

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 2, Nº 4 - Cuarto trimestre 2006



Sigue la expansión mundial
Se mantiene ritmo expansivo de la economía
Liquidez desbordada
¿Qué hay detrás de los actuales niveles de inflación?
Vulnerabilidad y sostenibilidad fiscal

Editorial

Gasto fiscal determina comportamiento económico durante el año

De los múltiples factores que explican la presente coyuntura económica venezolana, uno que parece determinante en su definición es la magnitud del gasto fiscal. Se destaca la relevancia que adquiere esta dimensión de la política económica, ya que, contrario a la tradición venezolana, los extraordinariamente favorables términos de intercambio de los últimos dos años no deberían suponer una expansión automática del gasto fiscal.

Ciertamente, a diferencia de países como Noruega (que ahorra una parte significativa de sus excedentes) o Chile (que persevera en su regla de déficit estructural y crea instrumentos de ahorro externo) en Venezuela vemos como el gasto total y primario del gobierno central, de acuerdo a estimaciones de la Oficina Nacional de Presupuesto, rebasa cotas alcanzadas a mediados de los años setenta, luego del primer *shock* positivo relevante de términos de intercambio a que ha estado expuesta la economía del país en las últimas décadas. Es así que, para el cierre del año 2006, sólo el gasto realizado dentro del presupuesto alcanzaría a 33,9% del PIB, luego de expansiones nominales y reales que estimamos en aproximadamente 60% y 40% respectivamente. Si a esto agregamos el gasto extra-presupuestario, realizado con recursos principalmente de PDVSA y Banco Central, pero del cual lamentablemente no conocemos su magnitud exacta, podemos vislumbrar la magnitud del impulso de demanda que está experimentando la economía.

Decimos vislumbrar por dos razones: la primera, ya mencionada, es la ausencia de datos precisos sobre el gasto realizado fuera del presupuesto. La segunda, tiene que ver con la política de expansión monetaria y control de tasas de interés que le agrega un componente privado al impulso gubernamental de demanda.

Pero volviendo a la discusión del gasto público, un primer aspecto que es importante aclarar es que no nos interesa abordar el debate relativo al tamaño óptimo del sector público. Tampoco el relativo a la calidad del gasto, donde no se desconoce la importancia de las erogaciones, por ejemplo en infraestructura, realizadas en los últimos años. Nuestro foco está en la vulnerabilidad y sostenibilidad de ese gasto, dado el carácter volátil de buena parte del mismo en Venezuela. Particularmente, nos preocupa la inestabilidad macroeconómica que podría traer una reducción de ingresos que no convenga (o simplemente no pueda) ser acompañada por reducciones en los egresos.

Sobre este punto, no puede dejar de destacarse que a diferencia de otras coyunturas, en la presente la expansión de los ingresos fiscales petroleros ha estado acompañada de importantes esfuerzos en cuanto a tributación no petrolera. Igualmente, las mejoras en algunas fuentes de vulnerabilidad como lo es el tamaño y la composición de la deuda pública.

Estos temas los abordamos en la coyuntura fiscal, al analizar el Proyecto de Ley de Presupuesto 2007, y en un artículo que intenta concentrarse en la vulnerabilidad y sostenibilidad de la política fiscal.

Volviendo al principio de este editorial, la expansión del gasto público y en términos más amplios de la demanda agregada interna, ha afectado de forma determinante el desempeño de la economía venezolana. En el caso del crecimiento económico, tenemos que de acuerdo al Banco Central, para el tercer trimestre del 2006, con relación a igual periodo del año 2005, la economía se expandió 10,2%. Este, además, es el duodécimo trimestre consecutivo que la economía crece a tasas que rebasan nuestras estimaciones del crecimiento del potencial de producción, o, en su defecto, un crecimiento consistente con la acumulación de factores. A este respecto no queda sino reiterar los riesgos asociados a un crecimiento fundamentado en un factor que como hemos dicho está anclado a la volatilidad de los términos de intercambio. Esto, igualmente, adquiere especial relevancia en la medida que el crecimiento sigue centrado en los sectores no transables, y ya en el Situación Venezuela pasado advertíamos de las posibles implicaciones del fenómeno conocido como enfermedad holandesa.

En el caso de la inflación, también es evidente la consecuencia de este crecimiento basado en expansiones de demanda: a pesar del fuerte crecimiento de las importaciones y su efecto moderador sobre los precios, la inflación acumulada hasta noviembre alcanzó el 14,9%, volviendo prácticamente inalcanzable la más reciente meta de inflación del Banco Central (15%).

Indice

Fecha de cierre: 7 de diciembre de 2006

Editorial

1. Entorno Internacional

Sigue la expansión mundial y se
diversifica geográficamente 2

Recuadro: El peso de los fundamentos en el
mercado petrolero 5

2. Entorno Macroeconómico

Se mantiene el ritmo expansivo de la economía 7

Política Fiscal y presupuesto 2007 9

Liquidez desbordada 12

El Repunte inflacionario del 2006 15

3. Artículos

¿Qué hay detrás de los niveles actuales de inflación? 17

Recuadro: Apéndice técnico 19

Vulnerabilidad y sostenibilidad fiscal 20

4. Indicadores y proyecciones

Han elaborado esta publicación:

Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

Director:

Alejandro Puente

alberto_puente@provincial.com

Economistas:

Samir El Jesser

jesser_samir@provincial.com

Erikson Castro

erikson_castro@provincial.com

Revisión del crecimiento previsto por FMI de abril a septiembre de 2006

(puntos porcentuales)



I. Entorno internacional

Sigue la expansión y se diversifica geográficamente

La economía mundial continúa su expansión, con una tasa de crecimiento que se mantiene en torno al 5%. Además, y a diferencia de otros ciclos, el crecimiento actual se sustenta en una base geográfica cada vez más extensa: junto a la fortaleza que está mostrando la recuperación de Europa, el comportamiento de los principales mercados emergentes sigue sorprendiendo favorablemente, llevando a revisiones positivas del crecimiento esperado para final de año. Nuestras previsiones han sido modificadas al alza en China en 1,5 puntos y en el Área Euro y América Latina en 0,5 durante el último semestre, siendo la excepción Estados Unidos, para la que hemos mantenido la tasa de avance del PIB en el 3,3%. En general, como muestran también las predicciones del FMI (ver gráfico adjunto), el dinamismo mundial se mantendrá sólido en próximos trimestres, más de lo que se preveía a comienzos de 2006.

Con esta amplia base geográfica respaldando el crecimiento global, nos encontramos ante la mayor fase expansiva mundial desde la década de los setenta. Factores como el desarrollo tecnológico, la globalización de la economía mundial, de los mercados y de los sistemas financieros, están favoreciendo el actual contexto. En este ciclo además los riesgos inflacionistas han estado acotados, a pesar de haber coexistido con el alza en el precio de materias primas (revalorización anual superior al 20% del índice BBVA-MAP en el período 2004-2006) y con tipos de interés reales extraordinariamente bajos. Por estas razones, si reparamos tanto en la aparente reversión de la tendencia alcista en el primer caso, como en el giro de política monetaria en la OCDE hacia tipos neutrales, el riesgo de repuntes de la inflación se mantendrá relativamente bajo control.

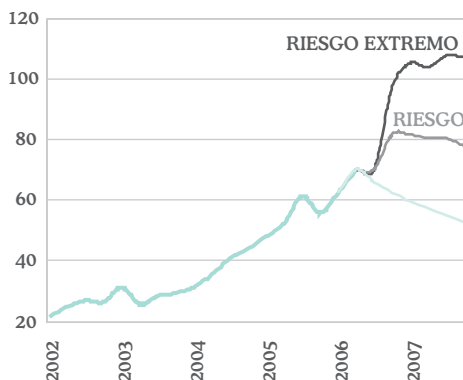
Sin embargo, la continuación de esta senda de crecimiento global depende, en gran medida, de que el crecimiento en las regiones más dinámicas sea relativamente inmune a la moderada desaceleración que ya se manifiesta en EE.UU. De hecho, y como detallamos a continuación, es en este país donde observamos las mayores incertidumbres en los próximos meses.

Cambian las incertidumbres para la economía mundial...

Una de los acontecimientos más significativos desde finales del tercer trimestre ha sido la bajada generalizada de los precios de materias primas, que entre otras ha afectado al gas, cobre, aluminio, zinc, níquel y petróleo. Si nos concentramos en este último, se han producido importantes cambios en algunos de los factores que durante los últimos meses propiciaron la revalorización de esta materia prima.

Repasemos algunos de estos factores. Por un lado, la relativamente benigna temporada de huracanes en el Golfo de México ha eliminado la posibilidad de fuertes interrupciones del suministro en esta zona, a diferencia de lo ocurrido en 2005. Y por otro lado, el respiro que los riesgos geopolíticos han dado a los precios es especialmente importante, al encontrarnos con avances diplomáticos en las tensiones en Oriente Medio, y considerando que los recientes acontecimientos en Corea del Norte no esperamos que impacten en el mercado. En septiembre, Israel completó la retirada de tropas de Líbano, asumiendo la principal resolución dictada por la ONU para atajar el conflicto. El otro riesgo político que ha influido sobre las expectativas de precios de petróleo, la disputa que enfrenta a EE.UU. e Irán sobre la energía nuclear, también parece remitir, aunque el ensayo nuclear coreano podría encarecer la negociación. En este caso, si bien nos encontramos lejos de una solución arbitrada como la que ha puesto fin al reciente enfrentamiento entre Líbano e Israel, parece que Washington tiende cada vez más a desechar una salida militar al conflicto. Con el petróleo

BBVA: Escenarios de petróleo



en torno a los 60 dólares, el riesgo para la economía global derivado de un *shock* de precio es hoy considerablemente menor que hace unos meses. Por lo tanto aumenta la probabilidad del escenario base que implicaría precios en promedio de casi 66,5 dólares en 2006 y de 58,2 dólares el barril en 2007, comportamiento que encontraría soporte en un escenario de menor dinamismo en el crecimiento mundial. En definitiva, se esperaría estabilidad de los precios en torno a los niveles alcanzados a finales de septiembre.

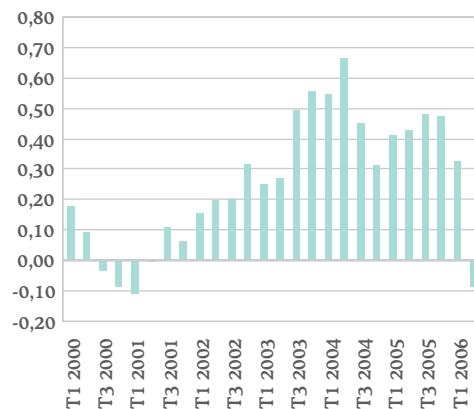
Este contexto no implica la ausencia de riesgos para la economía mundial, ya que hay otros factores de incertidumbre que han cobrado protagonismo recientemente. De éstos, el ajuste del sector inmobiliario en EE.UU. es sin duda el más importante. En el escenario base, cabría esperar que la economía estadounidense moderase paulatinamente su ritmo de crecimiento. La inversión residencial tendría una aportación negativa por primera vez desde 1995, y el consumo se moderaría paulatinamente, a medida que cuente con un menor soporte derivado de las ganancias de renta y de riqueza que ha supuesto el aumento de los precios de la vivienda en los últimos años. Sin embargo, la economía seguiría creciendo próxima al nivel potencial, alcanzando una tasa en el entorno del 2,8% en 2007. Por un lado, el crecimiento del resto del mundo y la depreciación acumulada del dólar están permitiendo que las exportaciones netas tengan una aportación positiva al crecimiento por primera vez desde 1995. Por otro, la inversión no residencial mantiene un tono positivo, apoyada por los elevados beneficios empresariales, los altos niveles de liquidez y los bajos niveles de pagos de intereses en un entorno en el que las condiciones globales de financiación siguen siendo muy favorables.

La respuesta más probable de la autoridad monetaria a esta situación económica sea un mantenimiento de los tipos oficiales en niveles del actual 5,25% durante un periodo prolongado de tiempo. Hay varias razones para ello. En primer lugar, la inflación se va a moderar, pero seguirá cerca de la parte alta del rango deseado por la Reserva Federal. En segundo lugar, la moderación de la actividad va a ser limitada. La economía cuenta con soportes internos y externos para enfrentar una desaceleración de la inversión residencial. En tercer lugar, tras un periodo de notable liquidez en todo el mundo, los bancos centrales van a ser cautelosos a la hora de reducir sus tipos de interés oficiales. Las condiciones monetarias no están en zona restrictiva en EE.UU. y las expectativas de consumidores y empresarios parecen relativamente ancladas. En este entorno, los tipos de largo plazo tienen un recorrido limitado, con un margen de subida hasta el 5%, cifra de referencia en el caso en que frente a la actual expectativa del mercado de reducción de tipos en 2007 se consolidara la idea de tipos oficiales estables. Los flujos de capital, por su parte, siguen mostrando un notable dinamismo, y el interés comprador por activos de EE.UU. se ha reactivado, tanto por parte de los bancos centrales como de agentes privados, lo que también pone límites al aumento de rentabilidades de largo plazo.

...pero su probabilidad se mantiene contenida

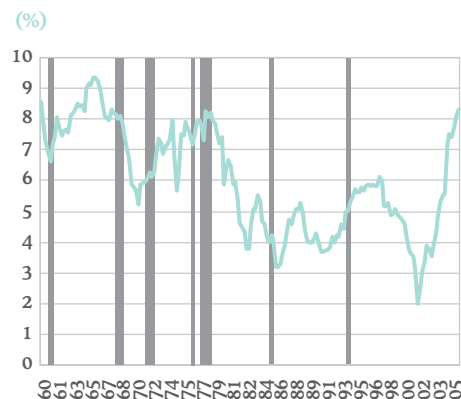
El escenario de riesgo al que se enfrenta la Reserva Federal, sin embargo, es el de un menor crecimiento a través de un mayor ajuste de la inversión residencial y del consumo privado, y que llevaría a tasas próximas al 2%. En todo caso la probabilidad es limitada. Las experiencias recientes de ajustes del sector residencial en países como Reino Unido o Australia muestran que el impacto sobre el conjunto de la economía no es elevado y tanto las ganancias en términos de renta o empleo en los últimos años, como la reducción estructural de los tipos de interés justifican en gran medida que los niveles de precios de la vivienda sean elevados y no experimenten ajustes prolongados. Ahora bien, si la probabilidad de este escenario aumentase, la Reserva Federal podría intentar "comprar un seguro" frente al bajo crecimiento, reduciendo sus tipos de interés oficiales hacia tasas de al menos el 4,5% en 2007, lo que llevaría los tipos a 10 años a niveles en el entorno del 4,3%.

