables en el mes de marzo, mes en el cual la base monetaria revierte significativamente el descenso observado desde diciembre, al crecer 14,9%, mientras la Liquidez Monetaria se incrementaba 4,2%, explicando el 65,9% de su variación total en el trimestre.

Expansión fiscal y esterilización cambiaria determinantes.

El comportamiento monetario descrito fue explicado básicamente por el impacto del gasto público, los niveles de esterilización cambiaria y la incidencia del sector privado en la determinación de los multiplicadores monetarios.

A pesar del descenso estacional del gasto público propio de los primeros meses del año, la expansión fiscal en el trimestre ha sido notoria, particularmente en marzo, quedando reflejada en el crecimiento de 72,7% del gasto primario del Gobierno Central en el trimestre (53,4% en términos reales) con relación al periodo similar del año previo. En marzo el crecimiento mensual del gasto primario fue de 61,4%, concentrando el 48,5% del total realizado en el trimestre. Si bien el impacto monetario de las erogaciones públicas ha sido fuertemente matizado por la absorción de recursos mediante la recaudación fiscal interna del trimestre (Bs. 12,2 Billones, equivalentes a 62,2% del Gasto primario y 52,9% de la base monetaria al cierre de 2006), su impulso sobre el dinero base ha sido notable, más aún si se tiene en cuenta que el monto por vencimientos de títulos públicos de deuda interna ha superado los volúmenes colocados en el periodo, reduciendo la absorción monetaria neta debida a la emisión de títulos públicos.

Asimismo, la esterilización cambiaria se mantuvo en niveles relativamente elevados el primer trimestre del año, a pesar de la disminución de su intensidad en marzo, hecha patente en el descenso del promedio diario de divisas liquidadas en el orden del 15,4% este mes con respecto a febrero. De acuerdo a la información suministrada por CADIVI, el monto de divisas liquidadas por el BCV en los primeros tres meses del año alcanzó los US\$ 5.630,87 Millones, lo cual supone el drenaje de una cifra en bolívares equivalente al 52,43% de la Base monetaria al cierre de diciembre.

Por otra parte, los comportamientos coyunturales de la demanda de dinero y de las reservas bancarias mantenidas por el agregado del sistema Bancario contribuyeron a matizar el impacto en las fluctuaciones de la base monetaria sobre la liquidez del sistema (M2) por su efecto en el multiplicador monetario de la liquidez; así, mientras la base monetaria descendía entre enero y febrero, el multiplicador de la liquidez monetaria aumentó, disminuyendo en la fase de ascenso del agregado. Este comportamiento del multiplicador fue producto del descenso estacional de la demanda transaccional de dinero (propio del descenso estacional de la actividad) y de las fluctuaciones del coeficiente de reservas bancarias, cuyo crecimiento en marzo estuvo asociado a los requerimientos de recursos para la cancelación del público del pago del ISLR².

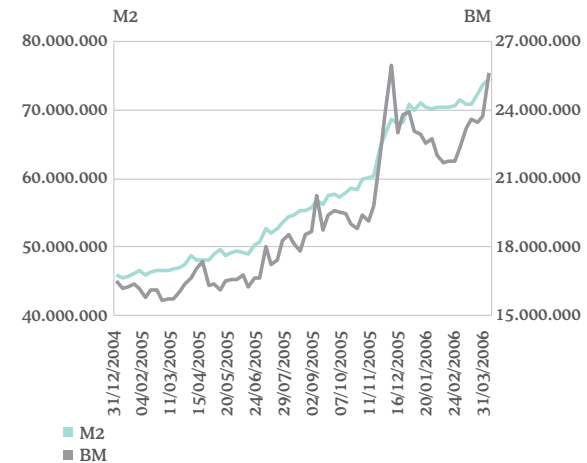
¹ Cifras semanales del BCV.

² El 31/12/06 cerró el plazo para la cancelación del Impuesto sobre la Renta.

Samir El Jesser
jesser_samir@provincial.com

Liquidez (M2) y Base Monetaria

(Millones de Bs. corrientes)



Fuente: BCV

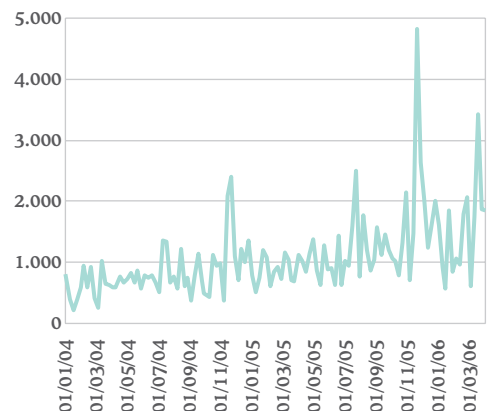
Evolución monetaria en el primer trimestre de 2006.

(MM de Bs. y %)

	31/03/06	24/02/06	31/12/05	Mar/06 Feb06	Mar/06 Dic05
Base Monetaria (BM)	25.640.796	22.321.796	23.086.513	14,9%	11,1%
Circulante (M1)	44.502.595	42.349.439	42.246.270	5,1%	5,3%
Liquidez Monetaria (M2)	74.436.853	71.416.530	69.858.369	4,2%	6,6%

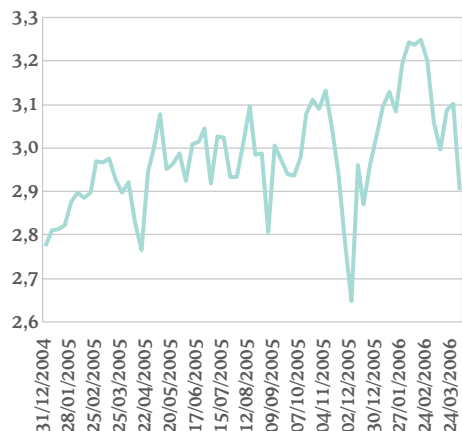
Fuente: BCV, cifras semanales

Gasto primario semanal del Gobierno Central. (MMM de Bs.)



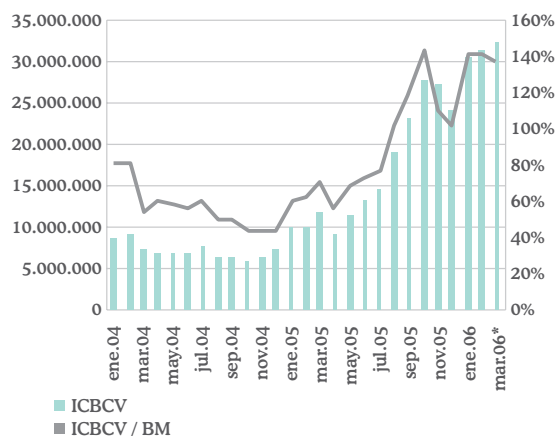
Fuente: BCV y cálculos propios

Multiplicador de la Liquidez Monetaria



Fuente: BCV y cálculos propios

Instrumentos de Crédito Emitidos por el BCV (ICBCV). (MM de Bs. y % de la BM)



Fuente: BCV

Política monetaria: ¿Incentivar el crédito sin expandir la liquidez?

Dos medidas de política monetaria fueron implementadas en el trimestre, la primera de ellas redujo el nivel de las tasas de los instrumentos de política monetaria y la segunda extendió la obligatoriedad de mantener en forma de encaje legal una porción progresivamente ascendente de las captaciones bancarias mediante las cesiones temporales de activos (Inversiones Cedidas) y fondos del mercado monetario (fondos de activos líquidos)³, rubros que representaron al cierre de marzo 28,3% del total de captaciones del sistema bancario. Un análisis de sus implicaciones revela claros rasgos de complementariedad.

