ECOANALÍTICA

Informe de Perspectivas

Año 4, Número 01
1er. Trimestre

2008: MENOR CLIMA DE RADICALIZACIÓN POLÍTICA CON IMPORTANTES DISTORSIONES ECONÓMICAS

Revisión perspectivas económicas 2008-2012

Redacción:
Alejandro Grisanti
Asdrúbal Oliveros

Prohibida su reproducción y distribución

©Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Introducción

El año en curso arranca con una economía que presenta:

- Elevado crecimiento económico, con las importaciones y el consumo privado como los sectores más dinámicos. Esta tendencia no va a cambiar en el mediano plazo. De hecho, en 2007, el crecimiento del consumo privado fue el más alto desde 1997.

- Cesta petrolera en niveles sin precedentes, superando los US$80 por barril pero con el sector real petrolero en contracción. Las cifras del BCV señalan que el sector petrolero registró una contracción de 5,3% del PIB en 2007. Es necesario destacar que el efecto precio más que compensa la caída en producción, lo que se traduce de nuevo en un año de altos ingresos petroleros.

- Fuerte aceleración de la inflación cerrando en 22,5%, lejos del 12% de estimado oficial. Este año, en nuestra opinión, la inflación continuará siendo el principal talón de Aquiles de la administración de Chávez.

- Mercado cambiario con serias distorsiones. Si bien el Gobierno puede mantener el tipo de cambio oficial, el control de cambio muestra claros signos de estancamiento y

caducidad. CADIVI, durante 2008, será mucho más selectivo a la hora de autorizar divisas oficiales.

- A lo anterior se une el fuerte incremento de las importaciones, al tiempo que las exportaciones crecen a un ritmo sustancialmente menor. Estas tendencias impactarán de manera negativa el comportamiento de la cuenta corriente de la balanza de pagos y el crecimiento de las reservas internacionales.

- El Gobierno comienza 2008 sin problemas fiscales. Siendo este año electoral y habiendo sufrido una derrota el año pasado, el Ejecutivo va a ejercer una política fiscal expansiva en 2008.

- Un clima de menor radicalización política puede elevar los niveles de inversión privada que lucen estancados. Sin embargo, los problemas de oferta que se reflejan en un marcado desabastecimiento, especialmente de alimentos, no se resolverá ni en el corto ni en el mediano plazo.

- El Gobierno buscará profundizar la orientación económica socialista, tratando de resolver las distorsiones, sin atacar sus orígenes, por lo que esperamos pobres resultados. Con la Ley Habilitante es probable que el Gobierno incremente las regulaciones a sectores clave de la economía.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

El año 2008 será positivo, pues será más parecido a 2006 que a 2007, con un clima político menos polarizado. Sin embargo, la perspectiva más allá de 2008 no luce muy promisoria. Chávez buscará el mejor momento para volver a introducir el tema de la reforma de la Constitución con la reelección indefinida, y las distorsiones producto de la política de control de cambio y dependencia petrolera empezarán a sentirse con mayor intensidad. De esta manera, mantenemos nuestra tesis invariable que el modelo económico venezolano comenzará a hacer aguas más allá de 2010. En este contexto, es importante señalar que el precio petrolero juega aquí un papel fundamental, en el sentido que la actual administración no sólo necesita de precios elevados, sino que además crezcan indefinidamente, por lo que de darse un escenario de estabilización en los precios petroleros, éste tendría consecuencias negativas en el modelo económico chavista.

Producto Interno Bruto. El sector petrolero es la clave

En el *mensaje de fin de año* del presidente del BCV (MFA) se señala que la economía venezolana tiene 17 trimestres consecutivos de crecimiento económico. El año pasado el crecimiento real del PIB se ubicó en 8,4%, comparado con 2006 (10,3%). La tasa de crecimiento interanual desde 2003 se ubica en 11,8%. Este es un crecimiento bastante