EE.UU.: Contribución Inversión Residencial al PIB (pp)



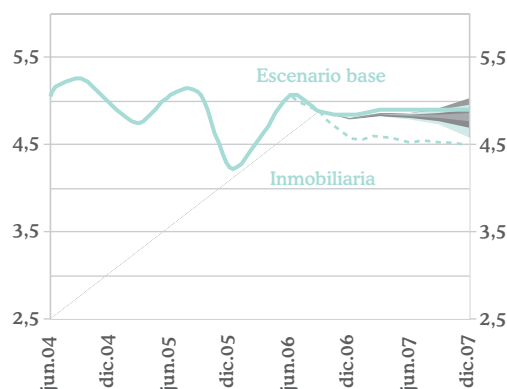
Fuente: Estadísticas Nacionales

Beneficios empresariales como porcentaje de PIB (%)



Fuente: BBVA y datos federales EE.UU.; área sombreada=recesión

EE UU: Tipos de interés a 10 años



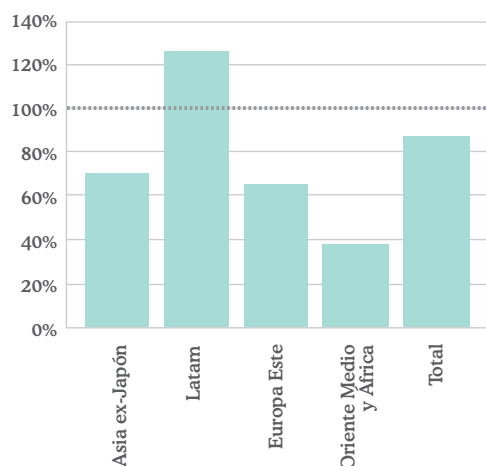
Fuente: BBVA

Escenario Central: Crecimiento del PIB por regiones

	2005	2006	2007*
EE.UU.	3,5%	3,3%	2,8%
UEM	1,4%	2,5%	2,2%
China	10,2%	10,4%	9,5%
Latam	4,4%	4,9%	4,0%
Mundo	4,9%	4,9%	4,6%

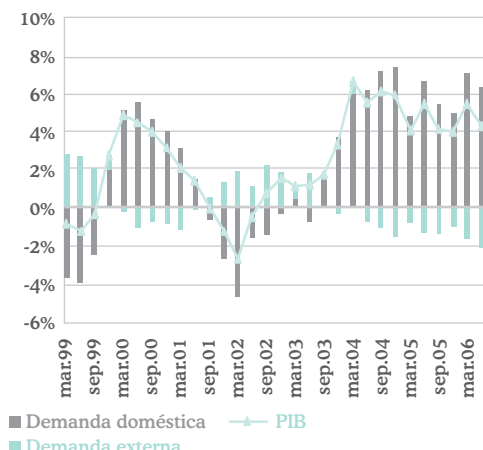
Fuente: BBVA (*Previsión)

Deuda soberana: Volumen emitido sobre necesidad de financiación (en %)



Fuente: JP Morgan (septiembre 2006)

Crecimiento en América Latina (tasa interanual)



Fuente: BBVA

Además de circunstancias que pueden limitar los efectos del ajuste inmobiliario sobre el resto de la economía estadounidense, también aparecen dudas sobre el alcance para la economía mundial. El actual proceso de globalización ha traído en algunos casos una reorientación de los flujos comerciales. En el caso de Asia, se observa una tendencia a un crecimiento cada vez más endógeno, intensificando los lazos comerciales intra-regionales, y en detrimento del peso relativo de EE.UU. en las exportaciones asiáticas. Por otro lado, la situación macroeconómica de los mercados emergentes es en general muy satisfactoria, con varios países en situación de superávit por cuenta corriente, y acumulación de reservas, que conforman un perfil macroeconómico mucho menos vulnerable que el característico de las crisis financieras de la década pasada. Europa, por su parte, alcanzaría en 2006 un crecimiento del 2,5%, superior a las expectativas que se tenían sobre esta área. Debe destacarse la recuperación de la demanda interna, apoyada por la buena situación empresarial y la recuperación de la confianza de empresarios y consumidores. En este contexto, los tipos de interés oficiales alcanzarían en este área niveles del 4% a mediados de 2007, mientras que el euro mantendría su relativa fortaleza frente al dólar, situándose en niveles próximos a los actuales, esto es, cerca de 1,30.

América Latina fortalece su crecimiento

Bajo el favorable contexto internacional mencionado anteriormente, la dinámica virtuosa iniciada en 2003 se ha intensificado en la región a lo largo de 2006, año en el que la realidad ha superado positivamente las expectativas de partida. América Latina crecería un 4,9% con respecto a 2005, lo que supondría un avance acumulado de la actividad real del 16% en el último trienio, el doble que en el período 1997-2003.

Entre los factores de impulso externo, cabe mencionar que, a pesar de que se ha abandonado la espectacular entrada de flujos de capital del primer semestre, las cifras desde comienzos de año son equivalentes (elevadas) a las del pasado ejercicio, a lo que habría que sumar la condición de ser la única región del mundo que en septiembre ya había cubierto sus necesidades de financiación. La elevada liquidez internacional mantiene en situación favorable las condiciones de financiación, aspecto reflejado en bajas primas de riesgo a pesar de haber tenido un intenso calendario electoral en 2006. A estos factores habría que incorporar finalmente el sostenimiento de términos de intercambio todavía en niveles históricamente positivos, no sólo por el precio del petróleo sino también de otras *commodities*, especialmente metales.

Esta situación de bonanza "inyectada" del exterior encuentra un sostén muy relevante en la creciente contribución de la demanda doméstica al dinamismo de las diferentes economías, al tiempo que los superávits externos, aunque todavía favorables, van disminuyendo. En esta evolución ha jugado un importante papel el sistema bancario, ya que el crédito ha experimentado un fuerte impulso en los últimos tres años, con crecimientos anuales en 2006 superiores al 20% en términos reales. Y en estas circunstancias, merece la pena destacar el relativo control de la inflación. De hecho, conforme revisábamos al alza las previsiones de crecimiento, también lo hacíamos, pero en sentido contrario, las de avance de los precios. Con las excepciones de Argentina y Venezuela, la región está cumpliendo sus metas de inflación, y en conjunto esperamos un avance al final de año del 5,1% (previsión del 5,9% hace 6 meses y dato del 6,0% en 2005).

De cara al próximo ejercicio, mantenemos un escenario benévolo para América Latina, con un crecimiento del 4,0% y una inflación del 5,4%, al tiempo que se consolidaría la posición fiscal (sería el cuarto año consecutivo con déficit inferior al 1% del PIB) y cierto desahogo externo (superávit corriente del 0,9% frente al promedio 1980-2002 de saldo negativo del 2,0%). Conviene tener, en cualquier caso, presentes los riesgos señalados para el contexto internacional, ya que, si bien las economías latinoamericanas tienen hoy mejores fundamentos, no son, como ocurre en cualquier otro país, inmunes a perturbaciones externas.

El peso de los fundamentos en el mercado petrolero

La aproximación que tienen los analistas del mercado petrolero tiende a ser dicotómica. Siempre hay un grupo que piensa que el precio del petróleo se irá a niveles superiores a 100 dólares y otro, entre los que nos encontramos, que defiende que el precio de equilibrio del mercado está por debajo de los 50 dólares.

El enfoque maltusiano

La primera de las visiones (la más popular) se centra en el desequilibrio estructural de la oferta y la demanda. Las economías que más demandan petróleo son las emergentes, lideradas por China. Ésta ha sido la causante de un verdadero cambio estructural en el mercado energético, ya que en los últimos 20 años ha cuadruplicado su consumo de petróleo, triplicado el de gas natural y quintuplicado el de electricidad.

China, conjuntamente con otros emergentes, como India, ha explicado más de la mitad del crecimiento de la demanda mundial de petróleo en los últimos años, representando una disminución de la elasticidad del consumo de petróleo al PIB mundial.

Por el lado de la oferta se tiene mucho pesimismo. Parece legítima la siguiente pregunta: ¿hasta cuándo durará un recurso no renovable como el petróleo?. La respuesta obvia es que tarde o temprano el petróleo se agotará. Este punto de fondo es acompañado de otras evidencias de corto plazo.

Muchos analistas afirman que desde 1980 no se descubren nuevos campos petrolíferos importantes, dando pie a la sospecha de que no hay mucho más por descubrir. Es decir, el nivel máximo de producción se ha alcanzado y la producción neta comenzará a declinar: el mayor crecimiento de la demanda sobre la oferta es estructural. El resultado obvio de este escenario es ciertamente una senda explosiva de precios. Es además una visión maltusiana del mercado petrolero.

Una aproximación más optimista

La segunda visión reconoce buena parte de los argumentos de la primera, pero con atenuantes, tanto por el lado de la demanda como de la oferta, similares a los recogidos en el mismo "Ensayo sobre el principio de la población" de Malthus (1798).

Por el lado de la demanda, tenemos que la elasticidad del consumo de petróleo a PIB es mayor de lo calculado en los países desarrollados dados los niveles de precios actuales. Por el lado de los emergentes se tiene que éstos comienzan a absorber parte de los incrementos de demanda, con menores incrementos de oferta por las ganancias de eficiencia que se están observando en economías como China e India.

Por el lado de la oferta, no es del todo cierto que no se estén incorporando nuevas reservas y producción desde 1980. La caída de precios desde ese año hasta el último ciclo de al-

zas, salvando los períodos de conflicto, fue un factor que inhibió la exploración y puesta en producción de campos de mayor complejidad.

Los proyectos anteriormente se valoraban a precios inferiores a los 18 dólares, siendo económicamente explotable sólo el 20% de las potenciales nuevas reservas. Sin embargo, en la actualidad estos proyectos se valoran a 40 dólares, activándose la casi totalidad de proyectos que no eran factibles.

El resultado concreto lo comenzamos a ver con la puesta en funcionamiento por parte de Canadá de un importante yacimiento de arenas petrolíferas en Alberta, que significó un incremento de las reservas probadas del mundo en un 14%, similar a lo ocurrido con el Mar del Norte en su oportunidad.

Situación similar se observa en el Mar Caspio, la Faja Petrolífera del Orinoco en Venezuela y en el mismo Mar del Norte, sin entrar a considerar las reservas "marginales" del resto de países de la OPEP.

La visión apocalíptica de que el fin del petróleo esta cerca dista mucho de incorporar estos elementos tanto por el lado de la demanda como de la oferta.

La idea de convergencia de precios a un nivel de equilibrio por debajo de los 50 dólares incorpora estos elementos, y la desalineación de corto plazo con respecto a este precio se fundamenta en los factores de riesgo geopolítico y en las expectativas que incorpora el predominio de la primera de las visiones.

Interpretando el mercado...

Reflejo de esta segunda visión es lo ocurrido en los últimos tres meses. La corrección a la baja en los precios ha superado el 25%, producto de a) menores expectativas de *shocks* adversos de oferta por la culminación de una benévola temporada de huracanes, en línea con lo estimado al cierre del primer trimestre, b) la apertura a un potencial proceso de negociación con Irán, c) la culminación del conflicto en el Líbano y, por último, d) una potencial menor inversión "especulativa" después de lo ocurrido recientemente con las fuertes pérdidas del fondo de inversión Amaranth en el mercado del gas, que indujo un desplazamiento de la atención de las inversiones de este tipo hacia mercados distintos a los de materias primas, al menos en los últimos meses.

Algunos analistas afirman que el movimiento reciente de los precios del petróleo se fundamenta más en una mayor atonía de la economía global que no se ha hecho evidente en la totalidad de su magnitud aún, fundamentalmente porque el movimiento es sincronizado con el resto de las materias primas.

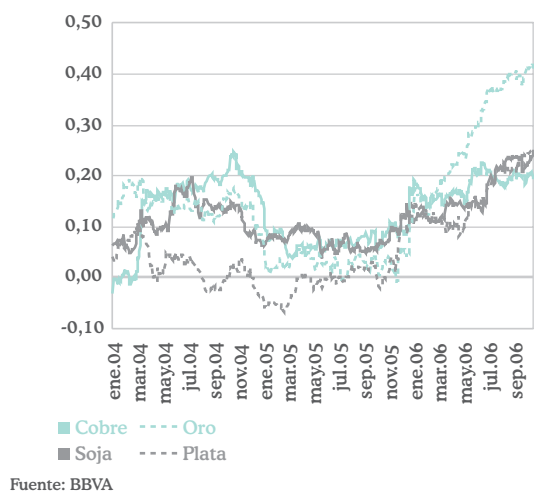
Si bien de hecho existe la percepción de un menor dinamismo, éste es, desde nuestro punto de vista, modesto, siendo de hecho el crecimiento esperado para la economía de los Estados Unidos próximo al nivel potencial en 2007.

El comportamiento del último trimestre puede estar explicando que el componente especulativo en el mercado de materias primas es más importante de lo esperado. De hecho, se han canalizado unos 60.000 millones de dólares hacia estos mercados. El volumen de estas inversiones especulativas tiene un efecto claro: genera una demanda adicional y ficticia de materias primas que presiona al alza los precios de futuros.

Este elemento puede ser un factor clave que explica el movimiento conjunto de las materias primas en este ciclo y explica, por ejemplo, por qué el cobre ha alcanzado más del doble de su precio de equilibrio, divorciado de sus fundamentos. Además de la demanda china, el componente especulativo está jugando un rol central.

Una hipótesis puede ser que el conjunto de las materias primas están siguiendo el comportamiento del petróleo a pesar de estar en mercado disímiles, siendo explicado parte de esa relación efectivamente por las inversiones especulativas.

Correlación 12 meses de variaciones diarias entre el precio del petróleo y otras materias primas



Recorte de cuota de la OPEP

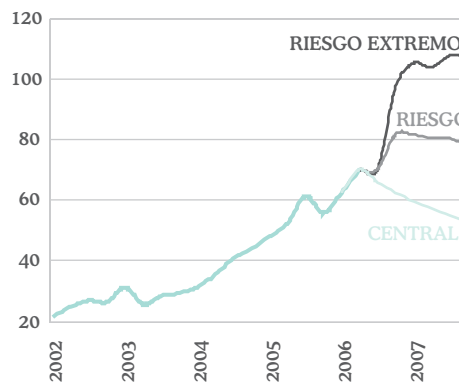
A finales de octubre los países miembros de la OPEP producían casi 1,5 millones de barriles diarios por encima del total acordado. Por ello, aún cuando se acordó el recorte de suministro de 1,2 millones de barriles diarios, con objeto de detener la caída de los precios observadas en las últimas semanas, persistían en el mercado dudas sobre su impacto efectivo.

La percepción de que el mercado tiene exceso de oferta se refleja en el comportamiento de los inventarios estadounidenses, que se encuentran por encima de los niveles máximos de los últimos cinco años, inclusive si se ajusta por demanda.

Los países que promueven con más fuerza una política de recortes de producción dentro de la organización son aquellos que se encuentran produciendo por debajo de las cuotas actualmente acordadas, por lo que una reducción no implicará necesariamente salida de producción, mientras que el resto de los países, de darse el recorte, sacrificarían la producción de crudos pesados.

Adicionalmente, al examinar la efectividad esperada de los recortes propuestos por la OPEP, debe tenerse en cuenta que a partir de 2002, aún cuando mejora la oferta y se incrementan los inventarios estadounidenses el precio reacciona al alza. Hasta entonces existía una clara correlación negativa y robusta entre precios del petróleo y stock de reservas, de manera que las expectativas de precios asociadas a la capacidad adicional de producción han ganado peso como una variable clave para comprender el comportamiento del mercado. Así, en la medida en que la capacidad adicional de producción es mayor, se percibe que el mercado esta más preparado para hacer frente a los factores de riesgo geopolítico, de salida eventual de parte de la producción de un país.