Por una parte el descenso de tasas del BCV reduce la remuneración de los fondos bancarios en el Banco Central incrementando los incentivos a la profundización del crédito y la competencia bancaria para su colocación, impulsando el descenso de las tasas activas bancarias, sin embargo, la norma posee un impulso expansivo sobre la liquidez del sistema mediante la creación secundaria de dinero (incrementa el multiplicador monetario), por lo que la segunda medida complementa a la primera al limitar progresivamente el volumen de fondos prestables (aumento de los requerimientos obligatorios de encaje), restringiendo el efecto expansivo sobre el multiplicador monetario y con ello sobre la liquidez.

En ausencia de una adecuada expansión de la demanda crediticia, la medida podría conducir a una mayor exposición al riesgo en la conformación de la cartera de créditos del sistema bancario y a la compresión de beneficios, mientras que una expansión excesiva acrecentaría los efectos monetarios expansivos en el sistema.

Aún cuando los efectos de las medidas tomadas se materializarán con rezagos sobre las variables del sistema, los primeros resultados muestran que a pesar de las tasas de remuneración inferiores, los excedentes monetarios colocados por la banca en el Banco Central experimentaron muy leves variaciones en marzo, creciendo en términos absolutos, descendiendo levemente en términos de su proporción con respecto a la base monetaria. Por su parte la tasa activa promedio mensual de los seis principales bancos descendió 0,49 puntos porcentuales en marzo con respecto al mes previo. En cuanto al volumen de crédito gestionado por el sistema bancario nacional⁴, se observó en marzo un crecimiento mensual de la cartera de créditos brutos del 3,2% que da signos de la recuperación del ritmo de crecimiento crediticio mantenido los dos últimos años, tras el descenso estacional de la variable observada el primer bimestre del año⁵.

La evaluación del comportamiento de la autoridad monetaria en el trimestre en términos de su efecto esterilizador neto sobre el dinero base y las implicaciones de corto plazo de las medidas tomadas, revelan un tono neutral de la política monetaria con un sesgo expansivo, sostenible solo si se prevé una mayor flexibilidad cambiaria y la intensificación la colocación en el mercado interno de títulos de deuda pública denominados en divisas, cuyos efectos contractivos sobre la base monetaria ha sido significativo en la experiencia reciente⁶, aliviando la presión sobre el BCV en el control de la expansión monetaria a fin de que esta sea compatible con las metas inflacionarias previstas para el año.

Las perspectivas de continuidad y profundización de la política fiscal expansiva en los próximos meses seguirá presionando la expansión monetaria, en un entorno que de acuerdo a la conducta observada de la autoridad monetaria en el trimestre, incrementa la probabilidad de emisiones de deuda denominada en divisas en el corto plazo y apun-tala la necesidad de una mayor flexibilización del régimen cambiario vigente.

³ Resoluciones 06-01-01 (del 31/1/06) , 06-02-01 (del 9/2/06) y 06-04-01 (del 4/4/06). Las medidas tomadas supusieron una reestructuración de los plazos ofertados de títulos de absorción al eliminar las colocaciones a 56 días y crear a 14 días así como la variación de las tasas que supuso la reducción de 1,5 puntos porcentuales la tasa a 28 días, quedando en 10% su nivel y estableciendo la tasa de 9,25% para el vencimiento de 14 días. Por su parte, el incremento de encaje se hará con incrementos progresivos de 0,5% cada cuatro semanas, desde marzo, teniendo como nivel de partida un encaje de 5% hasta alcanzar el 15%.

⁴ Excluye Banap, Bancoex e IMCP.

⁵ La Cartera Bruta del Sistema Bancario acumula al cierre de marzo un crecimiento de 1,03%.

⁶ La última de las operaciones de endeudamiento interno con títulos denominados en dólares estadounidenses fue liquidada el 9 de diciembre pasado, consistiendo la emisión en títulos con vencimientos en 2016 y 2020, por un monto global de US\$ 3.000 Millones, con lo cual se retiró de circulación una masa de bolívares equivalente al 25,7% de la base monetaria a noviembre.

Disociación entre los precios y la liquidez a corto plazo

El comportamiento de la inflación durante el primer trimestre del año estuvo en línea con el objetivo oficial de lograr una nueva reducción del ritmo inflacionario anual en 2006. La variación del índice de precios al consumidor acumulada al mes de marzo alcanzó 1,33%, convirtiéndose de este modo en la cifra trimestral mas baja registrada desde el primer trimestre de 1988, precisamente en el contexto de una situación de controles sobre los precios y sobre el cambio de divisas similar a la existente en la actualidad, pero con una cotización de la cesta petrolera significativamente inferior a la registrada en los últimos años, un deterioro progresivo de las cuentas externas del país y un elevado diferencial cambiario entre el marcador libre y el oficial.

La evolución del nivel de precios durante el primer trimestre del año, desagregando el comportamiento inflacionario por sectores de origen, señala un incremento en el precio relativo de los servicios respecto a los bienes, al registrar variaciones intertrimestrales de 3,62%, y -0,92% respectivamente, inferiores en 0,5 y 3,4 puntos porcentuales a las cifras registradas durante el mismo periodo del año previo. En ese sentido, destaca el comportamiento de los bienes agrícolas, quienes registraron una variación negativa de -18,6%, asociada de acuerdo al Banco Central de Venezuela, al comportamiento de las cosechas y cultivos durante el primer trimestre del año. Adicionalmente, la inflación núcleo (que excluye alimentos no elaborados y rubros con precios controlados) registró un crecimiento en el trimestre de 3,2%, inferior en 1,2 puntos porcentuales a la cifra obtenida en el mismo periodo en 2005.

La desaceleración inflacionaria en el trimestre no se compagina con las fuertes presiones fiscales y monetarias que se materializaron en este período. Sin embargo, como mostraremos mediante un pequeño análisis econométrico en la próxima sección, no es sorpresiva la presencia de esta asincronía a corto plazo en Venezuela, como tampoco es de esperar que la misma persista a largo plazo.

Al cierre del primer trimestre, el gasto primario expresado en términos reales se situó 53,4% por encima del registrado en similar periodo del año previo, y tan solo el gasto efectuado durante el mes de marzo representó en términos reales el 74,1% del gasto primario durante el primer trimestre del año 2005. En este contexto, destaca el incremento de 15% en el salario mínimo, el cual entró en vigencia a partir del mes de febrero.

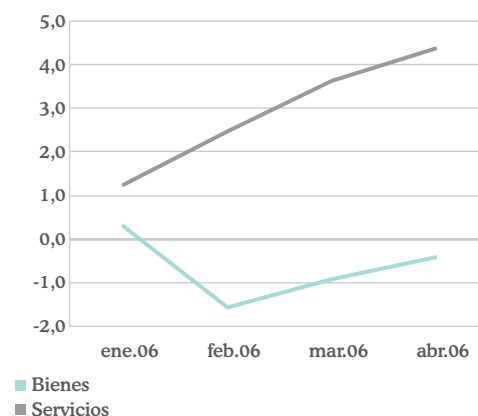
Este comportamiento de las variables fiscales se reflejó en la evolución de los agregados monetarios. Durante el primer trimestre del año, el crecimiento de la base monetaria y de la liquidez monetaria se ubicó en 11,1% y 5,1% respectivamente, lo cual representa incrementos de 9,9 puntos porcentuales para la base y de 0,3 puntos porcentuales para la liquidez con respecto al crecimiento durante el primer trimestre del año anterior. Estos incrementos se sitúan en 11,6 puntos porcentuales y 2,3 puntos porcentuales, en términos reales, respectivamente.