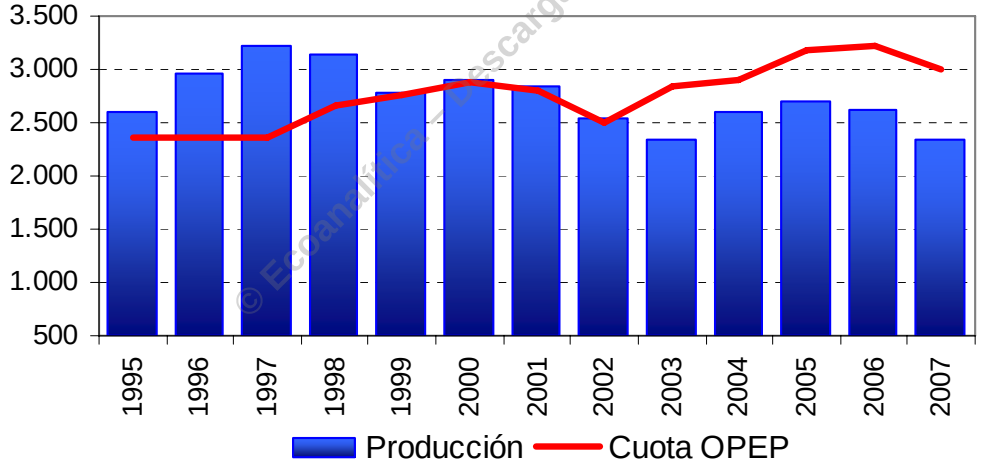
elevado, explicado por un escenario petrolero favorable y una política fiscal fuertemente expansiva.

Sin embargo, el crecimiento de 2007 resultó menor al de 2006, cuando crecimos 10,3%. Este menor crecimiento se debe principalmente a una contracción significativa del sector petrolero en los últimos dos años. En el 2006, comparado con 2005, el PIB petrolero se contrajo 2,0%, mientras que el pasado año, la contracción interanual alcanzó 5,3%. Este resultado se sintió también en la economía no petrolera, que pasó de crecer 11,7% en 2006 a 9,7% en 2007.

Utilizando las fuentes de la propia PDVSA tenemos que, según el plan estratégico de la compañía presentado en 2005, la extracción global de crudo debió promediar 3,51 millones de b/d en 2006 para ascender a 3,75 millones de b/d en el año que culminó. Pero a partir de 2004, después de alcanzar un pico de producción de 3,45 millones de b/d tras el paro, la producción no ha podido combatir la tendencia decreciente que exhibe y que, en sintonía con las cifras del PIB publicadas en el MFA, el año pasado se situó en torno a 3,07 millones de b/d.

© Ecoanalítica / Descargado por usuario no autenticado

Producción Petrolera Promedio
(Miles de Barriles diarios)



Fuentes: Bloomberg y Ecoanalítica

Es decir, la producción en 2007 se ubica en 680.000 b/d (18%) por debajo de la meta del plan Siembra Petrolera para ese año y significa 430.000 b/d (12,2%) menos de lo previsto en el Presupuesto de la Nación. Implica, además, una caída de 173.000 b/d con respecto a los 3,25 millones de b/d que se extrajeron en 2006 según los estados financieros auditados de PDVSA. Por último, debe destacarse que aunque en general el plan Siembra Petrolera implica un incremento anual promedio de 465.000 barriles diarios en la producción de crudo, desde

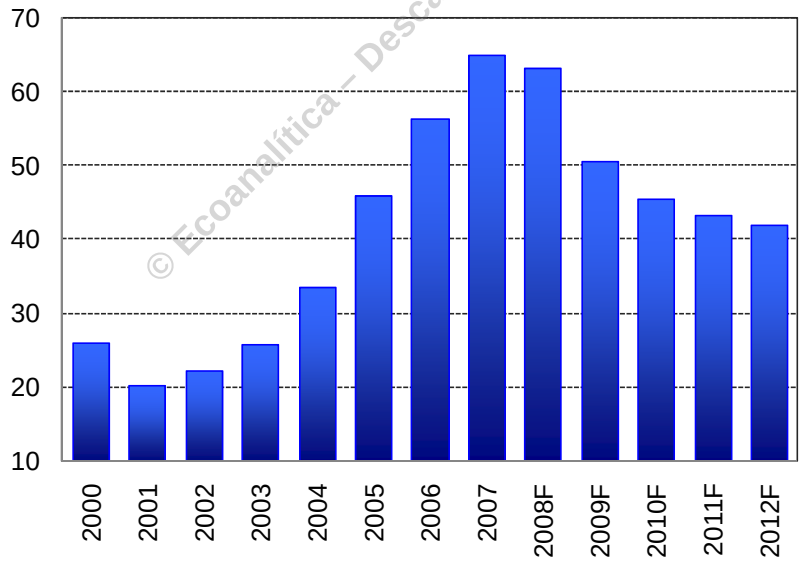
2004 se ha perdido la producción neta de 378.000 b/d en total, como resultado de la conjunción de factores exógenos y endógenos.