Escenarios de petróleo (en USD)



Giovanni Di Placido
giovanni_diplacido@provincial.com

2. Entorno Macroeconómico

Se mantiene el ritmo expansivo de la economía

De acuerdo a cifras publicadas por el BCV, el producto interno bruto de la economía venezolana del tercer trimestre de 2006, se ubicó 10,2% por encima de la cifra correspondiente al tercer trimestre del año 2005. Este fuerte incremento, por lo demás, constituye el décimo segundo trimestre consecutivo que la economía experimenta variaciones positivas respecto a igual trimestre del año previo.

Al extraer el componente estacional de la serie, se observa que en este tercer trimestre la economía crece un 2,5% respecto al trimestre anterior, explicado básicamente por el crecimiento de 3,3% en el sector no petrolero, mientras que el sector petrolero por su parte solo creció 0,2%.

Sector petrolero

En términos sectoriales, un primer aspecto a destacar es la diferencia entre el ritmo de crecimiento del sector no petrolero y el petrolero. El primero, habría crecido 11,7%, en tanto que el último se contrajo 1,8%. Al descomponer esta caída entre la actividad petrolera pública y privada tenemos que la pública aumento 0,9% y la privada en cambio cayó 11,4%. La explicación que Banco Central da a esta caída del componente privado es la parcial paralización de algunas plantas de la faja petrolífera del Orinoco debido a labores de mantenimiento preventivo.

En cuanto a la actividad no petrolera, los sectores que más crecen son: Instituciones Financieras y Seguros (38,7%), Construcción (35,1%), Comunicaciones (21,1%), Comercio (18%), y Transporte y Almacenamiento (15,5%), los que tienen como factor común el ser sectores productores de bienes y servicios no transables, vale decir, no comerciables internacionalmente.

Por el contrario, los sectores productores de bienes transables crecen a tasas más moderadas, aunque todavía significativas: Minería (7,3%), Manufactura (10,1%), y Resto (que incluiría la Agricultura, 6,3%). Las excepciones a esta regla son el sector eléctrico (7,7%), los Servicios inmobiliarios, empresariales y de alquiler (7,8%) y, notablemente, la Producción de Servicios del Gobierno General (4%).

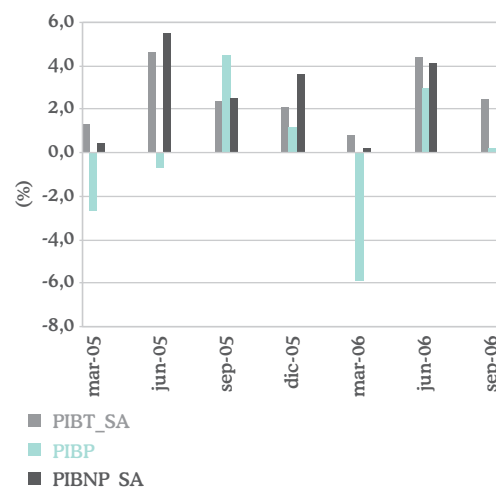
Composición de la oferta y demanda

Al comparar el tercer trimestre del año 2006 con su similar del año 2005, la Oferta global aumentó con mayor intensidad que el PIB, 14,8% contra el 10,2% antes mencionado. Este crecimiento de la Oferta global fue posible por el empuje de las importaciones (28,2%), que mantuvieron la dinámica del segundo trimestre.

La Demanda global, que por definición es igual a la Oferta global, se expandió a consecuencia del crecimiento de la Demanda agregada interna, que alcanzó un 20%, ya que su componente externo, las exportaciones, decreció 9,1%. Particularmente notable ha sido el crecimiento de la Formación Bruta de Capital Fijo (42,8%), el más alto para el periodo en que se han estimado las Cuentas Nacionales con base a la metodología del año base 1997, que se inicia precisamente en ese año. El otro componente de la Demanda agregada interna que tuvo un fuerte impulso fue el Consumo Privado, que alcanzó un 18,9%. Por último, el gasto en Consumo Final del Gobierno creció 7,6%.

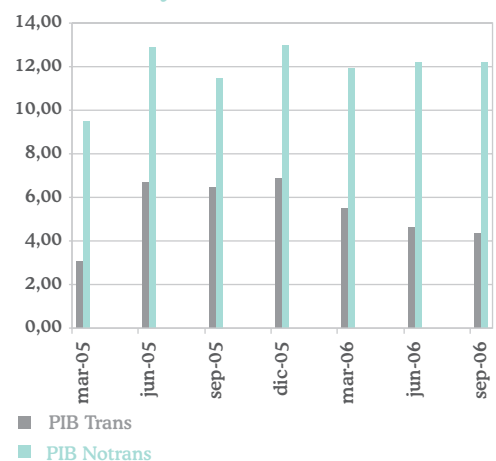
Alejandro Puente
alberto_puente@provincial.com
Erikson Castro
erikson_castro@provincial.com

Tasa de Crecimiento del PIB Desestacionalizado



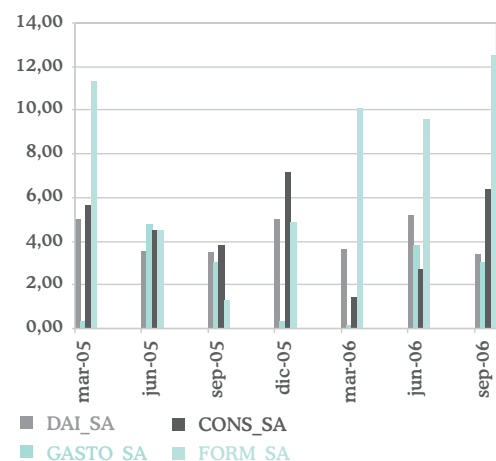
Fuente: BCV y Cálculos Propios.

Tasa de Variación del PIB de los Sectores Transables y No Transables



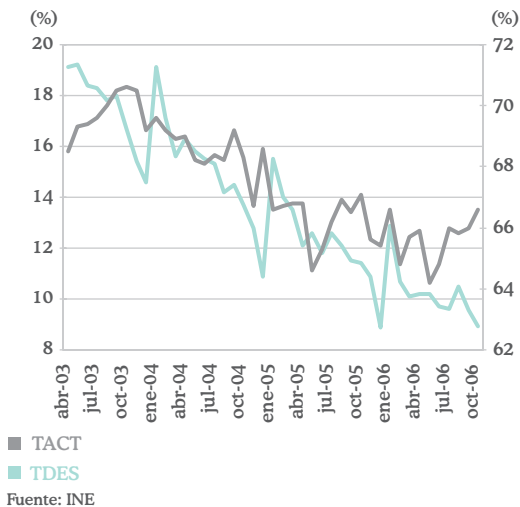
Fuente: BCV y Cálculos Propios

Tasa de Variación de la DAI

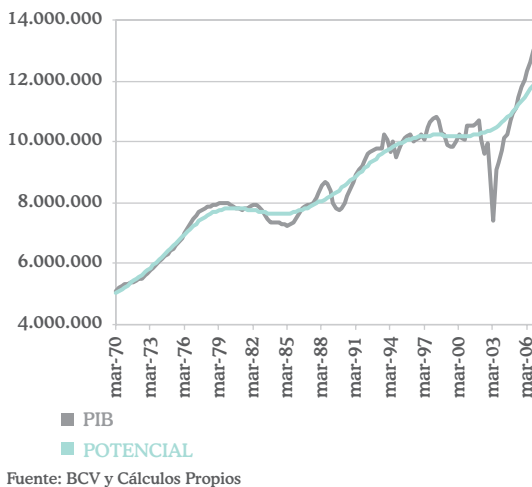


Fuente: BCV y Cálculos Propios

Tasa de Desempleo Vs. Tasa de Actividad



PIB Potencial Vs. PIB Efectivo



Mercado Laboral

Las cifras publicadas por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) dan muestra de un positivo desempeño del mercado laboral, al cierre de octubre de 2006 la tasa de desocupación se ubicó en 8,9%, lo que representa una caída de 2,5 puntos porcentuales (pp) respecto a octubre de 2005 y 0,6 pp respecto al mes previo. Por otra parte, el sector formal esta ganando peso y actualmente representa 55,0% (6.238.379 pers.) del mercado laboral, lo que representa un incremento de en 0,9 pp respecto a octubre de 2005 y 0,2 pp respecto a septiembre de 2006.

Entre octubre de 2005 y octubre de 2006, el número de empleados se incremento en 479.190 pers., de las cuales el 76% (365.783 pers.) fueron empleos del sector formal y 24% del sector informal. De la generación de empleos del sector formal el 46,8% (171.067 pers.) fue originado dentro de la administración pública, la cual representa el 30,5% del sector.

Más allá de la generación de empleo que se esta observando, las fluctuaciones que presenta la tasa de actividad es un factor importante en el descenso que muestra la tasa de desocupación. Al mes de octubre de 2006, la tasa de actividad se ubicó en 66,5%, lo que representa una disminución de 0,5 pp respecto a octubre de 2005 y un incremento de 0,6 pp respecto al mes previo. Dentro de la población inactiva (6.253.245 personas), el 35,2% son estudiantes, 42,9% se dedican a quehaceres del hogar, 4,7% se encuentra incapacitada para trabajar y 17,2% se encuentran en otra situación (rentistas, pensionados y trabajadores familiares no remunerados con menos de 15 horas trabajadas en el período de referencia).

Valoración del crecimiento económico

Al hacer nuestra valoración del desempeño de la economía venezolana en cuanto al crecimiento, lo primero que destacamos es la continuación de un fenómeno que advertíamos ya para el segundo trimestre: un crecimiento centrado principalmente en las actividades no transables. También destacábamos que este es un desarrollo usual en las economías expuestas a booms de ingresos producto de mejoras sustanciales de los términos de intercambio, como ha sido la situación de Venezuela a consecuencia de los elevados precios del petróleo. En este sentido, es conveniente reiterar que el problema con este tipo de crecimiento radica en su sostenibilidad. Ciertamente, si existiera la certeza respecto de una inyección creciente de ingresos externos, no tendría mayor relevancia un crecimiento centrado en las actividades productoras de bienes no transables. Sin embargo, el comportamiento reciente del mercado petrolero nos hace dudar de esta posibilidad.

El otro aspecto a destacar es que las economías expuestas a estos choques favorables de términos de intercambio usualmente experimentan aceleraciones inflacionarias, particularmente de no transables, así como apreciación real del signo monetario local. Precisamente, más allá de la tasa de inflación de noviembre pasado, el dinamismo que han mostrado los precios durante los últimos meses, seguramente se mantendrá en el futuro, si no se toman medidas para adecuar el crecimiento efectivo al crecimiento del producto potencial. En este sentido, la meta de crecimiento de 5% del Proyecto de Ley de Presupuesto del año 2007 puede ser un buen signo en relación a una política económica de normalización del crecimiento.

Política fiscal y presupuesto 2007

El 17 de octubre el Ministro de Finanzas, Nelson Merentes, presentó a la Asamblea Nacional el Proyecto de Ley de Presupuesto del año 2007. Se trata de un documento base para establecer cual será la política fiscal y aclarar interrogantes alrededor de la misma. En general, preocupan temas como la orientación pro-cíclica, anti-cíclica o neutra de dicha política, la insuficiencia de recursos recurrentes para su financiamiento (déficit) o su abundancia (superávit), la dinámica de corrección de posibles desequilibrios (enfaticando aspectos tributarios o de gastos) y la contratación de deuda y su composición, entre otros aspectos relevantes de corto plazo.¹

Sin embargo, esta tarea se ve dificultada por la forma que ha adquirido el ejercicio fiscal en Venezuela éstos últimos dos años. Concretamente, la creación del Fondo de Desarrollo Nacional (FONDEN) y más que la creación del fondo, la inexistencia de información pública y oportuna sobre los recursos que maneja, ha incrementado la opacidad del proceso presupuestario.

En este punto es importante destacar que se considera un avance la creación y existencia de FONDEN, en la medida que de alguna forma ha servido a propósitos que no lograron resolverse con fondos previos, como fue el caso del Fondo de Inversión y Estabilización Macroeconómica (FIEM) y su heredero el Fondo (FEM). Particularmente, FONDEN tiene un carácter más claramente orientado a la inversión y al desarrollo en lugar de la estabilización y por lo mismo es más funcional a objetivos como el ahorro de los excedentes del petróleo y la equidad intergeneracional.² También es claro que se crea en un momento de notable mejora en los términos de intercambio, lo que ha permitido un mayor fondeo de recursos.

Pero estas virtudes no deberían dar pie a un manejo poco transparente de los recursos del fondo y en general del proceso presupuestario. Un ejemplo de esto lo constituye el análisis de conceptos como el déficit financiero. Si bien el presente año el saldo cerrará con un superávit en torno al 1% del PIB, este dato no refleja adecuadamente la holgura del sector público, ya que de acuerdo a declaraciones de los ministros de finanzas y planificación simultáneamente se acumularán recursos que superarían el 10% del PIB.

De manera que el análisis del Proyecto de Presupuesto que hacemos a continuación, o más propiamente, el análisis del tenor de la política fiscal y los equilibrios o desequilibrios potenciales, se enriquecería notablemente al disponer de mayor información con relación a FONDEN.

Premisas del Proyecto de Presupuesto

En el cuadro N° 1 se presentan los determinantes principales de los potenciales ingresos y gastos considerados en el ejercicio presupuestario del año 2007.

En primer término, se anticipa un crecimiento real del producto de 5%. Ello representaría una importante reducción en el ritmo de expansión, que se aproxima a nuestra percepción sobre la imposibilidad de mantener los ritmos de crecimiento de los últimos 12 trimestres, dada la brecha entre el producto efectivo y producto potencial de la economía venezolana. En cuanto a la inflación, se repite el parámetro del presupuesto anterior, 12%. Pensamos que también puede repetirse la discrepancia entre la inflación observada y la esperada para el año 2006 en el año 2007, con una inflación algunos puntos superior a la que estima el proyecto de presupuesto.

¹ En este aparte nos ocupamos de la coyuntura, en la sección de artículos extendemos el horizonte de nuestro análisis y abordamos la sostenibilidad de la política fiscal en Venezuela.

² En realidad, el carácter de fondo de ahorro es en buena medida de facto, ya que no se definen reglas para limitar la extracciones del fondo, y sería posible agotar los recursos del mismo bajo el argumento, por ejemplo, que el gasto se hace en capital humano.