De mantenerse elevados los niveles de crecimiento de la actividad económica durante el año y de continuar la flexibilidad y fluidez del proceso de entrega de divisas al sector privado, el impulso que imprime la política expansiva de gasto público sobre los agregados monetarios podrá ser manejado con mayor holgura por la autoridad monetaria, teniendo de esta manera un impacto moderado sobre la inflación. Sin embargo, la meta oficial de culminar el año con una inflación de 10% luce ambiciosa, puesto que para lograrla se requeriría que durante los próximos trimestres la variación inter-trimestral del índice de precios al consumidor no superara el 2,8%, lo cual no ha ocurrido durante tres trimestres consecutivos en Venezuela desde el año 1983.

Sergio Guerra
sergio_guerra@provincial.com

Inflación de Bienes y Servicios

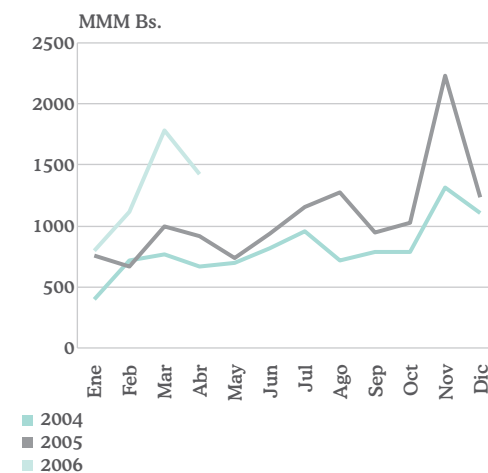
(Variación Acumulada en el 2006)



Fuente: BCV y cálculos propios

Gasto primario Real

(MM de Bs. constantes del año 1997)



Fuente: Ministerio de Finanzas y cálculos propios

La Hipótesis Monetarista

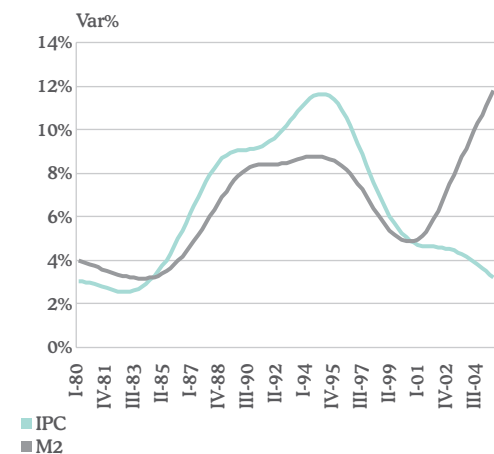
La disociación que muestra la inflación en Venezuela con respecto a la variación de la oferta de dinero en el primer trimestre, es un fenómeno que ha venido caracterizando el devenir económico del país desde finales de 2000¹, como queda patente en el gráfico izquierdo, el cual muestra la evolución de las tendencias² de la inflación y la variación inter-trimestral de la liquidez monetaria en Venezuela.

La teoría monetaria convencional señala que existe una relación positiva o directa entre la inflación y la tasa de crecimiento de la oferta monetaria, al punto de considerar que la última constituye el determinante básico de la primera ("hipótesis monetarista"). No obstante, la disociación que se observa entre estas variables en los años recientes, arroja dudas sobre el cumplimiento de esta hipótesis en el contexto nacional.

Una manera apropiada de evaluar si esta relación mantiene su validez, consiste en verificar estadísticamente si, considerando toda la data disponible (y no sólo la de los últimos años), existe una relación significativa entre estas variables a corto y/o largo plazo.

Inflación y variación de la liquidez monetaria

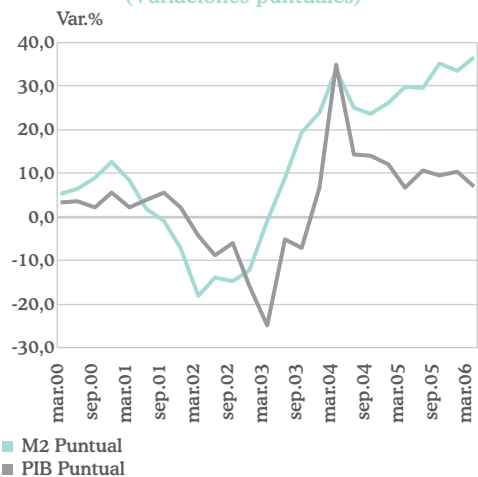
(Tendencias calculadas con el filtro Hodrick-Prescot)



Fuente: BCV y cálculos puntuales

Liquidez Monetaria y Crecimiento del PIB

(Variaciones puntuales)



Fuente: BCV y cálculos puntuales

En la práctica, lo conveniente es empezar verificando la posible existencia de una relación de largo plazo (técnicamente, verificar la existencia de "cointegración") y, de existir, se dirá que las variables en cuestión "cointegran", lo que significa que siguen a largo plazo una misma tendencia de naturaleza aleatoria.

Los tests de raíz unitaria (Dickey-Fuller Aumentado) realizados sobre estas dos variables, no logran rechazar la presencia de raíz unitaria en las mismas, mientras que al realizarlo sobre los residuos de la regresión lineal estimada entre ambas variables, rechaza al 5% la presencia de raíz unitaria³, sugiriendo que dichos residuos son estacionarios. En conjunto, estos resultados son indicativos de la existencia de cointegración entre las variables en cuestión⁴, y que, por lo tanto, a largo plazo las variaciones en el ritmo de crecimiento de la oferta monetaria se trasladan o reflejan en cambios proporcionales del ritmo inflacionario, de modo que la disociación que han venido mostrando recientemente estas variables en el caso venezolano debe considerarse transitoria, y está probablemente asociada al incremento de la demanda de dinero por las restricciones a la salida capitales y por el fuerte crecimiento económico⁵.

Para verificar la magnitud del efecto de corto plazo del crecimiento de la liquidez sobre la inflación, se procedió a estimar un "modelo de corrección de errores", el cual consiste en estimar una regresión con la variación de la tasa de inflación como variable dependiente, y como variables independientes la variación del crecimiento de la oferta monetaria (contemporánea y con rezagos), la variación del ritmo de devaluación (contemporánea y con rezagos), los rezagos de la propia variación de la inflación, y los residuos de la regresión estimada anteriormente (que constituye el llamado término de corrección de errores). El resultado obtenido finalmente es el siguiente (se omiten los coeficientes que no fueron significativamente distintos de cero, exceptuando el caso de la oferta monetaria).

De acuerdo a estos resultados, en el corto plazo⁶, la inflación no parece estar influenciada significativamente por el crecimiento del nivel de dinero que circula en la economía, sin embargo, las variaciones en el tipo de cambio poseen un efecto positivo y significativo sobre su comportamiento. La disociación entre la inflación y la evolución de la oferta monetaria en los últimos trimestres reflejaría esta débil relación de corto plazo.

Variable	Coefficiente	Error Estándar	T-Estadístico	P-Valor
Δ Inflación	—	—	—	—
Δ Crecimiento de M2	0.072	0.0764	0.94566	0.3463
Δ Inflación (1)	-0.193	0.0921	-2.09552	0.0383
Δ Tasa de Devaluación	0.090	0.0153	5.93198	0.0000
Δ Tasa de Devaluación (1)	0.115	0.0193	5.93666	0.0000
Δ Tasa de Devaluación (2)	0.072	0.0159	4.55265	0.0000
Δ Término de Corrección de errores	-0.134	0.0607	-2.21170	0.0290
R ²	0.344	0.0153	5.93198	0.0000
F(6,111)	11.654			
DW	2.0643			

³ Para ambas variables en primeras diferencias, tanto el índice de precios al consumidor como la liquidez monetaria (M2) en Venezuela, no se pudo rechazar la hipótesis nula de raíz unitaria inclusive al 10%. Adicionalmente, se omite en la regresión el término constante al no tener una interpretación económica en el largo plazo.