De esta manera, en 2008, el Gobierno está necesariamente obligado a incrementar la producción petrolera. Si la contracción se profundiza, el modelo económico puede colapsar antes de lo previsto. Las cifras de la balanza de pagos de 2007 alertan en este sentido: el saldo de la cuenta corriente cayó 19,8% en base interanual, producto de un incremento de las exportaciones de 6,6%, mientras que las importaciones tuvieron una expansión récord de 36,8%. Esta realidad deberá incentivar a PDVSA a evitar una caída más profunda en la producción, y la adquisición de taladros en el último trimestre apunta en ese sentido. De acuerdo con nuestras estimaciones, durante 2008, la actividad real petrolera tendrá una leve expansión de 2,2%, cifra muy similar a la que prevemos para 2009 y 2010.

El Ministro de Energía y Petróleo, Rafael Ramírez, aseguró a mediados del año pasado que el incremento de la producción se sustentaría en la Faja del Orinoco en los años por venir. Sólo en la Faja se tiene previsto elevar la capacidad actual de extracción de 620.000 b/d a 1,23 millones de b/d en 2012, un alza de 99% en cinco años.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autorizado

Precios de la cesta venezolana
(US$ p/b)



Fuentes: MEM y Ecoanalítica

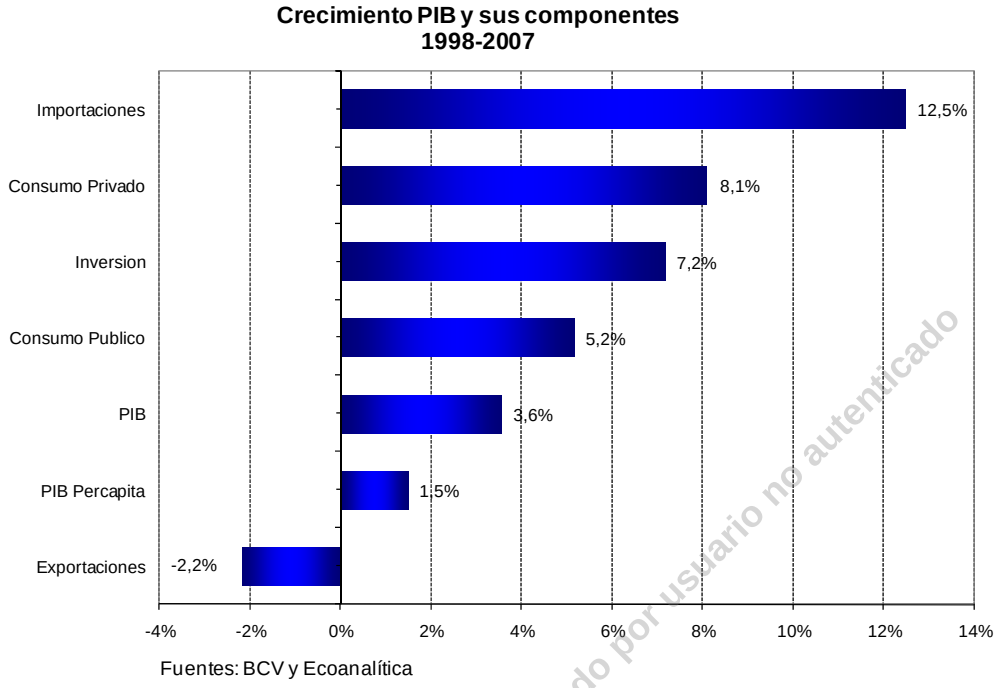
Respecto a los precios petroleros, tenemos que los pronósticos de la mayoría de los analistas internacionales pronostican que los precios del crudo se mantendrán en niveles elevados en los próximos años y que se estabilizarán en torno a los US$70 por barril en 2016; cotización que en términos reales (después de ajustarla por inflación) desciende a US$58 por barril. Las razones que sustentan esta apreciación es que se prevé una expansión de las inversiones que se planifican para los sectores de exploración y producción, lo cual derivará en un mayor suministro petrolero al mercado, pero estas inversiones no se harán efectivas antes de 2011, por lo menos.