Cuadro n°1.
Premisas Macroeconómicas Básicas

	2007
PIB corriente (MM Bs.)	352.203.000
Tasa de crecimiento del PIB Real (%)	5,0
Inflación promedio (%)	12,0
Tipo de cambio (Bs./US\$)	2150,0
Precio promedio de exportación de la cesta petrolera (US\$/bl)	29,0

Fuente: Exposición de Motivos, Proyecto Presupuesto año 2007

Cuadro n°2. Ingresos y Fuentes de Financiamiento de la República (Millones de bolívares)

Conceptos	2006 1/	2007 2/
Ingresos Corrientes	111.278.595	106.542.084
Ingresos Corrientes Ordinarios	108.110.821	106.542.084
Petroleros	60.629.887	47.986.222
ISRL	15.350.908	18.964.778
Regalía	42.446.979	26.189.444
Dividendos	2.832.000	2.832.000
No Petroleros	47.480.934	58.555.862
ISLR	11.006.780	20.455.690
IVA	26.011.324	27.990.643
Otros	10.462.830	10.109.529
Ingresos Corrientes Extraordinarios	3.167.774	0
Fuentes de Financiamiento	15.773.328	8.636.013
Disminución de Activos		
Financieros	4.784.269	297.857
Endeudamiento	10.989.059	8.338.156
Total Ingresos y Fuentes de Financiamiento	127.051.923	115.178.097

1/ Cifras provisionales enero-septiembre, estimadas octubre-diciembre

2/ Cifras estimadas Proyecto de Ley de Presupuesto

Fuente: Exposición de Motivos, Proyecto Presupuesto año 2007

Cuadro n°3. Clasificación Económica del Gasto (Millones de bolívares)

Conceptos	2006 1/	2007 2/
Total Gastos	120.938.482	115.178.097
Gastos Corrientes	83.125.091	88.285.242
Gastos de Consumo	24.868.730	28.070.421
dc/Remuneraciones	18.772.306	22.640.756
Renta de la Propiedad	7.638.463	9.492.301
dc/Intereses	7.635.845	9.489.142
Transferencias Corrientes	50.617.633	49.656.480
Otros Gastos Corrientes	265	1.066.040
Gastos de Capital	27.515.824	24.148.074
Inversión Directa	3.024.080	1.712.336
Transferencias de Capital	23.770.826	22.083.996
Inversión Financiera	720.918	351.742
Aplicaciones Financieras	10.297.567	2.744.781
Amortización	5.433.866	2.674.302
Disminución otros pasivos Financieros	4.863.701	70.479

1/ Cifras provisionales enero-septiembre, estimadas octubre-diciembre

2/ Cifras estimadas Proyecto de Ley de Presupuesto

Fuente: Exposición de Motivos, Proyecto Presupuesto año 2007

Sin lugar a dudas, la variable que más incide en el resultado presupuestario en Venezuela es el ingreso petrolero, determinado por el volumen de exportación y el precio de la cesta de crudo y productos venezolana. Para esta última variable se asume un precio promedio durante 2007 de 29 USD/b, no sólo inferior al promedio observado en lo que va del año 2006, de aproximadamente 55 USD/b, sino también inferior a nuestra estimación del precio de equilibrio de la cesta venezolana, en torno a 40 USD/b. Si bien en materia presupuestaria se favorece la prudencia, en este caso parece haber un exceso de castigo a los ingresos de origen petrolero. Más adelante, al analizar el déficit financiero que las premisas implican, se retoma este punto.

Por último, se anticipa un PIB nominal de Bs. 352,2 billones.

Ingresos y Fuentes de Financiamiento

El presupuesto del año 2007 alcanza los 115 billones de bolívares³, lo que representa un incremento de 32,4% respecto al presupuesto presentado originalmente para el año 2006 y una reducción de 9,4% respecto a la estimación de cierre para este año. A este respecto, es bueno acotar, con relación al presupuesto del año 2006, que la diferencia entre lo originalmente presupuestado y la estimación del propio gobierno respecto al cierre del año (Bs. 127 billones) alcanza a aproximadamente Bs. 40 billones, esto es, un exceso en torno al 46%. Aunque de considerarse los gastos finalmente no realizados este excedente podría reducirse a unos Bs. 35 billones (40%).

De estos Bs. 115 billones, por el lado de los ingresos y fuentes de financiamiento, Bs. 106,5 billones corresponden a ingresos ordinarios corrientes (92,5%) y Bs. 8,3 billones a endeudamiento. De los ingresos corrientes, el sector no petrolero contribuye con un 55%, participación considerable mayor a la estimada para 2006 (43,9%). Ello en parte se explica por el supuesto para el precio del petróleo, ya que implica regalías 40% inferiores a las de 2006. El otro factor que incidiría en esta recomposición de los ingresos corrientes es el aumento proyectado en la recaudación de los impuestos directos del sector no petrolero, de 85%, al pasar de Bs. 11,1 billones en 2006 a Bs 20,5 billones en 2007.

Nuestra valoración respecto a esta estimación es que probablemente los ingresos petroleros serán mayores, ya que la cancelación de regalías se realiza contra los ingresos petroleros efectivos (que estimamos mayores, puesto que esperamos un mayor precio) y, por otra parte, vemos difícil que el SENIAT⁴ repita el éxito de reducción de la evasión de impuestos directos de años previos. Pero esto último podría ser compensado con una mayor tributación indirecta, que en el proyecto se anticipa crecerá apenas 9,4% en términos nominales. En general estimamos que los ingresos podrían estar subestimados entre 2% y 3% del PIB.

Gastos presupuestados

Del presupuesto total, 76,7% se destina a gasto corriente, 21% a gastos de capital y 2,3% a aplicaciones financieras.

En el gasto corriente las remuneraciones alcanzan los Bs. 22,6 billones, un aumento de 20,6% con relación al cierre estimado para 2006 y consistente con los parámetros de inflación y crecimiento real de la economía del Proyecto de Presupuesto 2007. El gasto por concepto de pago de intereses se estima en Bs. 9,5 billones, cerca de dos billones superior a la cifra de 2006. En cambio, las transferencias corrientes se reducen un 2%, básicamente por menores transferencias al sector público (Situado Constitucional) que dependen del estimado de los ingresos ordinarios. Nuestra mayor estimación de ingresos, implicaría un mayor gasto por este concepto, en aproximadamente 0,25% del PIB.

³ Esto representa 32,7% del PIB nominal estimado para el año 2007.

⁴ Servicio Nacional Integrado de Administración Aduanera y Tributaria.

Por su parte, el gasto en capital pasa de Bs. 27,5 billones en 2006 a Bs. 24,1 billones en 2007, para una reducción de 12,4%. Parte de esta reducción se debe a la menor inversión directa, que cae en aproximadamente Bs. 1,3 billones. A este respecto, durante el año 2006 se han avanzado y concluido importantes obras de infraestructura, si bien la mayor parte de los fondos han provenido de FONDEN. Otra posible explicación para la reducción del gasto de capital se encuentra en la aparente subestimación de ingresos, que determina menores transferencias de capital por Bs. 1,7 billones. Ya que el Situado Constitucional se reparte en proporciones aproximadamente equivalentes para gastos corrientes y de capital, en este tipo de gasto también deberíamos tener un incremento si los ingresos son mayores a los estimados, aproximadamente alrededor de 0,25% del PIB.

Finalmente, con relación a los gastos presupuestados, se anticipa una reducción de Bs. 7,6 billones para las aplicaciones financieras. Por un lado la amortización de préstamos se reduciría en 50%, pasando de Bs. 5,4 billones a Bs. 2,7 billones. Por otra parte no se prevé disminución de otros pasivos financieros con la intensidad del año 2006, ya que de Bs. 4,8 billones se pasa a menos de Bs. 0,1 billón.

Resultado del presupuesto y evaluación de la política fiscal

El Proyecto de Presupuesto del año 2007, supone un superávit corriente de 5,2% del PIB, un déficit financiero de 1,7%, y un superávit primario de 1%.

Por otro lado, si corregimos las estimaciones de ingreso con las observaciones que hemos hecho previamente, y suponiendo que no se incrementa a través del mecanismo de los créditos adicionales los niveles de gasto, el resultado podría mejorar en un punto porcentual para los diferentes conceptos de equilibrio señalados

Ahora bien, obviando las consideraciones previas con relación a las dificultades que puede tener intentar establecer la intencionalidad de política detrás de un proyecto de presupuesto, cuando se usa con tanta frecuencia el expediente del crédito adicional, se podría afirmar que este sería un presupuesto "neutro" si no tuviese expansiones de gastos adicionales a lo largo de 2007, en el sentido que se ajusta el gasto al comportamiento de los ingresos y valida las tasas de inflación y crecimiento. Si la tradición de créditos adicionales continúa con la misma intensidad, se podría afirmar que el presupuesto continuará la tendencia expansiva de los últimos años.

Es posible argumentar que durante el año 2006 se esperaba acumular importantes recursos en FONDEN, sin embargo, el aumento del gasto ha estado claramente en correspondencia con el aumento de ingresos, producto de los extraordinariamente favorables términos de intercambio. Y para este año esperamos alguna moderación, en línea con el esperado deterioro en dichos términos. Tal vez el aspecto más destacable de la política fiscal de los últimos años sea el esfuerzo por incrementar los ingresos fiscales no petroleros, aun en un contexto de precios del petróleo elevados.

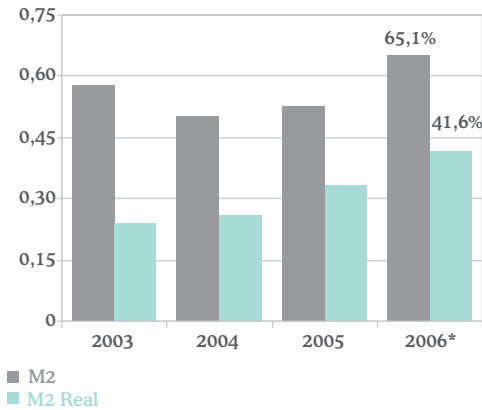
Finalmente, si se intenta una síntesis de la coyuntura fiscal, es posible afirmar que esta dimensión de la política económica no parece requerir mayores ajustes en materia tributaria, de gasto, e inclusive cambiaría. No obstante, si ampliamos la mirada y nos aproximamos a conceptos como el de déficit estructural (ajustando por fase del ciclo económico y términos de intercambio), o al de sostenibilidad de largo plazo del gasto, el diagnóstico puede cambiar. En el artículo Vulnerabilidad y Sostenibilidad Fiscal, al final de esta publicación, se intenta una mirada que trasciende la coyuntura.

Cuadro n°4.
Resultados Proyecto de Ley de
Presupuesto 2007

Conceptos	% del PIB
Ordinario	0,30
Corriente	6,60
Financiero	0,50
Primario	2,20

Fuente: Exposición de Motivos, Proyecto Presupuesto año 2007 y cálculos propios.

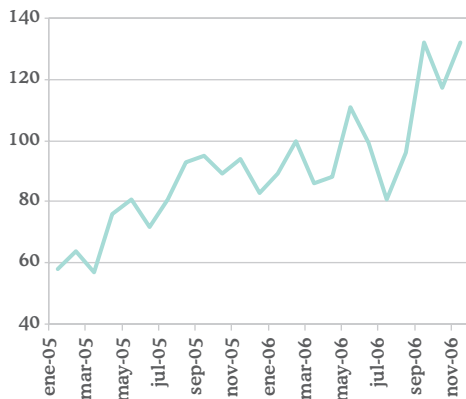
Tasas de Variación anual de la Liquidez Monetaria (Cierres del año)



Fuente: BCV y cálculos propios

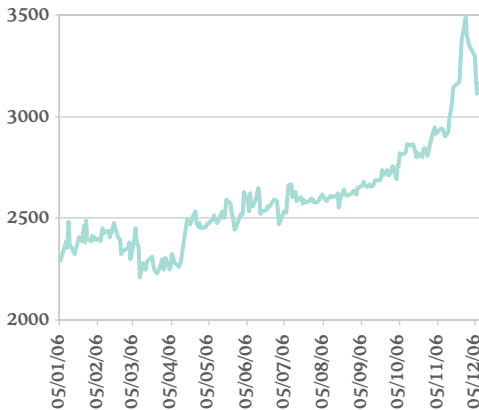
Promedio Diario de Divisas Liquidadas por el BCV

(MM de US\$, incluye ALADI)



Fuente: CADIVI

Tipo de Cambio implícito en operaciones con ADR's Cantv



Fuente: Reuters y cálculos propios

Liquidez desbordada

Los principales agregados monetarios de la economía nacional acumulan un significativo crecimiento en el transcurso del año, reflejando el impacto de la fuerte expansión del gasto público, en el contexto del régimen administrado de divisas que limita la esterilización monetaria mediante el mecanismo cambiario. Al cierre de noviembre¹, la base monetaria experimentaba una expansión nominal de 76,1% (53,3% en términos reales), mientras la liquidez monetaria se expandía 60,3%. (39,5% en términos reales). Estas cifras permiten anticipar que al cierre del año se habrá realizado el crecimiento monetario más significativo, desde 2003, año a partir del cual se implementa el régimen monetario vigente.

La política fiscal expansiva desarrollada en el año se ha reflejado en una expansión nominal de 58,1% del gasto primario del gobierno central (39,8% en términos reales), con respecto a igual periodo del año anterior², mientras que la medida indirecta del gasto cuasifiscal (básicamente, PDVSA y Bandes), a través de su impacto monetario neto, sugiere incrementos proporcionales similares, e incluso superiores a los observados en el gasto del gobierno central, de manera que la magnitud de la expansión nominal del gasto público consolidado en el año se ubica sobre el 60% (42% en términos reales). El impacto monetario de origen fiscal³ estimado por el Ministerio de Finanzas en 2006 se ubica en 55,2 billones, 17,1% del PIB y 158,1% con respecto al de 2005.

Por su parte, luego del descenso del ritmo de liquidación de divisas observado entre mayo y julio, el volumen de liquidaciones retomó su crecimiento, dando muestras de flexibilización del régimen cambiario, con lo cual, en el año, al cierre de noviembre, el BCV había liquidado 23.645,2 Millones de dólares, 32% más que en el mismo periodo del año anterior. Sin embargo, la flexibilización cambiaria no fue lo suficientemente profunda para impedir que en el sistema se acrecentaran las dificultades para mantener el crecimiento monetario en niveles compatibles con las metas de inflación fijadas inicialmente por el directorio del Banco Central, así como para satisfacer la creciente demanda de divisas que ha impulsado el tipo de cambio implícito en operaciones con ADR's Cantv, sobre los 3.000 Bs./\$.

La dinámica de la política monetaria adelantada por el Banco Central ha estado influida por la necesidad de limitar su costo, impidiendo resultados operativos adversos y el incremento monetario al generar intereses, mientras se deben absorben montos crecientes de dinero en el sistema. De esta manera, en el transcurso del año, la autoridad monetaria redujo las tasas de interés de sus instrumentos de absorción para reducir el costo marginal del drenaje por este mecanismo, e incrementó los requerimientos de encaje legal para ampliar la esterilización monetaria mediante este mecanismo⁴.

El seguimiento de la política monetaria revela que entre los meses junio y noviembre⁵ el volumen de encaje legal se ha incrementado 69,2%, completando un incremento en el año de 133,4%, mientras que, por su parte, el volumen absorbido mediante instrumentos de crédito emitidos por el BCV (ICBCV) se reducía 13,0% entre junio y noviembre, manteniendo un incremento de 39,7% en la absorción mediante estos instrumentos con respecto al cierre del año 2005.

¹ Cifras semanales al 24 de noviembre de 2006.

² Acumulado al 24 de Noviembre, con respecto al acumulado a noviembre en 2005.

³ Expansión primaria de la oferta monetaria por efecto de la gestión fiscal estimada en el proyecto de presupuesto fiscal 2007.