⁴ Esta relación sin embargo no es uno a uno, la elasticidad no es unitaria. El coeficiente de la liquidez monetaria en la regresión de las variables en primeras diferencias del logaritmo y sin constante tiene un valor de 0,78. Este coeficiente es superconsistente por las características asintóticas de los MCO cuando las variables cointegran.

⁵ El crecimiento puntual registrado por la liquidez monetaria en términos reales al cierre del primer trimestre del año (comparado con el primer trimestre del año previo), se situó en 36,6%. Esta variación supera el crecimiento de la actividad económica en el primer trimestre del 2006, situada en 9,4 % con respecto al primer trimestre del año previo.

⁶ Puesto que las series estudiadas en primeras diferencias no son estacionarias, fue requerido trabajar en segundas diferencias (estacionarias incluso al 1%), razón por la cual no nos referimos a la Inflación o al crecimiento de la liquidez, sino a la aceleración de la inflación y a la aceleración del crecimiento de la liquidez. Los rezagos se escogieron de acuerdo al criterio AIC.

¹ Los datos utilizados fueron obtenidos en la página del Banco Central de Venezuela (www.bcv.org.ve) y utilizados en frecuencia trimestral para los periodos 1950:1-2006:1 en el caso de la inflación y 1976:1-2006:1 para la liquidez monetaria.

² Estimadas mediante el Filtro Hodrick-Prescot.

3. Artículos

Medición del Stock de Capital Fijo de Venezuela

El potencial de producción de un país depende de la acumulación de factores y de la eficiencia con que son usados dichos factores. Así, una forma natural de estimar la evolución de la capacidad productiva de un país consiste en estimar el stock de los factores productivos y, particularmente, el factor acumulable de forma ilimitada, el capital.¹ En este apartado se presenta la evolución de las series de stock de capital fijo bruto y neto de los sectores petrolero y no petrolero, desagregados por tipo de bien de capital. Previa a la presentación de estas series se describe brevemente el procedimiento de estimación para el periodo 1950-2005.²

Básicamente existen dos formas de estimar el stock de capital de un país: con base en información directa, esto es, cuantificando la cantidad de bienes de capital para cada año, o con información indirecta, por ejemplo acumulando los datos de inversión bruta fija para una serie suficientemente larga de años. A este último procedimiento se conoce como el método de inventario permanente (MIP) y es el que se utiliza en la mayoría de los países para los cuales no hay suficiente información censal sobre activos productivos, como es el caso de Venezuela.

El concepto de bien de capital utilizado es el de las cuentas nacionales, vale decir, el conjunto de bienes que se utiliza en la producción de otros bienes y que tienen las características de ser durables (permanecen más de un año), tangibles (no son considerados patentes y otros derechos), fijos (se excluyen los inventarios), y reproducibles (se excluyen los recursos naturales).

En el presente estudio, para obtener la serie de capital bruto fijo, se elaboró un patrón de retiros de bienes de capital basado en una función de supervivencia derivada de la función Gamma y conocida como distribución de Erlang. Para obtener el stock de capital neto fijo se aplicó, a la serie de stock de capital bruto fijo, el principio de la depreciación por el Método Geométrico Ajustado.

Stock de Capital Bruto

Sí el periodo de tiempo considerado es lo suficientemente largo, el stock de capital bruto fijo se define de acuerdo a las siguientes expresiones,

$$KBF_t^i = \sum_{j=0}^{T_i} IBF_{t-j}^i \cdot [1 - f(j, \alpha, \beta)] \quad (1)$$

Donde,

KBF_t^i = Stock de capital bruto fijo de activo tipo i en t

IBF_t^i = Inversión bruta fija de i en el período t

T_i = Duración máxima de activos tipo i

$f(j, \alpha, \beta)$ = la función que da la probabilidad de supervivencia

La función de supervivencia utilizada corresponde a una distribución Gamma que viene dada por,

$$f(x, \alpha, \beta) = \frac{1}{\beta^\alpha \cdot \Gamma(\alpha)} x^{\alpha-1} e^{-x/\beta} \quad (2)$$

Donde $\Gamma(\alpha)$ es la función Gamma, y si los parámetros α y β son enteros positivos se conoce como distribución Erlang. Dos propiedades de esta distribución son que la $E(x) = \alpha\beta$, y la $Var(x) = \alpha\beta^2$.

¹ Es conveniente recordar que el crecimiento del factor trabajo (población económicamente activa) está limitado por factores demográficos, el más importante de ellos la tasa de crecimiento de la población. Sin embargo, se entiende que un estudio del potencial de crecimiento económico debe considerar la acumulación de capital humano, además del crecimiento de la fuerza de trabajo, como se destaca en la literatura de crecimiento.

² El presente trabajo constituye una revisión y actualización al realizado el año 2005 por Luis Carlos Palacios, Alejandro Puente y Frank Gómez, "Petróleo y crecimiento", que presenta estimaciones de stock de capital para el periodo 1950-2002. Las diferencias fundamentales con relación a dicho trabajo son que se utiliza información directa del Ministerio de Energía y Minas sobre inversión bruta fija del sector petrolero para el periodo 1996-2005, en lugar de estimaciones con base en información sobre inversión bruta fija de las empresas públicas, y que la serie se extiende hasta el año 2005. Por lo demás, la metodología sigue el trabajo de Palacios, Puente, y Gómez.

Gráfico 1
Stock de Capital Neto Fijo Sector no Petrolero

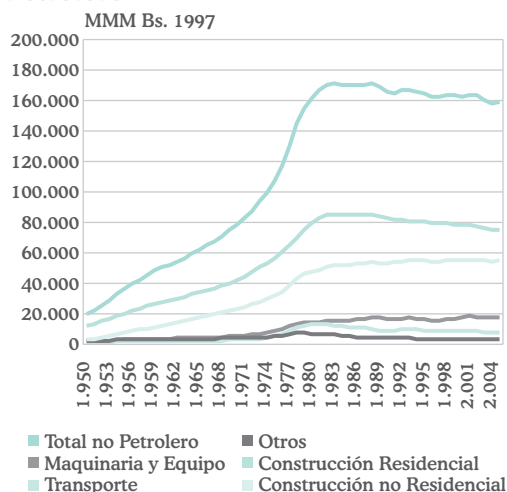


Gráfico 2
Stock de Capital Neto Fijo Sector Petrolero

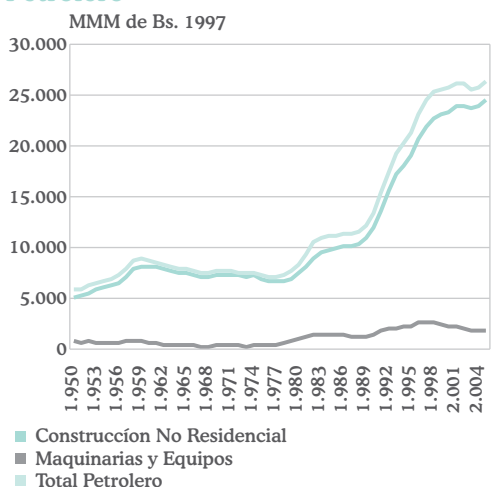


Gráfico 3
Razón Producto/Capital Neto Sector no Petrolero

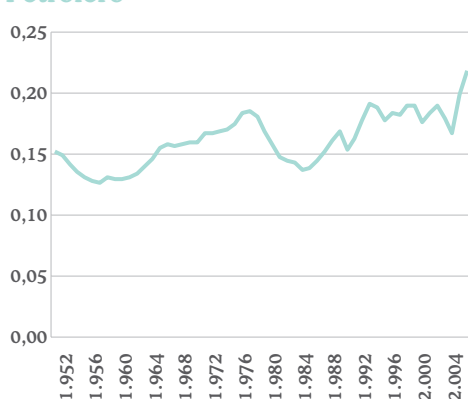


Tabla 1
Parámetros para las estimaciones de stock de capital bruto y neto

	SECTOR NO PETROLERO					SECTOR PETROLERO	
	CR	CNR	MAQ	TRA	OTROS	CNR	MAQ
E(x)	50,00	45,00	14,00	12,00	10,00	32,00	8,00
Var(x)	250,00	225,00	28,00	24,00	20,00	128,00	16,00
Des.Est(X)	15,81	15,00	5,29	4,90	4,47	11,31	4,00
-	10,00	9,00	7,00	6,00	5,00	8,00	4,00
-	5,00	5,00	2,00	2,00	2,00	4,00	2,00
Eficiencia (V)	1,00	1,00	1,25	1,25	1,25	1,25	1,50

Nota: Los valores para la esperanza matemática y desviación estándar deben interpretarse como años de duración promedio y años de dispersión, respectivamente, del activo en cuestión.