El escenario expuesto tomó en cuenta cuatro factores esenciales, a saber: el crecimiento esperado en el consumo de los líquidos asociados al petróleo, el pronóstico de aumento de la producción de crudos convencionales en los países que están fuera de la OPEP, el alza en la extracción de crudos no convencionales y el comportamiento de los países OPEP.

Con este escenario de precios petroleros y con un incremento esperado de la producción petrolera, nosotros estimamos que en 2008 la economía venezolana crezca 6,7%, mientras que en 2009 bajé hasta 4,4%. Es importante destacar que nuestros estimados de precio para la cesta venezolana son bastante conservadores: US$63,1 por barril en 2008 y US$50,5 por barril en 2009. Por supuesto que a precios más elevados, el crecimiento económico podrá ser mayor.

Por último, queremos señalar que en Venezuela, el crecimiento económico sólo puede darse fortaleciendo nuestro sector externo, es decir, haciéndonos más competitivos e incrementando la inversión tanto en capital físico como en capital humano. Por nuestro carácter de país petrolero, cualquier estrategia de crecimiento debe tener a dicho sector como centro, impulsando los niveles de producción, la diversificación de productos y mercados, así como la reducción de costos. La gestión actual de PDVSA lamentablemente parece estar obviando estos aspectos. La presencia del control de cambio tampoco contribuye a incrementar nuestra competitividad, por lo que el crecimiento económico no es sostenible en el largo plazo.

© Ecoanalítica - Descargado por usuario no autorizado



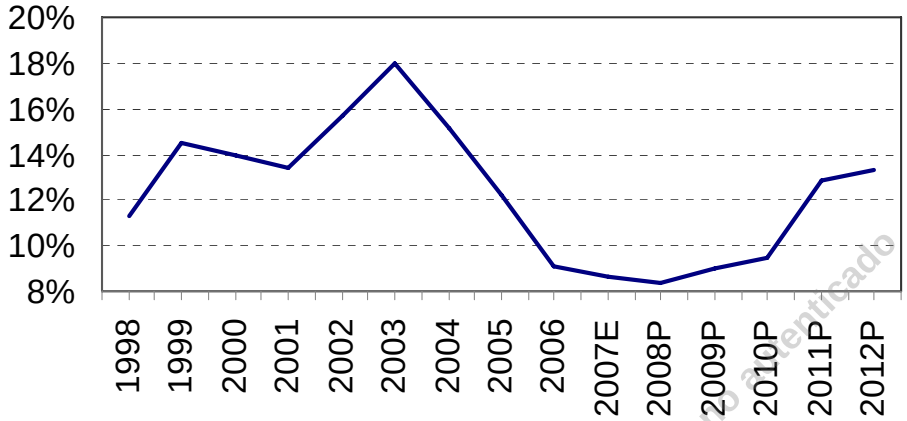
© Ecoanalítica Descargado por usuario no autenticado

Empleo y salarios. Es difícil una reducción del desempleo por debajo de 8%

De acuerdo con las cifras del INE, la tasa de desempleo en el mes de noviembre alcanzó 6,3%, lo que constituye uno de los registros más bajos en los últimos años. El desempleo en el último bimestre del año se reduce significativamente por motivos estacionales, dada la presencia de la temporada decembrina. En promedio, el año pasado la tasa de desempleo se ubicó en 8,5%. La reducción del desempleo está relacionada con la expansión de la actividad económica de los últimos cuatro años.

Sin embargo, la generación de empleo ha sido insuficiente y muy por debajo de la expansión de la actividad económica. Entre 2004 y 2007, la población ocupada creció apenas 13%, donde la expansión del empleo público fue de 22%, mientras la del sector privado alcanzó 12%. Por otra parte, la informalidad se encuentra estancada en niveles de 45%.