⁴ Los descensos de tasas incrementos del encaje en el año fueron comentados ampliamente en el recuadro "Incidencias del Encaje Legal". Situación Venezuela Año 2. N°3. BBVA. Banco Provincial.

⁵ Cifras al 24/11/06

El saldo monetario absorbido mediante ICBCV y el encaje legal de manera conjunta mostraba un incremento de 8,8% en los meses transcurridos del segundo semestre del año, mientras que durante los 11 meses transcurridos del 2006, ha experimentado un crecimiento de 67,4%. Al 24 de noviembre el monto drenado por el BCV mediante OMA⁶ era de Bs.33,6 Billones y el monto drenado mediante el encaje legal Bs. 23,6 Billones, completando Bs. 57,2 Billones de manera conjunta. No obstante, a pesar del incremento absoluto de la esterilización monetaria realizada por el Banco Central, durante el segundo semestre del año, el total drenado por el ente emisor ha visto descender su importancia relativa en términos de los principales agregados monetarios, colocándose a noviembre en 140,6% de la base monetaria y 51,1% de M2.

Entre tanto, la evolución de los resultados operativos del BCV, mostrados en sus estados financieros de publicación mensual, han sido positivos desde agosto, apoyados por la reducción mensual de los intereses generados por los instrumentos de absorción, así como por el incremento de los activos netos en posesión de la autoridad monetaria.

En octubre, el monto de intereses asociados a la política de absorción monetaria del BCV se ubicó en Bs.275,5 Millardos, 22,9% menos que el monto de agosto (Bs. 357,5 Millardos), cuando se alcanzó el máximo observado en el año. Por su parte, las reservas operativas del BCV se ubicaban al cierre del mismo mes en 33.922 Millones de dólares, mostrando un incremento de 14,5% en el año. El incremento de las reservas internacionales en poder del Banco Central ha continuado, alcanzando estas, al cierre de noviembre, un monto de 35.215 Millones de dólares con lo cual se han expandido 18,8% en el año.

Tasas de interés estables.

Como consecuencia inmediata del incremento de los niveles de liquidez en el marco de la limitada movilidad de capitales impuesta por el régimen cambiario vigente, las tasas de interés nominales tienden a descender, dado el impulso que deriva, tanto del crecimiento de los volúmenes monetarios excedentarios a ser captados por los intermediarios financieros, como del incremento de los fondos prestables en el sistema.

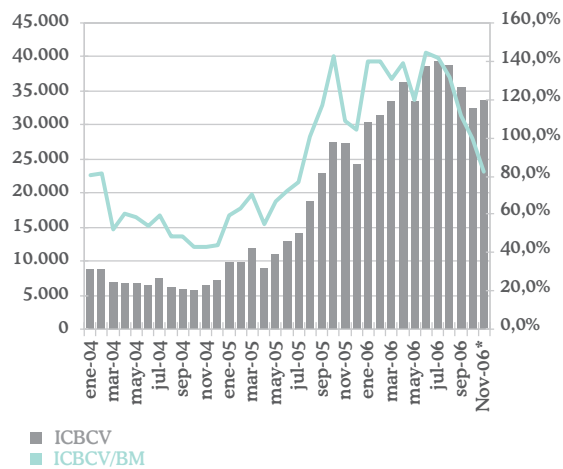
Sin embargo, la existencia de límites mínimos para las tasas de interés pasivas en el sistema financiero y la confluencia de factores estructurales que condicionan el spread entre las tasas activas y pasivas - entre los cuales se incluye el nivel de encaje legal-, han hecho converger los niveles de tasas hacia valores estables, ubicándose en noviembre las tasa activa promedio mensual de los seis principales bancos en 15,20%, mientras que las pasivas se colocaban en 10,06% para depósitos a plazos mayores a 90 días y 6,59% para depósitos de ahorro. La variabilidad de las tasas de interés⁷ sugiere niveles muy estables de las tasas pasivas, y tasas activas ligeramente más volátiles, pero relativamente estables.

La confluencia del descenso de las tasas de interés nominales y el repunte inflacionario observado en el transcurso del año, han conducido al mantenimiento de tasas de interés reales negativas de manera persistente en el 2006, estimulando el consumo y desestimulando el ahorro.

⁶ OMA, Operaciones de Mercado Abierto.

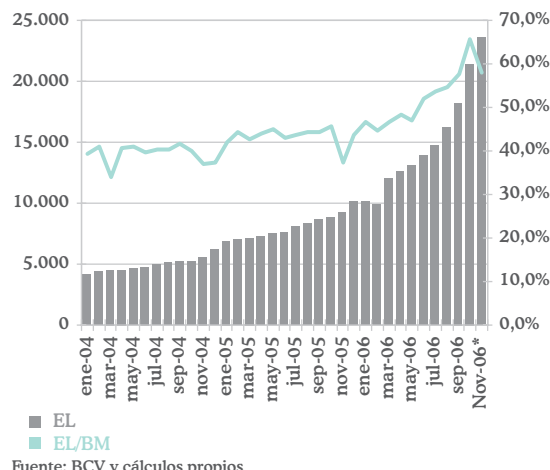
⁷ En el semestre finalizado en noviembre la desviación típica de muestras móviles semestrales se ubicó en 0,06% para la tasa de depósitos a 90 días y en 0,47% para la tasa activa media.

Absorción Monetaria Mediante Instrumentos de Crédito del BCV (Millardos de Bs. y Proporción de la BM)



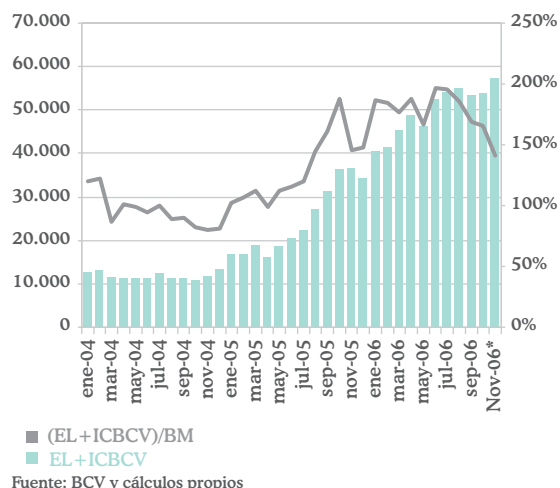
Fuente: BCV y cálculos propios

Absorción Monetaria Mediante Encaje Legal (Millardos de Bs. y Proporción de la BM)



Fuente: BCV y cálculos propios

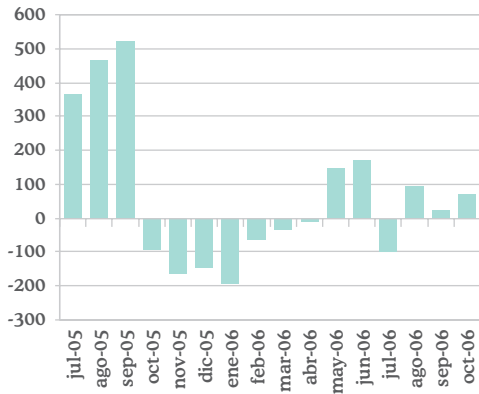
Absorción Monetaria del BCV mediante Encaje Legal e Instrumentos de Crédito (Millardos de Bs. y Proporción de la Base Monetaria)



Fuente: BCV y cálculos propios

Resultado Mensual en Operaciones del BCV.

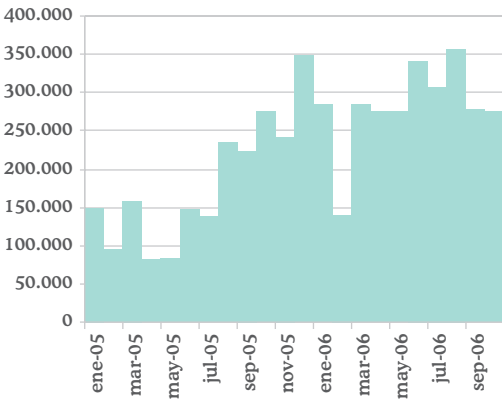
(Millones de Bs.)



Fuente: BCV y cálculos propios

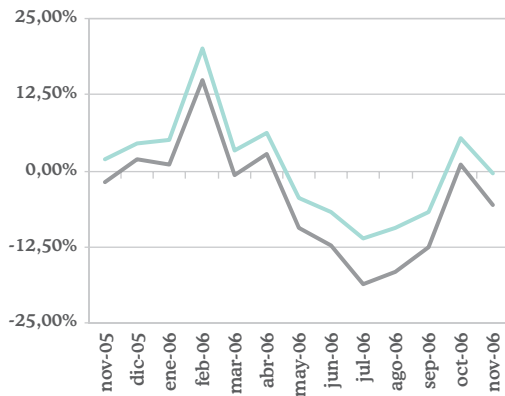
Intereses Generados por ICBCV

(Millones de Bs.)



Fuente: BCV

Tasas de interés reales



■ Tasa activa real
■ Tasa pasiva real (90d)

Fuente: BCV y cálculos propios

Perspectivas.

A partir de la consideración de nuestro escenario petrolero y fiscal base para 2007 y descontando una mayor flexibilidad cambiaria el próximo año, prevemos una expansión monetaria más moderada que la mostrada en el 2006, estimando, para el 2007, crecimientos nominales anuales de la base y la liquidez monetaria en torno a 42,6% y 35,7% respectivamente.

Las perspectivas de mantenimiento del esquema actual de política monetaria se presenta como sostenible, incluso con la cesión de “reservas excedentarias” que deberá entregar el Banco Central al FONDEN a comienzos del próximo año y que reducirá, aproximadamente en 20%, el volumen de reservas operativas en poder del ente emisor al cierre del año.

La dinámica de la política seguida enfatiza el rol de los mecanismos alternativos a la intervención del BCV para el control de la expansión monetaria, exigiendo, como condiciones resaltantes, la realización de esfuerzos para profundizar la coordinación fiscal-monetaria y una mayor flexibilidad cambiaria. Adicionalmente, el desenvolvimiento monetario previsto continuará siendo favorable para la colocación de deuda en el mercado interno (particularmente aquella emitida en divisas o en títulos como los TICC⁸). En este sentido, si bien el ente emisor acentúa el control del costo de su política, admite niveles de crecimiento de la liquidez del sistema, que incrementan las presiones inflacionarias, derivadas del impulso de demanda asociado a la posesión de medios de pago que crecen a mayor velocidad que la oferta de bienes y servicios.

Finalmente, el escenario previsto para la evolución de los determinantes del nivel de tasas de interés permite anticipar el mantenimiento de niveles estables de tasas nominales, alrededor de sus valores presentes, con propensión a la persistencia de tasas de interés reales negativas o muy cercanas a cero.

⁸ TICC, Títulos de Interés y Capital Cubiertos. Estos títulos presentan cobertura al tenedor ante el riesgo cambiario

El Repunte inflacionario del 2006

Al mes de noviembre, la economía venezolana ha acumulado, a nivel del consumidor, una inflación de 14,9%, mientras que en los últimos doce meses la variación acumulada se sitúa en 15,8%. De esta manera, el comportamiento del nivel general de precios ha excedido las expectativas oficiales planteadas inicialmente para el año (inflación promedio de 12% y acumulada al cierre del año de 10%) y seguramente superará la meta revisada que establecía en 15% al nivel máximo esperado al cierre del año.

De cumplirse nuestra expectativa de variación de precios en diciembre, el acumulado del año se habrá situado en 16,6%, 2,2 puntos porcentuales (pp) por encima de la realizada el año anterior, con lo cual se revierte el progresivo descenso inflacionario observado entre el 2002 y el 2005. En el 2006, los signos de repunte inflacionario se hicieron evidentes a partir de mayo, cuando por primera vez en el año, la variación mensual de precios superó el 1%, al ubicarse en 1,6%.

Encarecimiento de los alimentos, determinante.

Al observar la evolución de los precios durante el 2006, discriminada por grupos y ponderada por el peso promedio mensual atribuido a cada segmento dentro de la canasta de consumo, de acuerdo a las mediciones hechas mes a mes por el Banco Central, se evidencia que la incidencia del grupo "Alimentos y Bebidas no Alcohólicas" en la variación del índice general fue de 6,10pp, explicando 40,8% de la variación total de precios experimentada en el año; siguiéndole, en orden de importancia, las incidencias de los grupos "Transporte" (1,86 pp), "Restaurantes y Hoteles" (1,70pp), "Equipamiento del Hogar" (0,97pp) y "Servicio de Educación" (0,94pp). De manera conjunta, la evolución de los precios de estos cinco rubros explicó el 77,4% de la inflación acumulada hasta el mes de noviembre.

Asimismo, la mayor importancia relativa de los alimentos y bebidas no alcohólicas en la canasta de consumo en los estratos de menores ingresos con respecto a los de mayores ingresos ha sido determinante de los niveles inflacionarios más elevados experimentados por los primeros con respecto a los segundos. La inflación acumulada en el Estrato I (menores ingresos) se ubicó, en noviembre, en 16,9% (18,3% en los últimos doce meses), mientras que en el estrato IV (mayores ingresos) fue de 14,1% (14,8% en los últimos doce meses), sin embargo, debe hacerse notar que la brecha inflacionaria entre los estratos de ingreso poseyó hasta junio un comportamiento distinto, observándose, la primera parte del año, una variación acumulada de precios inferior a la observada en los estratos de mayores ingresos.

Persisten las presiones inflacionarias.

El comportamiento de la inflación subyacente de la economía, medida a través del Núcleo Inflacionario -indicador que excluye a los rubros sujetos a controles de precios y comportamientos estacionales-, sugiere que las presiones inflacionarias presentes en la economía han mantenido los últimos meses, de manera persistente el ritmo que impulsó el repunte inflacionario del año.