Tanto la función Gamma como la Erlang son no acotadas, por lo que se fijó un máximo para T de 100 años.

Stock de Capital Neto

El stock de capital neto es el valor del stock bruto ajustado por uso y obsolescencia,

$$KNF_t^i = \sum_{j=0}^{T_i} IBF_{t-j}^i \times (1 - f(j, \alpha, \beta)) \times (1 - d_j^i) \quad (3)$$

Donde $(1-d_j^i)$ es el factor de ajuste y d_j^i la tasa de depreciación. Con, $(1 - d_{T+1}^i) = 0$, y $0 \leq (1 - d_j^i) \leq 1$.

Existen múltiples métodos de depreciación: Lineal, geométrico, hiperbólico, etc. El método lineal es el más simple, donde en cada periodo el valor neto del bien se reduce en una fracción $1/T_i$ de su valor bruto, donde T_i es la vida útil esperada del bien de capital. El método hiperbólico plantea una depreciación inicial más lenta, que se acelera al reducirse la vida útil del bien de capital.

En el presente estudio se utiliza la Depreciación Geométrica Ajustada, en la cual la tasa de depreciación se reduce al aumentar la edad del bien de capital.

La Depreciación Geométrica Ajustada difiere de la Depreciación Geométrica Simple a consecuencia de un parámetro de ajuste por eficiencia "v", el cual permite variar la velocidad de ajuste entre diferentes tipos de bienes de capital,

$$(1 - d_j^i) = (1 - v / T_i)^j \quad (4)$$

$$KNF_t^i = \sum_{j=0}^{T_i} IBF_{t-j}^i \times g_j^i \times (1 - v / T_i)^j \quad (5)$$

con $g_j^i = (1 - f(j, \alpha, \beta))$.

Los bienes de capital considerados en el caso del sector no petrolero fueron la construcción residencial, construcción no residencial, maquinaria y equipos, equipo de transporte, y otros bienes de capital. Para el sector petrolero, fue posible desagregar los bienes entre construcción no residencial y maquinaria y equipo. En la Tabla 1 se presentan los parámetros utilizados en la estimación del stock de capital bruto y neto.³

En esta Tabla puede apreciarse la relación entre los parámetros de la distribución y la vida promedio esperada, así como su variabilidad para los diferentes tipos de activos.

Una vez estimados los stocks de capital por tipo de bien se agregaron los mismos para obtener el capital total, petrolero y no petrolero por suma de componentes.

En los gráficos 1 y 2 se presenta la evolución del stock de capital neto fijo, por tipo de componente y para los sectores no petrolero y petrolero, desde el año 1950 hasta el 2005.

³ Se usan los mismos parámetros del trabajo de Palacios, Puente y Gómez. Estos autores reportan la consulta de expertos y de estudios para países con características de desarrollo productivo similares, como los trabajos de Pérez Toledo, "Stock de Capital de la Economía Chilena y su Distribución Sectorial" y de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales, Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, "Estimación del Stock de Capital Fijo de la República Argentina 1990-2003".

En el caso del sector no petrolero, es interesante notar que para la mayoría de los componentes no se observa crecimiento desde comienzo de la década de los ochenta, destacándose la contracción en el acervo de construcción residencial.

Esta primera gráfica sugiere que la baja inversión ha jugado un rol clave en el largo estancamiento que ha experimentado el sector no petrolero de la economía venezolana. Estudios previos, además de destacar este fenómeno, muestran que no sólo la inversión ha sido escasa sino que la utilización de los factores ha sido muy ineficiente. Ver Situación Venezuela, Segundo trimestre 2005.

En cuanto al desempeño del sector petrolero, este luce favorable desde la perspectiva de la acumulación del factor capital. Sin embargo, al considerar que los niveles de producción petrolera son inferiores a los de tres décadas atrás, dicho comportamiento supondría caídas en la productividad del capital y/o trabajo.

En la Tabla 2 podemos estudiar el comportamiento del stock de capital fijo neto para varias décadas. Nuevamente, es más que aparente el pobre desempeño durante las últimas tres décadas en el caso del sector no petrolero. En cambio, el sector petrolero las décadas de los ochenta y noventa fueron las de más intensa acumulación. Por otra parte, si bien se observa una desaceleración para el último periodo, se debe tener presente que está fuertemente afectado por los eventos extra económicos del año 2003.

Dos relaciones de particular interés que podemos obtener con base en nuestras estimaciones del stock de capital son la razón capital producto y el stock de capital por trabajador. Con respecto a la primera, en el Gráfico 3 se aprecia un comportamiento aparentemente favorable para los últimos años, ya que se estaría generando un mayor producto por unidad de capital. No obstante, del Gráfico 4 se desprende que este comportamiento es producto de una evolución poco deseable del stock de capital, que se traduce en una significativa caída en la cantidad de capital disponible por trabajador.

El caso del sector petrolero es bastante diferente, y sin embargo tampoco supone un desempeño deseable. En primer término, la razón producto capital supone una fuerte caída en la productividad del capital. En segundo lugar, durante los últimos 10 años se aprecia un importante aumento del capital por trabajador, si bien, como se señaló previamente, este aumento no se ha traducido en mayores niveles de producción. Ver gráficas 5 y 6.

REFERENCIAS

Banco Interamericano de Desarrollo, "La Riqueza Nacional en Argentina", Proyecto BID-925, OC-AR, 2004.

Batista, Asdrúbal. "Bases cuantitativas de la economía venezolana". Fundación Polar, 1997.

Dirección Nacional de Cuentas Nacionales, Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, Secretaría de Política Económica, Ministerio de Economía y Producción, República Argentina. "Estimación del Stock de Capital Fijo de la República Argentina 1990-2003", 2004.

Palacios, Luis Carlos, Alejandro Puente y Frank Gómez: "Venezuela: Petróleo y crecimiento", Banco Central de Venezuela, 2005.

Pérez Toledo, Josué, "Stock de Capital de la Economía Chilena y su Distribución Sectorial", WP 233, 2003.