Tasa de Desempleo



Fuentes: INE y Ecoanalítica

En 2008, el Gobierno continuará con una política de incremento de los costos laborales que tendrá un impacto en la generación de empleo. En el marco de la Ley Habilitante se estudia la aprobación de una Ley de Estabilidad Laboral extendiendo el alcance de la medida de inamovilidad. Adicionalmente, también estaría en discusión una reforma a la Ley del Trabajo, que incluirá la vuelta al sistema de retroactividad en las prestaciones sociales y posiblemente la reducción de la jornada laboral. Sin contar que el Gobierno también discute proyectos de ley para incentivar la participación de los trabajadores en la dirección de las empresas y la creación de las llamadas empresas socialistas.

Con este cuadro estimamos que el desempleo promedio en 2008 se mantendrá en niveles de 8,3% con un mayor dinamismo del empleo público. Con esta reducción del desempleo esperamos un ligero incremento de los salarios reales de 0,5%

Desde el punto de vista social, si bien han crecido significativamente los ingresos fiscales y con ello el gasto público, se mantienen la deserción escolar, los patrones de morbimortalidad y las carencias de infraestructura. La mejora que ha ocurrido en el desarrollo humano es, en esencia, una mejora en ingresos, pero no en las demás áreas. Los programas sociales atienden a las consecuencias de los problemas y no a sus causas.

En 2008, el Gobierno desde el punto de vista social debe cambiar el manejo político de las misiones e incrementar su eficacia. De acuerdo con los estudios de la UCAB, alrededor de 80% de la población conoce todas las misiones, pero sólo 3% resulta ser beneficiario. El tema social estará en el tapete durante este año, pues el Gobierno está obligado a mejorar los niveles de eficiencia, de cara a las elecciones del último trimestre de este año.

© Ecoanalítica - Descargado por usuario no autenticado

Inflación. Un problema de difícil solución

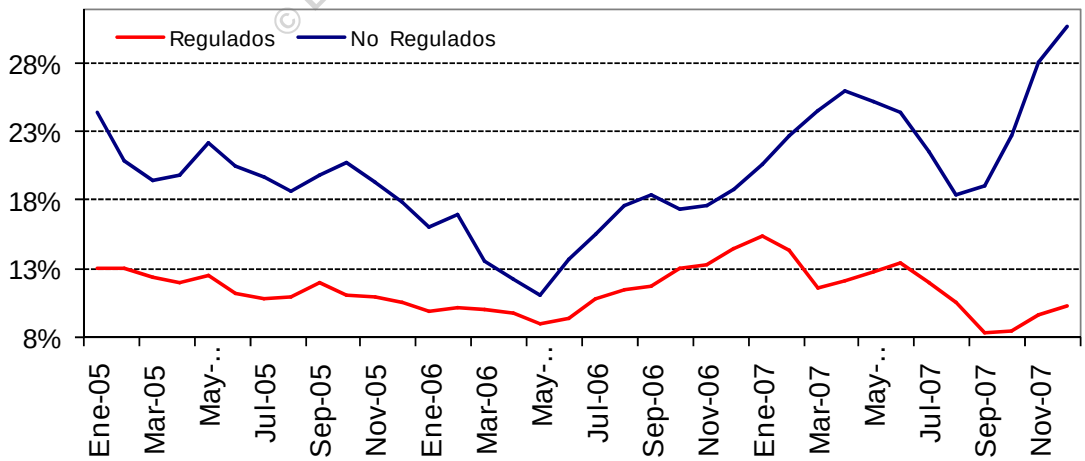
Si en algo ha fallado el Gobierno en cuanto a su política económica es en el control de la inflación. Desde mediados de 2006, cuando comenzó la escalada inflacionaria, ninguna de las medidas aplicadas por el Gobierno ha logrado un resultado favorable. Según el BCV, la variación acumulada del IPC al cierre de 2007 se ubicó en 22,5%, superior al 17,0% reportado en el año 2006 y casi el doble de la meta fijada por el Gobierno de 12%. El fracaso de los controles se evidencia en los números dados a conocer por el BCV, al señalar que los productos controlados cierran 2007 con una variación acumulada de 10,7%, mientras que los no controlados suben 32,7% en el mismo período.