Por su parte, la evolución de los precios al mayor acumula en el año una expansión de 14,1%, impulsada por el crecimiento de los precios de los bienes de origen nacional, cuyo crecimiento hasta noviembre (16,2%) fue ostensiblemente más elevado que el mostrado por los bienes importados (7,6%). El análisis estadístico de la incidencia dinámica de la evolución de los precios al mayor sobre los precios a nivel del consumidos final es estadísticamente significativa y sugiere que, a largo plazo, la variación del IPM explica aproximadamente 18,3% de la

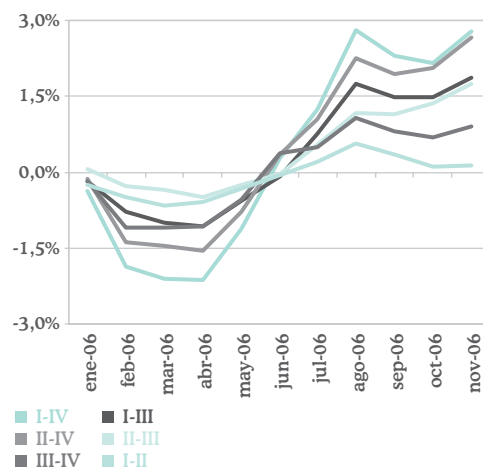
Samir El Jesser
jesser_samir@provincial.com

Incidencia Inflacionaria Estimada por Grupos a noviembre de 2006

	Variación Acum. 2006	Incidencia Abs. (pb)	Rel.(%)
Alim. y bebidas no alcohólicas	22,0%	610	40,8%
Transporte	13,1%	186	12,4%
Restaurantes y hoteles	22,2%	170	11,4%
Equipamiento del hogar	17,1%	97	6,5%
Servicio de educación	16,4%	94	6,3%
Salud	12,4%	67	4,5%
Alquiler de vivienda	6,2%	66	4,4%
Bienes y serv. diversos	11,6%	60	4,0%
Esparcimiento y cultura	10,0%	40	2,6%
Comunicaciones	7,3%	33	2,2%
Vestido y calzado	7,7%	30	2,0%
Bebidas alcohólicas y tabacos	17,5%	27	1,8%
Serv. de la vivienda (excl. tlf.)	2,7%	11	0,7%

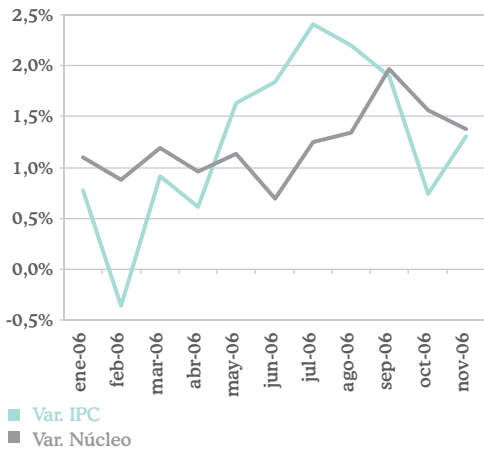
Fuente: BCV y cálculos propios

Brecha inflacionaria entre estratos de ingresos durante el 2006



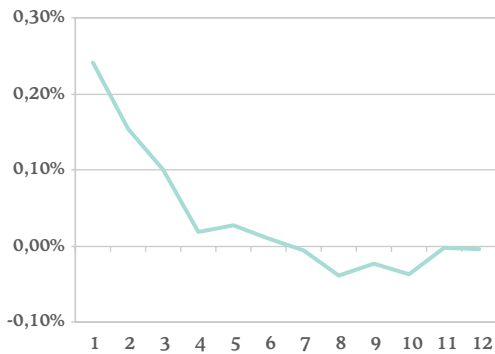
Fuente: BCV y cálculos propios

Variaciones Mensuales del IPC y el Núcleo Inflacionario Durante 2006



Fuente: BCV y cálculos propios

Variación mensual del IPC inducida por la variación mensual de 1,5% en IPM (1 D.S)



Fuente: Cálculos propios

variación del IPC, extendiendo su impacto en un horizonte de siete meses, como se desprende de la función impulso respuesta graficada, obtenida a partir de un sencillo modelo BVAR¹. De allí que el impulso sostenido los últimos meses en los precios a nivel de mayoristas, sustentará parte del impulso inflacionario de los próximos meses.

En el actual esquema de funcionamiento de la economía venezolana, los controles de precios, el anclaje cambiario y el incremento de las importaciones se presentan como los principales elementos de contención del crecimiento de los precios que, sin embargo, reflejan en el año, el impacto, tanto de las presiones de demanda derivadas del importante crecimiento de la Demanda Agregada Interna y la liquidez del sistema, como del impulso de costos asociado a los ajustes salariales realizados durante el 2006.

De acuerdo al desenvolvimiento del Índice General de Remuneraciones (IGR) emitido por el BCV, las remuneraciones al factor trabajo se incrementaron 17,0% durante los primeros nueve meses del año (20,7% en un año), por lo que aplicando la variación intertrimestral promedio observada desde el cuarto trimestre de 2002, la variación del índice se colocaría en el orden de 21,8% en el año, la más elevada de los cuatro últimos años². De allí que el *pass trough* de los costos salariales hacia los precios finales haya jugando un importante rol en la explicación de la inflación del año.

La permanencia de fuertes incentivos al consumo, derivados de la continuidad de tasas de interés reales negativas y de la accesibilidad al crédito a bajo costo, así como el mantenimiento de la expansión fiscal el año venidero, continuarán creando presiones de demanda sobre los precios, particularmente, si se modera sustancialmente el ritmo de crecimiento de la actividad económica y no se materializa una importante expansión de las importaciones, con lo que se dificultaría que el incremento de la oferta global de bienes y servicios se adecúe al ritmo de la demanda. Si adicionalmente consideramos que las remuneraciones al menos indexan con rezagos la inflación ahora observada, es posible prever que se mantendrán importantes presiones inflacionarias el próximo año.

¹ Los resultados expuestos derivan del análisis de la función impulso respuesta y descomposición de varianza utilizando un Var Bayesiano (BVAR), usando como variables las primeras diferencias del logaritmo del IPM y el IPC y las previas de Litterman.

² Las variaciones anuales del IGR (IV trim. del año respecto al IV trim. del año previo), fueron de 12,5% en 2003, 21,3% en 2004 y 17,8% en 2005.

3. Artículos

¿Que hay detrás de los niveles actuales de inflación?

La evolución reciente del Índice de Precios al Consumidor (IPC) ha llamado la atención de los analistas, bien por la poca variación que experimentó en los primeros meses del año como por el repunte inflacionario que desde mayo muestra la economía. Algunos atribuyen el fenómeno a factores estacionales en la producción de bienes, mientras otros sugieren un agotamiento de la fase de crecimiento experimentada los últimos 12 trimestres por la economía, lo cual se traduce en un exceso de demanda que presiona al alza de los precios.

En el presente artículo se intenta descifrar lo que realmente está ocurriendo con el nivel de precios en la actual coyuntura, a través de la estimación del comportamiento de la inflación subyacente.

En primer lugar, hay que tener en cuenta que el índice de precios per sé, presenta problemas de medición, bien por omisión de algunos bienes que efectivamente se transan en la economía, por la distorsión que suponen los controles de precios en algunos rubros, o por los factores estacionales que se presentan en la producción de algunos bienes. En vista de estas dificultades de medición, surge el concepto de inflación subyacente ó núcleo inflacionario, el cual se refiere a los cambios permanentes en el nivel de precios (inflación de largo plazo).

A pesar del gran esfuerzo a nivel académico, aún no existe un consenso en la estimación de este indicador. La aproximación estándar consiste en aislar aquellos rubros del IPC que presentan alta volatilidad en sus precios, colocando, a priori, ceros (0) en los pesos de dichos rubros, el resultado de este proceso por lo general excluye los rubros de alimentos y energía por la volatilidad intrínseca de los mismos. Otra forma de realizar el cálculo de este indicador fue propuesta por, Danny Quah y Shaun P. Vahey, quienes definen la inflación subyacente como “el componente de la inflación que no tiene efectos a (mediano) largo plazo en el producto real - una noción consistente con la interpretación de la curva vertical de Philips a largo plazo de los co-movimientos entre la inflación y el producto (1)”, en otras palabras, shocks permanentes en la oferta genera un impacto en los precios solo en el corto plazo, y en el largo plazo el shock solo implica un desplazamiento en la curva de producción, ya que, el “trade off” entre precios y producción desaparece.

En este artículo se aplica la metodología propuesta por Quah y Vahey, con el fin de contrastarla con la estimación realizada por el Banco Central de Venezuela (BCV), que básicamente adopta la primera metodología ó aproximación estándar, excluyendo el grupo de alimentos no elaborados y bienes y servicios administrados. Para la estimación del núcleo se usa la metodología de Vectores Autorregresivos (VAR) con restricciones dinámicas de largo plazo propuesta por Blanchard y Quah.

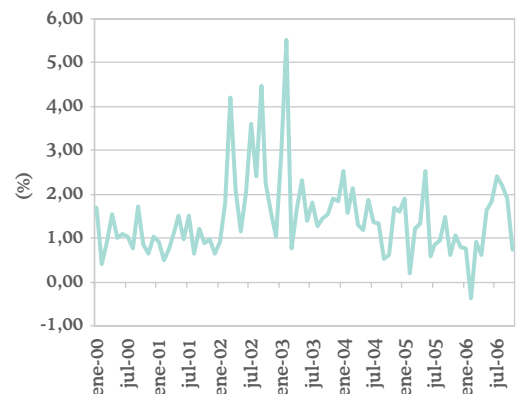
Resultados

En principio, al observar las funciones de impulso-respuesta, se verifica que se cumple el supuesto establecido sobre la persistencia de los shocks sobre el PIB: Los shocks asociados al núcleo inflacionario tienen efecto solo en el corto plazo mientras que los shocks no asociados al núcleo tienen efecto permanente. Por otra parte, ambos shocks tienen efectos transitorios sobre la inflación.

En general, en pocos eventos coincide la inflación efectiva con la inflación calculada a partir de nuestra estimación del núcleo, en eventos de contracción económica la inflación efectiva se ubica por encima de la inflación núcleo calculada, mientras que, en el ciclo expansivo la inflación efectiva se ubica por debajo de la inflación núcleo calculada, esto revela que en el período de estudio, los movimientos en el PIB han esta-

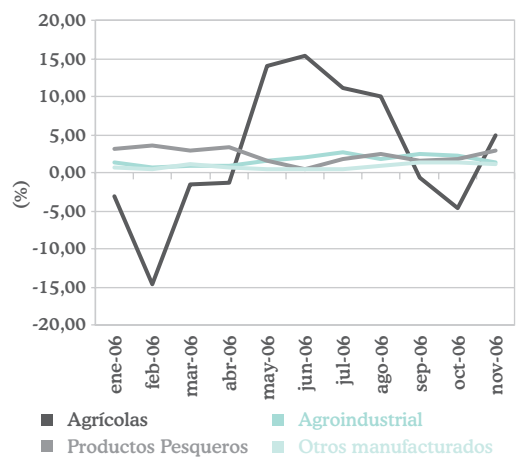
Erikson Castro
erikson_castro@provincial.com

Tasa de Inflación Mensual Efectiva



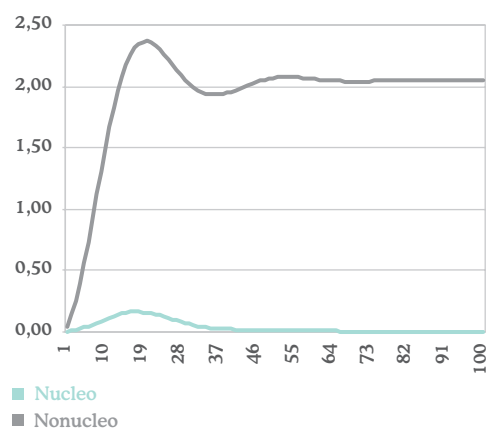
Fuente: BCV

Inflación Mensual por Sector de Origen



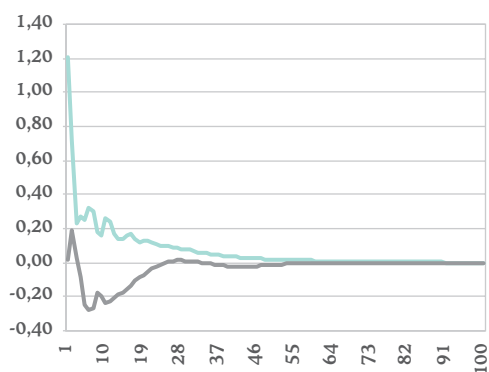
Fuente: BCV

Función de Impulso Respuesta del PIB



Fuente: Cálculos Propios

Función de Impulso Respuesta del IPC



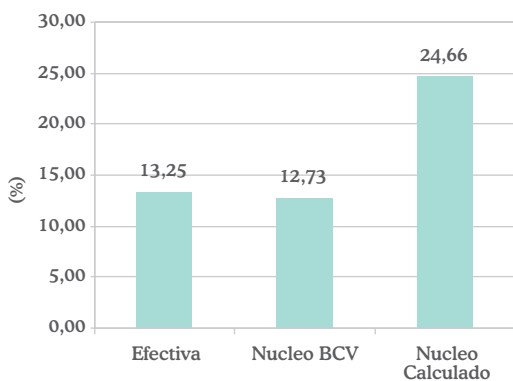
■ Nucleo
■ Nonucleo
Fuente: Cálculos Propios

Tasa de Inflación Mensual



■ Efectiva
■ Nucleo BCV
■ Nucleo Calculado
Fuente: BCV y Cálculos propios

Inflación Acumulada entre Enero y Octubre 2006



Fuente: BCV y Cálculos propios

do asociados a cambios tanto permanentes como transitorios. Por otra parte, las expansiones de demanda generan una aceleración inflacionaria tanto en la inflación efectiva como en la inflación calculada, pero los shocks en los términos de intercambio tienen efectos solo en la inflación efectiva.

De acuerdo a los resultados obtenidos, el indicador del núcleo presentado por el BCV cumple la función para la que fue concebido (eliminar la volatilidad y cambios estacionales que presenta el índice de precios al consumidor), sin embargo, el impacto inflacionario de la expansión de demanda no parece estar presente. Por otra parte, el indicador del núcleo calculado es afectado en gran medida por los shocks de demanda y aunque también aísla el efecto estacional podría subestimarlo.

En el año se han presentado 3 eventos estacionales claros que permiten contrastar el desempeño de los indicadores;

- Enero 2006 – Abril 2006: En este período, tanto la inflación núcleo del BCV como la inflación núcleo calculada se ubican por encima de la inflación efectiva, dejando claro, el efecto estacional que generaron los bienes agrícolas dentro del IPC. El mes donde se mostró más fuerte este efecto estacional fue en febrero donde la inflación efectiva presentó una variación negativa de 0,36%, y sin embargo, ambos indicadores del núcleo coincidieron con una variación positiva de 0,88%
- Mayo 2006 – Agosto 2006: Nuevamente el precio de los bienes agrícolas experimenta un shock estacional, pero esta vez hay escasez en el mercado de ese bien, esto hace que se genere una aceleración en el nivel de precios general con lo cual la inflación efectiva se ubica por encima del indicador del núcleo del BCV, mientras que, el indicador del núcleo calculado de forma contraria se muestra por encima de la inflación efectiva, sin embargo, cabe destacar que, el indicador calculado no sufre una aceleración en este período. El comportamiento de este último indicador implica 2 cosas, en primer lugar, que el boom de importaciones producto de la mejora en los términos de intercambio, esta atenuando la presión inflacionaria generada por el impulso de demanda agregada, y en segundo lugar, que el movimiento exhibido por el núcleo calculado no está determinado por el cambio estacional.
- Octubre 2006: En este mes la inflación mostró una desaceleración respecto a lo exhibido los meses previos ubicándose en 0,7%, lo que representa una disminución de 1,1 puntos porcentuales (pp) respecto a septiembre. Si bien ambos indicadores muestran una desaceleración respecto al mes previo, éstos se ubican por encima de la inflación efectiva mostrada.

Este análisis sugiere que, ambos indicadores extraen el componente estacional aunque el indicador calculado podría subestimarlo, pero por otra parte, el indicador de núcleo del BCV no está reflejando la presión en los precios que supone la expansión de demanda en la que actualmente se encuentra la economía, lo cual implicaría que, probablemente se está subestimando la inflación subyacente, mientras que, el indicador calculado podría estar sobreestimando el impulso inflacionario que supone la expansión de demanda, ya que, éste se muestra bastante sensible a los shocks de este tipo.