Tabla 2.
Stock de capital neto fijo (tasa de crecimiento interanual promedio del periodo)

	1960-1969	1970-1979	1980-1989	1990-1999	2000-2005
Capital Neto Fijo Total	4,2%	6,9%	1,9%	1,1%	0,3%
Construcción Residencial	4,6%	6,5%	1,7%	0,4%	0,0%
Construcción No Residencial	4,9%	5,9%	2,6%	2,5%	1,0%
Maquinarias y Equipos	2,3%	9,5%	4,0%	1,0%	0,0%
Equipos de Transporte	2,5%	13,9%	0,1%	-1,0%	-1,3%
Otros Bienes de Capital	1,5%	5,2%	-3,6%	-2,6%	-1,7%
Capital Neto Fijo Petrolero	0,1%	0,5%	3,5%	6,6%	1,6%
Construcción No Residencial	0,8%	0,1%	3,1%	6,6%	2,2%
Maquinarias y Equipos	-7,5%	6,4%	6,1%	6,7%	-3,0%
Capital Neto Fijo No Petrolero	4,9%	7,6%	1,8%	0,5%	0,1%
Construcción Residencial	4,6%	6,5%	1,7%	0,4%	0,0%
Construcción No Residencial	7,5%	7,8%	2,5%	1,2%	0,5%
Maquinarias y Equipos	3,8%	9,8%	3,9%	0,3%	0,4%
Equipos de Transporte	2,5%	13,9%	0,1%	-1,0%	-1,3%
Otros Bienes de Capital	1,5%	5,2%	-3,6%	-2,6%	-1,7%

Gráfico 4
Capital Neto por Trabajador Sector no Petrolero

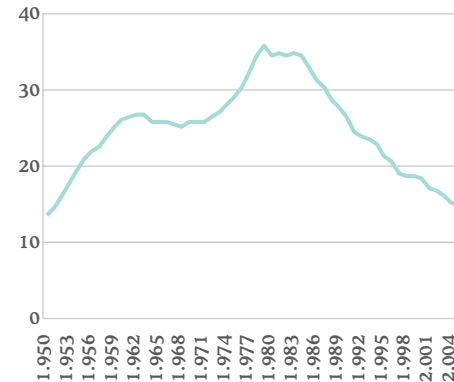


Gráfico 5
Razón Producto/Capital Neto Sector Petrolero

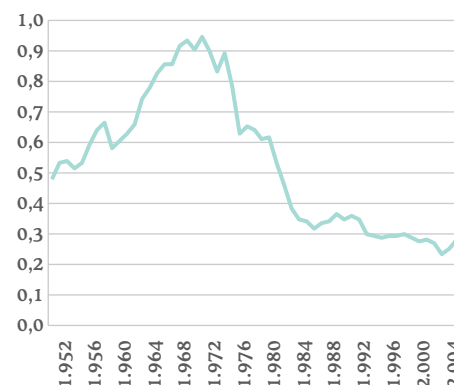
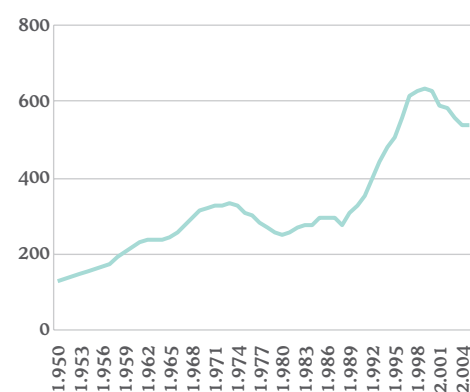


Gráfico 6
Capital Neto por Trabajador Sector Petrolero



Tras la modificación a la Ley del Banco Central de Venezuela en Julio del año 2005, la economía Venezolana experimenta un proceso de transformación fiscal y presupuestario impulsado principalmente por la inclusión de dos nuevas reformas.

En primer lugar, con la modificación a la Ley del instituto emisor, cambió de manera permanente el mecanismo de flujo y utilización de los ingresos por exportaciones petroleras que percibe el país. Previa a dicha modificación, los ingresos en divisas obtenidos por Petróleos de Venezuela S.A. provenientes de su actividad comercial con el resto del mundo, se vendían a tipo de cambio oficial al Banco Central de Venezuela de manera obligatoria¹. Con el equivalente en moneda nacional, la compañía estatal petrolera pagaba sus obligaciones al fisco nacional y cubría tanto sus gastos operativos como sus gastos de inversión. Las divisas en poder del Banco Central obtenidas por concepto de ventas de PDVSA, han sido tradicionalmente la principal fuente de Reservas Internacionales del país.

Posteriormente a la modificación de la ley, PDVSA solo está obligado a vender al BCV aquellas divisas necesarias para hacer frente a sus obligaciones de gastos operativos internos y a los de índole fiscal. Este monto estaría fijado, en principio, por la Ley Anual de Presupuesto Nacional que maneja la ONAPRE (Oficina Nacional de Presupuesto), para poder hacer frente a las obligaciones de gasto corriente de la nación (los ingresos petroleros representaron en el 2005 aproximadamente 15% del PIB para ese año).

En segundo lugar, dado el crecimiento de las Reservas Internacionales en el país producto del encarecimiento de la cesta petrolera en los mercados internacionales, fue creada la figura del “Nivel Óptimo de Reservas Internacionales”, calculadas a través de modelos de saldos de inventarios, y con el cual se busca establecer un nivel de divisas tal que permita a la nación hacer frente a los *shocks* de origen externo y cumplir con las obligaciones futuras de deuda externa.

El Nivel “Óptimo” de Reservas, debe ser calculado anualmente por el Instituto Emisor a fin de determinar el monto de “Reservas Excedentarias”; definido como el monto en divisas superior al nivel óptimo, el cual deberá ser transferido como aporte a un fondo creado y manejado por el ejecutivo nacional.

El Fondo de Desarrollo Nacional (FONDEN) creado bajo la figura jurídica de sociedad anónima (septiembre 2005), cuenta con dos fuentes principales (y recurrentes) de ingresos; una única transferencia anual de las reservas internacionales (la cual fue objeto de fuertes críticas a principios del año 2006 debido a la falta de precisión de la nueva legislación) y el remanente de divisas obtenidas por conceptos de exportaciones de hidrocarburos y gas (aquellas no vendidas al BCV) por parte de PDVSA.

Como fue mencionado, el stock de divisas ahorrado bajo la figura de Reservas Internacionales proviene principalmente de las operaciones comerciales de PDVSA, es decir, el Banco Central ha realizado una operación cambiaria con la Estatal Petrolera en la cual esta última recibe en su cuenta dentro

del instituto emisor, el monto correspondiente en bolívares al tipo de cambio oficial por las divisas entregadas, quedando monetizados de esta manera los ingresos externos de la nación. Cuando estos bolívares son utilizados para gasto interno, inciden de manera positiva sobre la oferta monetaria al tener un efecto expansivo sobre el dinero Base.

Si el monto en divisas traspasado al Fondo de Desarrollo Nacional (FONDEN) se monetiza y se gasta internamente, el impacto sobre la oferta monetaria sería netamente expansivo, ya que el volumen monetario asociado a las divisas canjeadas se introduciría nuevamente al torrente de liquidez nacional. Adicionalmente, dado que los pasivos monetarios del Banco Central se encuentran respaldados por sus activos, una disminución del nivel de Reservas Internacionales sin la correspondiente salida de dinero base de circulación, puede ser vista como una devaluación implícita de la moneda.

Esta transferencia de divisas afecta de manera directa y negativa el Balance del Banco Central de Venezuela, al deteriorar sus indicadores de solvencia e implicando una pérdida patrimonial efectiva de esta institución. De hecho, para no reflejar movimientos negativos dentro de sus cuentas, la autoridad monetaria ha optado por contabilizar dentro de la partida de “Otros Activos en Moneda Nacional” los fondos transferidos al FONDEN. Aunado a esto, debe considerarse impacto directo que posee este gasto de Reservas Internacionales sobre el cálculo de las utilidades cambiarias, las cuales forman parte de los Ingresos Extraordinarios de la Tesorería Nacional y que actualmente (feb-06) representan el 92,3% del Patrimonio del Instituto Emisor bajo la partida “Contrapartida por Valoración en Moneda Nacional de los Activos y Pasivos Externos”.