El fracaso en el control de la inflación ha sido reconocido por el propio BCV, los últimos ministros de finanzas y el propio Presidente Chávez. Sin embargo, no se observa un cambio sustancial en la política económica que haga pensar en una reducción sustancial de este indicador.

De hecho, apenas unos días antes de dejar su cargo como Ministro de Finanzas, Rodrigo Cabezas señaló que el Gobierno desarrollará un "plan extraordinario" de abastecimiento y flexibilizará los controles de precios para frenar la inflación y solventar la escasez de algunos alimentos. Cabezas dijo: *"El sistema de regulación no puede convertirse en una fijación de precios sin modificación"*, y anunció que el Ministerio de Industrias Ligeras y Comercio "está trabajando" en la "flexibilización" del control de precios, pero no ofreció detalles. En la misma línea se pronunció el recién estrenado Ministro Rafael Isea.

© Ecoanalítica - Descargado por usuario no autenticado

Inflación
(Variación anual)



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

Para el Gobierno es claro que la política de controles fracasó, aunque éste no lo admita. Los temas de alza de precios y desabastecimiento están copando la opinión pública y señalan ya al Gobierno como el principal responsable. Desde febrero de 2003, el Gobierno mantiene regulados los precios de unos 400 productos y servicios.

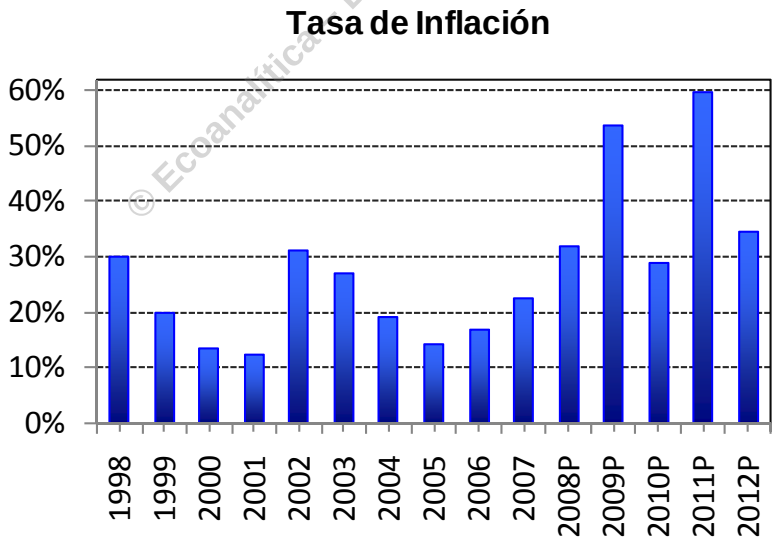
Cabezas, en un hecho inusual en un alto funcionario de este Gobierno, admitió que el desabastecimiento alcanza "un índice superior a 60% de por lo menos 10 rubros", tales como el aceite y el azúcar. Admitió que en el caso de la leche la situación es más grave puesto que según los cálculos oficiales la escasez del producto es de "90%", es decir, que sólo se está atendiendo a 10% de la demanda local.

La realidad está forzando al Gobierno a actuar, aunque los alcances de una medida de este tipo son limitados, dadas las distorsiones acumuladas. ***Ecoanalítica*** es de la opinión que la flexibilización de precios no contará con todo el aval político para su implementación.

Por otra parte, no esperamos una moderación de la política fiscal para este año dado que es año electoral. Adicionalmente, la inversión privada sigue estando rezagada y el Gobierno está empeñado en aplicar un modelo socialista de mayor intervencionismo estatal.

De esta manera, nosotros estimamos que la inflación se ubique en 2008 en niveles de 32,1%, esto en un escenario de cero devaluación del tipo de cambio oficial.