De acuerdo a las cifras publicadas por el Banco Central de Venezuela, la inflación efectiva y la inflación subyacente acumulada en el año, presentan una diferencia de solo 0,5 pp, ubicándose en 13,2% y 12,7% respectivamente. La inflación acumulada estimada a partir del núcleo calculado, se ubica en 24,7%, lo que representa una diferencia de 11,4 pp respecto a la inflación efectiva y 11,9 pp respecto al núcleo del BCV. Claramente el indicador calculado está sobreestimando la inflación subyacente, pero, por otra parte el indicador del BCV pareciera subestimarla.

Apéndice Técnico

La metodología propuesta por Quah y Vahey, basa sus cálculos en la estimación de un Vector Autorregresivo (VAR) con restricciones dinámicas de largo plazo propuesta por Blanchard y Quah¹.

Los datos se encuentran en frecuencia mensual desde enero de 1974 hasta octubre de 2006, la tasa de inflación (Π) fue calculada a partir del IPC mensual publicado por el banco central, el producto interno bruto (Y) se calculó a través de la data anual aplicando métodos de interpolación. Todas las series fueron expresadas en términos logarítmicos, luego, siguiendo con la metodología y cumpliendo con el supuesto de estacionariedad, se calcularon las primeras diferencias de las series, aún cuando ambas series son integradas de orden 1 (I(1)), se comprobó por medio de la metodología de Johansen que éstas no cointegran.

De acuerdo con el teorema de representación de Wold, podemos escribir nuestros procesos estacionarios como un proceso de rezagos distribuidos de perturbaciones ortogonales, para lo cual en nuestro caso se asumen dos tipos de perturbaciones de la inflación sobre el producto. El primer tipo, no tiene efectos en el (mediano) largo plazo sobre la producción real, lo cual podría ser interpretado como shocks de demanda y el segundo tipo que tiene efectos a mediano y largo plazo, que puede ser interpretado como shocks de oferta.

Entonces nuestros procesos se pueden escribir de la siguiente manera:

$$\begin{bmatrix} \Delta Y \\ \Delta \Pi \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} d_{11}(0) & d_{12}(0) \\ d_{21}(0) & d_{22}(0) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \phi_1(t) \\ \phi_2(t) \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} d_{11}(1) & d_{12}(1) \\ d_{21}(1) & d_{22}(1) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \phi_1(t-1) \\ \phi_2(t-1) \end{bmatrix} + \dots$$

$$X(t) = D(0)\phi(t) + D(1)\phi(t-1) + \dots \quad (1)$$

$$= \sum_{j=1}^{\infty} D(j)\phi(t-j)$$

Donde, ΔY y $\Delta \Pi$ corresponden a las primeras diferencias del producto y la inflación ϕ_1 y ϕ_2 son dos tipos de perturbaciones ortogonales (no existe correlación entre ellos en adelantos ni en rezagos). Las Matriz $D(j)$ corresponde a los coeficientes que acompañan a las perturbaciones ortogonales.

¹ Blanchard Olivier and Danny Quah (1989) «The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Aggregate Supply Disturbances,» American Economic Review, 79, 655-673

La condición de neutralidad sobre el producto a largo plazo implica que $\sum_{j=0}^{\infty} d_{11}(j) = 0$, note que, con esta condición no se está restringiendo el horizonte en el cual se hace cero dicha sumatoria, permitiendo de esta manera que sean los datos los que revelen que tan rápido ó que tan lento se ajusta la economía a las perturbaciones de este tipo. Esto implica que el efecto de la perturbación del primer tipo sobre la variación del producto se hace cero en un horizonte, digamos "N".

Habiendo definido la inflación núcleo como el componente de la inflación que no tiene efectos en el (mediano) largo plazo sobre el producto, nuestro objetivo será obtener el proceso $\sum_j d_{11}(j)\phi_1(t-j)$.

Este proceso puede ser recobrado, utilizando la representación de medias móviles del VAR, la cual tiene la siguiente forma:

$$\begin{aligned} X(t) &= e(t) + C(1)e(t-1) + \dots \\ &= \sum_{j=0}^{\infty} C(j)e(t-j) \end{aligned} \quad (2)$$

De la ecuación 1 y 2 se desprende que:

$$e(t) = D(0)\phi(t) \quad (3)$$

$$\phi(t) = D(0)^{-1}e(t)$$

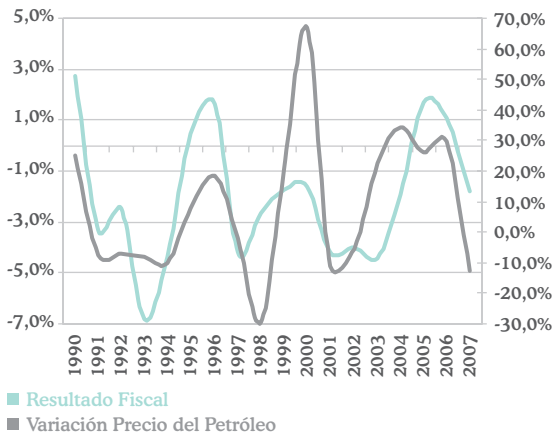
Rescribiendo la ecuación 2, tenemos que;

$$X(t) = \sum_{j=0}^{\infty} C(j)D(0)D(0)^{-1}e(t-j) \quad (4)$$

$$D(j) = C(j)D(0)$$

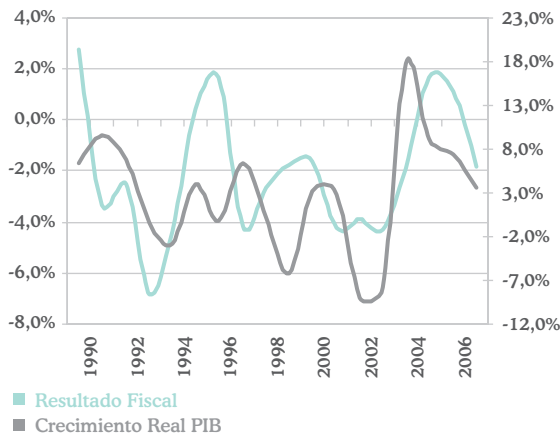
(1) Danny Quah y Shaun P. Vahey "Measuring Core Inflation" The Economic Journal, 105 (septiembre) © Royal Economic Society 1995

Gráfico 1.
Resultado Fiscal y Variación del precio del petróleo



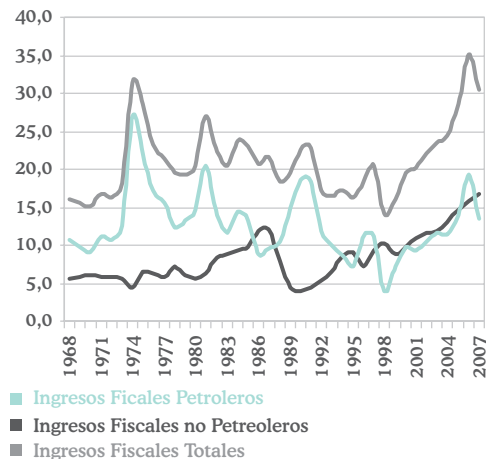
Fuente: Onapre, BCV y cálculos propios para 2006 y 2007.

Gráfico 2.
Resultado Fiscal y ciclo del PIB



Fuente: Onapre, Ministerio de Energía y Petróleo y cálculos propios para 2006 y 2007.

Gráfico 3.
Ingresos Fiscales (% del PIB)



Fuente: Onapre y cálculos propios para 2006 y 2007.

Vulnerabilidad y Sostenibilidad Fiscal

Vulnerabilidad Fiscal

Al estudiar los principales riesgos macroeconómicos relacionados con la política fiscal, dos aspectos que tienen especial relevancia en Venezuela son los relativos al carácter petrolero de la economía: la elevada correlación entre el resultado fiscal y los ingresos por exportaciones petroleras (cuya dinámica está determinada principalmente por las variaciones de los precios de la cesta de exportación venezolana), y el peso que tienen los ingresos fiscales de origen petrolero en los ingresos fiscales totales.

La primera de estas características se comprueba en el Gráfico 1, donde se observa que los superávits (o reducción de déficit) tienden a ocurrir simultáneamente con aumentos en la tasa de crecimiento de los precios del petróleo.

Si bien este sesgo pro-cíclico del resultado fiscal se da también con relación al comportamiento del producto, esto es, tendemos a observar déficit cuando la economía está en la fase recesiva del ciclo económico y superávits en la fase expansiva. Esto se aprecia en el Gráfico 2. En realidad existe una elevada correlación entre ingresos petroleros, gasto fiscal y crecimiento del producto, de manera que cuando los precios del petróleo aumentan hay una tendencia a gastar más, y la expansión de la demanda agregada incide positivamente en el crecimiento del producto.¹ Lo anterior lleva a plantearse la conveniencia de medir el déficit ajustando por fase del ciclo y términos de intercambio, vale decir, lo que usualmente se denomina déficit estructural. Esto lo hicimos en el Situación Venezuela del tercer trimestre de 2005. En lugar de actualizar ese ejercicio, en este número evaluamos el riesgo fiscal asociado a un escenario de deterioro de los términos de intercambio y desaceleración en el crecimiento para los años 2007 y 2008.

Pero volviendo a la vulnerabilidad que supone la dependencia de los ingresos fiscales de origen petrolero, un aspecto que debe destacarse como positivo de la política fiscal de los últimos años es el aumento de la recaudación fiscal con origen en el sector no petrolero. Esto se aprecia en el Gráfico 3, donde en contraste con otros periodos de términos de intercambio fuertemente favorables, como a mediados de la década del setenta o a comienzos de los noventa, el aumento de los ingresos fiscales petroleros (como proporción del PIB) a partir del año 2001 ha sido acompañado por incrementos en los ingresos fiscales provenientes del sector no petrolero de la economía, permitiendo la suma de ambos financiar gastos también crecientes, ver Gráfico 4.

En este sentido, un aspecto a destacar es el tamaño creciente del sector público venezolano, medido en términos de ingresos y gastos fiscales como proporción del PIB, para los últimos años. De forma acelerada se ha superado los 30 puntos porcentuales, cuando en las últimas dos décadas los mismos promediaban algo más del 20%. A esto habría que agregar el gasto social y en infraestructura que se realiza a través de varios fondos, especialmente FONDEN.² Pero, más que abordar la discusión no resuelta sobre el tamaño óptimo del gobierno, interesa advertir acerca de los riesgos asociados a un crecimiento cimentado en términos de intercambio y fase del ciclo ampliamente positivos, particularmente teniendo en cuenta la volatilidad de los primeros y el efecto trinquete mencionado en la nota 1.

¹ Un factor desestabilizador adicional proviene de un ajuste asimétrico (mayor en la fase expansiva y menor en la recesiva) conocido como efecto trinquete.

² De acuerdo a declaraciones de funcionarios públicos este gasto tendría una magnitud significativa, aunque no adelantamos una cifra ya que no se dispone de estadísticas oficiales sobre su real dimensión.

Otro aspecto relevante relativo a la vulnerabilidad de las cuentas fiscales de un país es el comportamiento de su deuda. En este sentido, al observar la evolución del tamaño de la deuda con relación al PIB (Gráfico 5), se constatan dos tendencias favorables: su declinación y la mejora en su composición entre doméstica y externa. A este resultado han contribuido tanto la reducción del numerador de la razón, por recompra de deuda, como la prolongada expansión económica.

Sostenibilidad Fiscal

Precisamente, en los enfoques de sostenibilidad fiscal más populares se busca determinar las condiciones que permiten estabilizar la razón deuda a PIB. Dentro de estas aproximaciones, ya tradicionales, una muy utilizada básicamente por la simpleza de los cálculos e interpretación de los resultados, es el indicador de sostenibilidad de Blanchard.³

Este indicador se define
$$I_t^b \equiv \frac{r - n}{1 + n} b_{t-1} + d_t^\theta$$

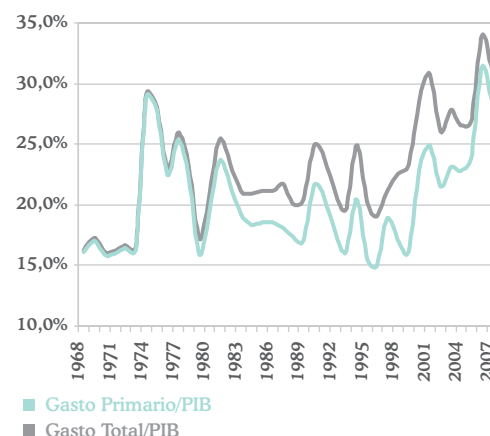
Donde r es la tasa de interés real, n la tasa de crecimiento de la población, b el acervo de deuda en términos del PIB y d^θ es la aproximación de Blanchard al déficit permanente, como un promedio ponderado de déficit primarios en diferentes horizontes (nosotros usaremos tres años).

La idea del indicador de Blanchard es muy sencilla: si el servicio de la deuda, dado por el primer componente a la derecha de la ecuación, es inferior al superávit "permanente", dado por el segundo componente a la derecha, la situación fiscal es sostenible a largo plazo. Si definimos como superávit un valor negativo para d^θ , un valor positivo del indicador de Blanchard nos dirá el ajuste necesario para alcanzar la sostenibilidad. En el Gráfico 6, se presentan nuestras estimaciones para el déficit operacional y el indicador de Blanchard.⁴ Como puede observarse, en general las cuentas fiscales venezolanas, de acuerdo a este indicador, han sido sostenibles. Es de hacer notar que para los últimos años (2006 y 2007), se supone que el déficit primario se estabiliza en 2% para un horizonte de 3 años. Es claro que el resultado de este indicador (en el extremo superior de la muestra) depende del supuesto que se haga de déficit primario para el futuro.

Ahora bien, en los enfoques más modernos sobre sostenibilidad⁵, en lugar de asumir un cierto comportamiento para las principales variables que determinan el resultado fiscal, básicamente los términos de intercambio, la tasa de interés real y el tipo de cambio real, se incorpora la volatilidad o incertidumbre en la evolución de dichas variables, que es por cierto muy elevada para los países en desarrollo. A esta elevada volatilidad se le agrega una fuerte persistencia ante *shocks*, lo que introduce nuevas fuentes de vulnerabilidad. Es el caso de la fuerte y prolongada reducción en los flujos de capital a la región (*sudden stops*) de fines de los noventa, que puso a prueba la fortaleza de varias economías y hundió en la crisis a otras.