Por último, el hecho de que se realice una transferencia directa de Reservas Internacionales a un Fondo destinado al Gasto de Gobierno, implica que el Estado recibe divisas de manera gratuita, es decir, sin dar una compensación equivalente al Instituto Emisor. Por otro lado, si estas divisas son utilizadas para compensar la demanda interna de moneda extranjera (Ej. Adquisición de instrumentos de la deuda pública Argentina “BONDEN12” y su posterior venta en el mercado local), se le otorga al Gobierno un poder de compra mayor por las divisas que al resto de los agentes (teniendo un efecto netamente redistributivo), puesto que recibe aproximadamente el doble de Bs. por el mismo número de divisas².

Las divisas entregadas al Fondo directamente por PDVSA no se monetizan siempre y cuando sean gastadas en el extranjero, sin embargo, si son utilizadas para gasto interno, su entrada en circulación tendría un efecto expansivo sobre la oferta monetaria aun a pesar de que este gasto tenga efectivamente respaldo en Reservas³.

Dado impacto potencial sobre los niveles de liquides de la nación (y su vinculación con el nivel inflacionario) que tendría el gasto interno de estas divisas en poder del FONDEN (provenientes de las Reservas Internacionales y cuyo valor

² Por cada Divisa recibe los Bs. por el pago de Impuestos de PDVSA y posteriormente recibe Bs. por la operación cambiaria con el mercado interno.

³ Siempre y cuando la operación cambiaria Bs. por dólares se haga a través del Banco Central de Venezuela.

¹ Se excluyen de este monto de divisas los pagos a proveedores y acreedores extranjeros.

en Bs. ha sido previamente entregado a PDVSA), los recursos disponibles en este fondo deben por ley ser utilizados para pagos externos en divisas, sin embargo, la actual legislación deja abierta una posible utilización interna siempre y cuando sea destinada para “proyectos de interés con el fin de atender situaciones extraordinarias”.

El control físico de los proyectos que serán llevados a cabo con recursos del fondo, está bajo la responsabilidad del Ministerio de Planificación y Desarrollo, mientras que el control financiero se encuentra bajo la tutela del Ministerio de Finanzas.

Año 2005.

El traspaso de Reservas Internacionales durante el ejercicio fiscal del año 2005 se ubicó en USD 6.000 millones, lo cual implícitamente dejaba el nivel “óptimo” de reservas internacionales en USD 23.000 millones. A continuación se muestra el resumen financiero de los recursos disponibles en el FONDEN para el cierre de ese año.

Resumen Financiero FONDEN 2005

Concepto	Fecha Valor (En MM de USD)	Entradas (En MM de USD)	Salidas (En MM de USD)	Saldo Fondo
BCV I aporte de Capital	29/09/05	3.000		3.000
Pago a Contratistas	29/09/05		404,2	2.595,8
BCV II aporte de Capital	13/10/05	2.000		4.595,8
BCV III aporte de Capital	08/11/05	1.000		5.595,8
PDVSA I aporte de Capital	07/12/05	1.525		7.120,8

Fuente: Memoria y Cuenta Ministerio de Finanzas 2005.

Para el cierre del ejercicio fiscal 2005, el FONDEN contaba con recursos por un monto de USD 7.120,8 millones, de los cuales se utilizaron efectivamente USD 404,2 millones, con lo cual, la ejecución del fondo al 31-12-05 fue de 5,67%.

La utilización de los fondos en el año 2005 fue distribuida de la siguiente manera.

Pagos realizados por el FONDEN año 2005

Ministerio	Obra	Monto (MM. de USD)
Infraestructura	Línea III Metro de Caracas (El Valle la Rinconada)	77,527
	Línea IV Metro de Caracas (Capuchinos-Plaza Venezuela)	69,363
	Metro Los Teques	50,107
	Metro de Valencia	6,448
	Ferrocarril Caracas-Tuy Medio I y II	24,523
	Sistema Ferroviario Región Central	168,066
Energía y Petróleo	Expansión Parque de Generación Enelbar	8,127
Total		404,161

Fuente: Boletín de Finanzas N° 99 Sep-05

Adicional a los pagos realizados por el FONDEN en el ejercicio fiscal 2005, una porción importante de las divisas disponibles se encuentran comprometidas para diversos proyectos de inversión pública. El detalle de estos recursos de muestra a continuación.

Recursos comprometidos al cierre del 2006

Ministerio	MM. De USD Repartido	% del Total FONDEN	% del Total
Infraestructura	1.820,72	34,25	25,57
Energía y Petróleo	1.685,60	31,71	23,67
Finanzas	1.000,00	18,81	14,04
Ministerio de Vivienda y Hábitat	226,00	4,25	3,17
Agricultura y Tierra	218,00	4,10	3,06
Defensa	200,00	3,76	2,81
Industrias Básicas y Minería	131,43	2,47	1,85
Ambiente y de los Recursos Naturales	34,12	0,64	0,48
Total	5.315,88	100	74,65

Fuente: Memoria y Cuenta Ministerio de Finanzas 2005

El total de recursos comprometidos para el 2005 representan el 74,65% del total de recursos disponibles para el cierre del mismo año fiscal.

Año 2006

La legislación actual del Banco Central de Venezuela en su artículo 8° establece la siguiente disposición transitoria:

“Al entrar en vigencia esta Ley, el Banco Central de Venezuela en el Ejercicio Fiscal 2005 liberará y transferirá, por única vez, al Ejecutivo Nacional, en cuenta abierta en divisas en el Banco Central de Venezuela a nombre del Fondo que se creará para tal fin, seis mil millones de dólares de los Estados Unidos de América”.

A pesar de ello, para el mes de marzo del año 2006 se autorizaba un nuevo traspaso de Reservas Internacionales al FONDEN por un monto de USD 4.000 millones. La argumentación por parte del Ejecutivo para este nuevo movimiento de divisas se fundamentó en la existencia de un cálculo para el monto de Reservas Internacionales “Óptimas” (ubicado implícitamente en USD 25.000 millones aproximadamente), el cual determina a su vez el monto de Reservas Excedentarias existentes.

Adicionalmente, a principios del 2006 con una cesta petrolera estipulada en la Ley de Presupuesto para el año de 26,0 USD/ barril, los aportes promedio estimados de PDVSA se calcularon en USD 100 millones por semana (USD 5.200 para todo el ejercicio fiscal), sin embargo, de acuerdo con las apreciaciones del Ejecutivo Nacional durante el mes de marzo del presente año, el monto anual podría superar los USD 6.000 millones.

Con estos ingresos programados para el 2006, se prevé que el FONDEN incrementará su saldo en divisas en al menos USD 10.000 millones.

De acuerdo a declaraciones del Ministerio de Finanzas, al 01-03-06 el Fondo de Desarrollo Nacional (FONDEN) contaba con recursos en divisas por un monto equivalente a USD 8.325 millones (sin contar el nuevo traspaso de Reservas Internacionales). Dado el monto disponible al cierre del año 2005 (USD 7120,8 millones), estimamos que el fondo ha incrementado su saldo aproximadamente en USD 1.205 millones (equivalente a aportes semanales de 150,625 millones por parte de PDVSA).

De ese saldo al mes de marzo, y de acuerdo con el despacho ministerial, USD 1.000 millones serán utilizados para la compra y reestructuración de deuda nacional. El restante, USD 7.325 millones, será utilizado para el financiamiento de 71 proyectos. A continuación se detalla por ministerio el número de proyectos a realizarse con recursos del fondo.

Recursos comprometidos al 01-03-06 por Ministerio.