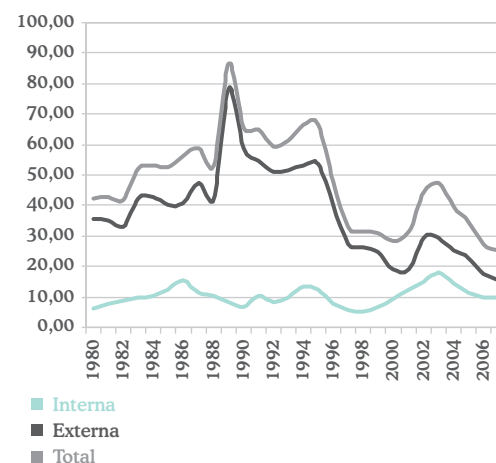
Un riesgo asociado a estas detenciones súbitas en los flujos de capital, es el descalce de divisas (*currency mismatches*), característico de economías con prolongados periodos de inestabilidad e incertidumbre que ha incentivado la dolarización. En estos países, el riesgo de devaluación y mora de los agentes con obligaciones denominadas en moneda extranjera, y el aumento de los pasivos contingentes que puede

Gráfico 4.
Gasto Fiscal total y primario como % del PIB



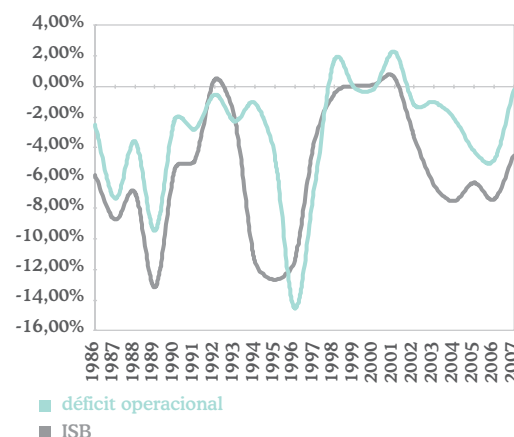
Fuente: Onapre y cálculos propios para 2006 y 2007.

Gráfico 5.
Stock de deuda como % del PIB



Fuente: Ministerio de Finanzas

Gráfico 6.
Indicador de Blanchard



Fuente: cálculos propios,

³ En el Situación Venezuela del primer trimestre de 2005 se discute los resultados para el indicador de Chalk de sostenibilidad, desarrollado para países dependientes de recursos naturales.

⁴ El déficit operacional utiliza simplemente el déficit primario en lugar del déficit permanente, vale decir, es un indicador estático o puntual. Es importante recordar que estamos definiendo un déficit negativo como un superávit.

⁵ Ver el reciente estudio del Banco Interamericano de Desarrollo "Fiscal Sustainability in Latin America: Old and New Approaches", capítulo 11 de Economic and Social Progress in Latin America.

suponer para el fisco el rescate de instituciones financieras, hace altamente recomendable intentar precisar el grado de incertidumbre respecto al tipo de cambio real y las probabilidades asociadas a distintos valores para esta variable. Argumentos similares se pueden plantear en el caso de la incertidumbre sobre la tasa de interés real, particularmente en el caso de economías con elevados niveles de deuda.

En los enfoques modernos sobre vulnerabilidad y sostenibilidad, precisamente, se intenta determinar el comportamiento conjunto de estas y otras variables usando métodos estocásticos que permitan asignarle probabilidades de ocurrencia a los cambios en el entorno económico. En el caso de Venezuela, debido a la baja dolarización, los relativamente bajos niveles de deuda, y los controles al tipo de cambio y tasas de interés, no parece tan relevante (o, más bien, parece estar acotado el efecto y es claramente positivo en el caso del tipo de cambio) el análisis de los procesos de la tasa de interés real y el tipo de cambio real. Por el contrario, resulta crucial el comportamiento de los términos de intercambio, por lo que el precio del petróleo y el crecimiento son las variables enfatizadas en el siguiente punto. No obstante, si bien en los escenarios base y de riesgo que se definen se utilizan precios del petróleo que provienen de un análisis estocástico y corresponden a la esperanza matemática y al piso de una banda (que se obtiene de restarle una desviación estándar a la esperanza), una tarea que queda pendiente en este artículo, es vincular el resultado fiscal al proceso estocástico del precio del petróleo. Así, podríamos obtener, por ejemplo, la distribución de probabilidad del déficit financiero o primario condicionada a las diferentes realizaciones del precio de la canasta de exportación venezolana.

Análisis de sensibilidad del resultado fiscal (*stress testing*)

Para evaluar la fortaleza o fragilidad del resultado fiscal se elabora un escenario base de ingresos, gastos y resultados fiscales para los años 2007 y 2008, y luego un escenario de riesgo, donde se estima el impacto (sobre los mismos conceptos fiscales) de deterioros en los términos de intercambio y el crecimiento del producto.

Las diferencias del escenario base, con los datos presentados en el análisis de la coyuntura fiscal, provienen de ajustes a las partidas de ingresos y gastos sugeridas en el análisis previo de la coyuntura. Otro aspecto a destacar es que asume una tributación fiscal petrolera acorde con el precio esperado de la cesta petrolera venezolana y no con lo definido el Proyecto de Ley de Presupuesto. Hacer la contabilidad de esta forma implica consolidar el gasto social y de infraestructura que se hace fuera del presupuesto—con ingresos que aporta PDVSA provenientes de sus exportaciones—con el gasto presupuestario. La razón de hacerlo de esta forma es que no se cuenta con información precisa sobre ingresos, gastos y acumulación de activos en los fondos que realizan este gasto extra presupuestario. Las principales implicaciones de lo anterior son, en primer término, que probablemente se sobreestima el superávit, ya que el supuesto implícito es que no

Tabla 1
Premisas macroeconómicas básicas

	2005	2006	2007	2008
PIB corriente (MM Bs.)	292.965.950	323.654.000	352.203.000	412.077.510
Tasa de crecimiento del PIB Real (%)	9,3	9,5	4,3	3,7
Inflación promedio (%)	16	13,8	19,5	16,6
Tipo de cambio (Bs./US\$)	2150	2150	2408,0	2800,0
Precio promedio de exportación de la cesta petrolera (US\$/bl)	43,12	54	49,0	45,0

Fuente: Estimaciones propias con base en Exposición de Motivos, Proyecto Presupuesto año 2007

se hacen gastos fuera del presupuesto. En segundo lugar, no son comparables los conceptos de déficit presentados para el año 2006, donde se utiliza las estimaciones de la Oficina Nacional de Presupuesto (que se refiere únicamente al gasto presupuestario) con los presentados para los años 2007 y 2008. A este respecto, es conveniente recordar que las medidas de déficit para 2006 no reflejan la holgura presupuestaria de este año, que de acuerdo a personeros gubernamentales ha permitido acumular recursos en FONDEN y, seguramente, en Tesorería por montos que podrían superar los 10 puntos porcentuales del PIB. De manera que la lectura adecuada de los resultados para 2007 y 2008 es que estos superávit, por ejemplo el resultado primario de 2008 (4,2%), contienen potenciales gastos y ahorros extra presupuestarios.

En las tablas 1 y 2 se presentan los supuestos y resultados, respectivamente del escenario base.⁶

Al suponer un crecimiento del producto levemente inferior al del Proyecto de Ley de Presupuesto (5%), y un deterioro en el precio de la cesta e exportación venezolana de aproximadamente 10% para 2007, se pasa de un déficit de 0,5% del PIB a uno de 1,8% del PIB. Deterioro importante, dado que se obtiene con el supuesto de ausencia de gasto extra presupuestario y una devaluación de 12%. Para 2008 esta situación se revertiría significativamente, principalmente por una mayor devaluación. Sin embargo, el supuesto de contención del gasto, particularmente la ausencia de gasto extra presupuestario puede ocultar una situación más frágil.

Esta fragilidad se evidencia al considerar un escenario de riesgo como el presentado en la Tabla 3, con resultados mostrados en la Tabla 4.

Es claro que en un escenario de riesgo, con menor crecimiento y peores términos de intercambio, las cuentas fiscales se complican seriamente, incluso suponiendo una mayor devaluación del tipo de cambio. Es interesante notar que bajo este escenario, que asume valores para el crecimiento y el precio del petróleo próximos a nuestras estimaciones del crecimiento potencial y del precio de equilibrio de la cesta venezolana, se obtiene para 2007 un déficit similar al estimado para 2006 en nuestro ejercicio de déficit ajustado por ciclo del Situación Venezuela del tercer trimestre de 2005.

⁶ Por razones de espacio no se presenta el detalle de ingresos y gastos.

Referencias Bibliográficas

- Banco Interamericano de Desarrollo (2006): "Fiscal Sustainability in Latin America: Old and New Approaches", en *Economic and Social Progress in Latin America*.
- Ochoa, E. Seijas, L. y Zavarce, H. (2002): "Consideraciones metodológicas para la evaluación de la sostenibilidad y vulnerabilidad fiscal". Serie Documento de Trabajo, Banco Central de Venezuela.
- Ríos, Germán (2003): "Venezuela: Sostenibilidad fiscal en un contexto de alta volatilidad" Corporación Andina de Fomento.
- Talvi, Ernesto y Carlos Végh Compiladores (2000): "¿Cómo armar el rompecabezas fiscal? Nuevos indicadores de sostenibilidad", Red de Centros de Investigación, BID.

Tabla 2

Resultado Fiscal Escenario Base (% PIB)

Conceptos	2006	2007
Corriente	7,0	7,8
Financiero	1,8	1,9
Primario	0,9	4,2

Fuente: Estimaciones propias

Tabla 3

Premisas macroeconómicas básicas escenario de riesgo

	2007	2008
PIB corriente (MM Bs.)	446.945.607	558.235.063
Tasa de crecimiento del PIB Real (%)	3,7	2,8
Inflación promedio (%)	25,0	19,0
Tipo de cambio (Bs./US\$)	2700,0	3200,0
Precio promedio de exportación de la cesta petrolera (US\$/bl)	40,0	37,0

Fuente: Estimaciones propias

Tabla 4

Resultado Fiscal Escenario de Riesgo (% PIB)

Conceptos	2006	2007
Corriente	0,8	-3,5
Financiero	6,0	-7,8
Primario	4,1	-6,1

Fuente: Estimaciones propias

Principales Variables Macroeconómicas de Venezuela

	2001	2002	2003	2004	2005	2006(*)
Actividad Económica						
PIB M.US\$	120.481	78.961	85.855	97.534	136.263	
PIB Total Real (Var %)	2,8	-8,9	-7,7	17,9	9,3	9,5
PIB Petrolero	-0,9	-12,6	-1,9	11,6	1,2	-0,1
PIB No Petrolero	4,0	-7,4	-7,5	17,8	10,3	11,7
Petróleo						
Precio promedio de realización (US\$/b)	20,2	21,94	25,2	31,4	45,4	53,4
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 Agrega Interna (DAI)(% anual)						
Consumo Privado Real	6,9	-7,1	-4,6	16,6	16,3	17,7
Consumo Público Real	6,0	-2,5	5,7	13,9	7,3	7,8
Inversión Bruta Real	13,8	-18,4	-36,7	43,0	33,2	31,6
DAI	8,3	-14,7	-10,0	28,9	18,0	18,8
Sector Externo						
Balanza Comercial (M.US\$)	7.456	13.421	16.483	21.430	30.423	36.146
Exportaciones	26.667	26.781	27.170	38.748	55.597	66.800
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	28.600
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	3,4	9,4	11,2	14,2	17,9	17,6
Saldo en Balanza de Pagos (M.US\$)	-2.071	-4.427,0	5.443,0	1.898	4.984	6.014
Reservas Internacionales Brutas (M.US\$)	12.296	14.786,0	21.299,0	24.172	29.636	35.650
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	16,7
Inflación Promedio	12,5	22,5	31,1	21,7	16,0	19
Indicadores Monetarios y Financieros						
Liquidez Monetaria (Var %)	97	15,3	57,5	50,4	52,4	58,4
Tasas de Interés Activa promedio (%)**	25,6	37,1	24,1	17,1	15,4	13,7
Tasas de Interés Pasiva 90d promedio (%)**	14,1	28,3	17,6	12,9	11,7	10,9
Situación Fiscal						
Supéavit/Déficit Fiscal(% del PIB)	-4,2	-3,9	-5,9	2,0	1,6	-1,8
Deuda Pública Total (% del PIB)	31,5	44,1	47,3	40,0	37,1	27,4
Deuda Pública Interna (% del PIB)	12,1	14,8	17,7	14,3	12,2	9,7
Deuda Pública Externa (% del PIB)	19,4	29,3	29,6	25,6	24,9	17,8
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	8,4
PIB Per Cápita (US\$)	4.892	3.140	3.350	3.737	5.123	6.159

* Estimaciones

** Seis principales bancos

*** Ver cuadros anexos.

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

Actividad Económica

	Escenario A	Escenario B	Escenario C	Escenario D
Var. % PIB	-0,4 - 1,0	1,0 - 4,0	4,0 - 7,0	7,0 - 10,0
Var. % PIBNP	-0,75 - 1,2	1,2 - 4,75	4,75 - 8,5	8,5 - 12,5
Var. % PIBP	1,0	1,0	1,0	1,0
Probabilidad, %	0	4	38	58

PIBP = PIB petrolero, PIBNP = PIB no petrolero

Inflación Puntual

	Escenario A	Escenario B	Escenario C	Escenario D
Inflación, %	5-10	10-14	14-18	>18
Probabilidad, %	0	14	67	19

Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% , promedio)			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
EE.UU.	4,2	3,2	3,3	2,8	2,7	3,4	3,6	2,1
UEM	1,8	1,5	2,5	2,2	2,1	2,2	2,2	2,1
Japón	2,7	2,7	3,0	3,0	0,0	-0,3	0,4	0,5
China	10,1	10,2	10,4	9,5	3,9	1,8	1,5	2,0

	Tasa oficial (% , fin de período)				Tipo de cambio (frente \$, fin de período)			
	30/09/06	dic-06	jun-07	dic-07	30/09/06	dic-06	jun-07	dic-07
EE.UU.	5,25	5,25	5,25	5,25				
UEM (\$/€)	3,00	3,50	4,00	4,00	1,27	1,27	1,29	1,30
Japón (yenes/\$)	0,25	0,50	1,00	1,25	115	115	110	105
China (cny/\$)	6,12	6,12	6,39	6,39	7,91	7,82	7,60	7,50

América Latina

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

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

¹ Media de los 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	3,05	3,14	3,20	3,8	6,4	8,7	10,8
Brasil	2,72	2,28	2,25	2,40	17,8	18,0	13,5	13,5
Chile	576	514	540	550	2,3	4,5	5,3	5,3
Colombia	2404	2279	2350	2421	7,8	6,3	7,3	7,5
México	11,20	10,63	10,90	11,28	8,7	8,0	7,0	6,5
Perú	3,28	3,42	3,26	3,30	3,0	3,3	4,50	5,25

Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Economistas Jefes

Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo

Escenarios y Sistemas Financieros: Carmen Hernansanz

España y Análisis Sectorial: Julián Cubero

Europa: Sonsoles Castillo

Investigación y Desarrollos Cuantitativos :Rodolfo Méndez

Latam y Mercados Emergentes: Giovanni Di Plácido.

Argentina: Ernesto Gaba.

Chile: Miguel Cardoso

Colombia:

Perú: David Tuesta.

Venezuela: Alejandro Puente

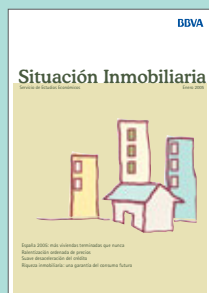
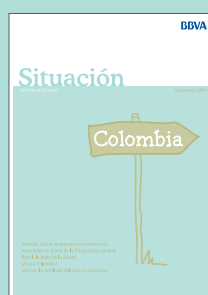
Norteamérica: Jorge Sicilia.

Estados Unidos: Nathaniel Karp.

México: Adolfo Albo

Tendencias Globales: Joaquín Vial

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