Ministerio	# Proyectos	% del Fondo MM. USD	Aprox. En
Ministerio de Energía y Petróleo	28	28	2051,0
Ministerio de Infraestructura	16	23	1684,8
Ministerio de Industrias Básicas y Minería	14	18	1318,5
Ministerio de Finanzas	2	12	879,0
Ministerio de Agricultura y Tierras	3	8	586,0
Ministerio de Salud y Desarrollo Social	1	5	366,3
Ministerio de la Vivienda y Hábitat	1	3	219,8
Ministerio de la Defensa	4	2	146,5
Ministerio del Ambiente y de los Recursos Naturales	2	1	73,3
Total	71	100	7325,0

Fuentes: Ministerio de Comunicación e Información. 01-03-06

Sergio Guerra
sergio_guerra@provincial.com

Principales Variables Macroeconómicas de Venezuela

	2001	2002	2003	2004	2005(*)	2006(*)
Actividad Económica						
PIB M.US\$	120.481	78.961	85.855	97.534	138.053	***
PIB Total Real (Var %)	2,8	-8,9	-7,7	17,9	9,4	***
PIB Petrolero	-0,9	-12,6	-1,9	11,6	1,2	***
PIB No Petrolero	4,0	-7,4	-7,5	17,8	10,3	***
Petróleo						
Precio promedio de realización (US\$/b)	20,2	21,94	25,2	31,4	45,4	45,4
Producción (m.M. barriles diarios)	3.216	3.213	2.779	2.610	2.700	2.806
Exportación (m.M. barriles diarios)	2.711	2.890	2.479	2.305	2.395	2.486
Demanda Agregada Interna (DAI)(% anual)						
Consumo Privado Real	6,9	-7,1	-4,6	16,6	16,3	8,4
Consumo Público Real	6,0	-2,5	5,7	13,9	7,3	8,7
Inversión Bruta Real	13,8	-18,4	-36,7	43,0	33,2	15,3
DAI	8,3	-14,7	-10,0	28,9	18,0	11,2
Sector Externo						
Balanza Comercial (M.US\$)	7.456	13.421	16.483	21.430	30.423	23.858
Exportaciones	26.667	26.781	27.170	38.748	55.597	54.512
Importaciones	19.211	13.360,0	10.687,0	17.318	25.174	30.654
Saldo en Cuenta Corriente (M.US\$)	4.080	7.423,0	11.448,0	13.830	24.436	16.663
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	3,4	9,4	11,2	14,2	17,7	10,7
Saldo en Balanza de Pagos (M.US\$)	-2.071	-4.427,0	5.443,0	1.898	4.984	-4.779
Reservas Internacionales Brutas (M.US\$)	12.296	14.786,0	21.299,0	24.172	29.636	24.791
Tipo de Cambio (Bs./US\$)						
Al cierre	758,0	1.403,0	1.600,0	1.920,0	2.150,0	2.150,0
Promedio	724,5	1.161,0	1.608,6	1.885,5	2.109,8	2.150,0
Inflación (%)						
Inflación Puntual	12,3	31,2	27,1	19,2	14,4	***
Inflación Promedio	12,5	22,5	31,1	21,7	16,0	***
Indicadores Monetarios y Financieros						
Liquidez Monetaria (Var %)	97	15,3	57,5	50,4	52,4	44,4
Tasas de Interés Activa promedio (%)**	25,6	37,1	24,1	17,1	15,4	15,1
Tasas de Interés Pasiva 90d promedio (%)**	14,1	28,3	17,6	12,9	11,7	10,9
Situación Fiscal						
Superávit/Déficit Fiscal(% del PIB)	-4,2	-3,9	-5,9	2,0	1,6	-2,3
Deuda Pública Total (% del PIB)	31,5	44,1	47,3	40,0	37,1	38,9
Deuda Pública Interna (% del PIB)	12,1	14,8	17,7	14,3	12,2	12,1
Deuda Pública Externa (% del PIB)	19,4	29,3	29,6	25,6	24,9	26,8
Datos Socio-Económicos						
Población (millones de habitantes)	24,6	25,1	25,6	26,1	26,6	27,0
Tasa de Desempleo (%)	12,8	16,1	15,6	10,9	8,9	8-11
PIB Per Cápita (US\$)	4.892	3.140	3.350	3.737	5.190*	

Estimaciones

** Seis principales bancos

*** Ver cuadros anexos

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

Actividad Económica

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

PIBNP = PIB no petrolero, PIBP = PIB petrolero

Inflación Puntual

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

Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% , promedio)			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
EE.UU.	4,2	3,5	3,3	3,2	2,7	3,4	2,8	2,1
UEM	1,8	1,4	2,0	2,2	2,1	2,2	2,0	1,9
Japón	2,7	2,7	3,0	3,0	0,0	-0,3	0,4	0,5
China	10,1	9,8	9,0	8,5	3,9	1,8	2,5	2,0

	Tasa oficial (% , fin de período)				Tipo de cambio (frente \$, fin de período)			
	31/03/06	jun-06	dic-06	dic-07	31/03/06	jun-06	dic-06	dic-07
EE.UU.	4,75	5,00	5,00	5,00				
UEM (\$/€)	2,50	2,75	3,00	3,25	1,21	1,20	1,23	1,26
Japón (yenes/\$)	0,10	0,10	0,50	1,25	118	113	110	105
China (cny/\$)	5,58	5,58	5,58	5,80	8,00	7,90	7,75	7,50

América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
Argentina	9,0	9,2	7,8	6,2	6,1	12,3	12,0	10,0
Brasil	4,9	2,3	3,6	3,0	7,6	5,7	5,5	4,5
Chile	6,2	6,3	5,8	5,7	2,4	3,7	3,5	3,3
Colombia	4,8	5,1	4,4	3,6	5,5	4,9	3,9	4,0
México	4,2	3,0	3,6	3,2	5,2	3,3	3,3	3,5
Perú	4,8	6,7	4,7	4,7	3,5	1,5	2,5	2,5
LATAM ¹	6,0	4,4	4,4	3,8	6,8	6,0	5,9	5,5
LATAM Ex-México	6,6	4,9	4,6	3,9	7,3	6,9	6,8	6,2

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
Argentina ²	2,6	1,8	1,9	1,8	2,2	3,0	2,4	1,7
Brasil	-2,5	-3,0	-3,0	-2,0	1,9	1,8	1,0	1,0
Chile ²	2,4	4,9	4,6	1,4	1,7	0,6	0,4	-1,8
Colombia	-1,3	0,0	-2,0	-1,7	-1,0	-0,2	-0,7	-1,6
México	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-1,1	-0,7	-0,9	-1,3
Perú	-1,1	-0,4	-0,6	-1,0	0,0	1,3	0,4	-0,8
LATAM ¹	-0,9	-0,7	-1,0	-0,8	1,3	2,0	1,0	0,4
LATAM Ex-México	-1,2	-1,0	-1,5	-1,2	2,7	3,4	2,0	1,3

¹ Media de los 8 países mencionados. ² Gobierno Central

	Tipo de cambio (frente \$, fin de año)				Tasas de Interés (% , fin de año)			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
Argentina	2,99	3,01	3,15	3,25	3,1	5,0	8,0	10,0
Brasil	2,72	2,28	2,40	2,50	17,8	18,0	15,5	14,0
Chile	576	514	530	550	2,3	4,5	5,5	5,5
Colombia	2404	2279	2373	2453	7,8	6,3	6,4	6,7
México	11,15	10,63	11,30	11,70	8,7	8,0	7,0	7,0
Perú	3,28	3,42	3,28	3,40	3,0	3,3	4,5	5,0

Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Subdirector:

David Taguas

Economistas Jefe:

Latam y Mercados Emergentes: Luis Carranza

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Joaquín Vial

Colombia: Daniel Castellanos

Perú: David Tuesta

Venezuela: Giovanni di Placido

Norteamérica: Jorge Sicilia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

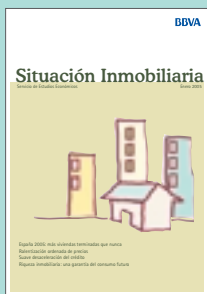
Europa:

Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Escenarios Financieros: Maite Ledo

Flujos Financieros: Sonsoles Castillo

otras publicaciones



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

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

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