© Ecoanalítica. Descargado por usuario no autenticado



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

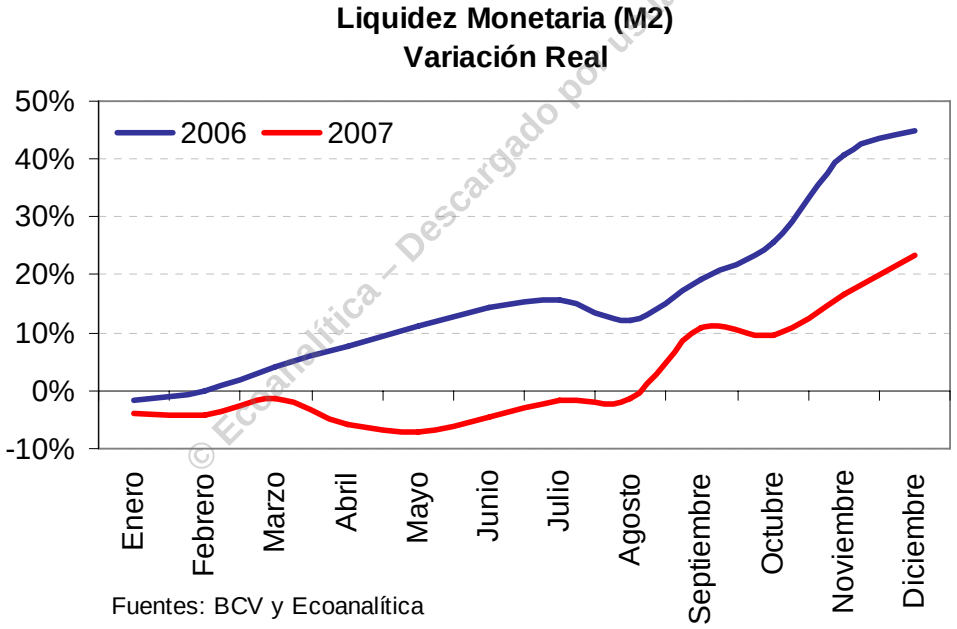
La solución de la inflación implica la implementación de un plan económico de mayor alcance. Abarca el desmontaje de las políticas de controles, tanto de cambio como de precios, con la

aplicación de una política fiscal responsable, eliminación de las transferencias de reservas del Banco Central al Ejecutivo Nacional y un estímulo a la inversión privada. Lamentablemente este escenario está lejos de aplicarse en Venezuela, por lo que la inflación seguirá siendo el dolor de cabeza del Gobierno. Estamos condenados a un "bolívar fuerte", con una capacidad de compra bastante débil.

Tasas de interés y política monetaria. Menor crecimiento de la liquidez y tasas en alza

Si bien la implementación del control cambiario ha provocado una expansión de la liquidez en la economía sin precedentes, esta liquidez se ha venido moderando. En 2007, M2 creció 29,8% en términos nominales y 6,0% en términos reales. En contraste, en 2006, el crecimiento de este indicador fue de 70,1% en términos nominales y de 45,4% en términos reales. En 2008, esperamos que M2 crezca 31% en términos reales y decrezca ligeramente 0,8% en términos reales.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autorizado



El menor crecimiento de M2, en un ambiente de alta demanda de créditos, se tradujo en una subida en las tasas de interés, especialmente en el último trimestre del año. El promedio de la tasa activa pasó de 15,4% en 2006 a 17,5% en 2007, y la tasa activa promedio al final del año se ubicó en niveles de 22,5%.

A este incremento de tasas de interés del año pasado se añade la restricción de liquidez, que por motivos estacionales se produce en el primer trimestre del año. En este escenario, en

Ecoanalítica esperamos que el BCV produzca un incremento en el techo de la tasa activa de 28% a un 30%, en un principio, para luego situarla en niveles de 32% a mediados de año. En este escenario, la tasa activa promediaría un 25,8% en 2008, cerrando en niveles de 29,1% para finales de año.

Las razones que explican nuestra percepción de subida de las tasas de interés y crecimiento moderado de M2 son las siguientes:

1. El Gobierno hará énfasis este año en la expansión y mejora tecnológica de la banca pública, por lo que continuará con el proceso de migración de los depósitos públicos del sistema financiero privado al público. En este punto es necesario destacar la asimetría en el impacto que tendrá esta medida entre los bancos de mediana y pequeña envergadura y los bancos de mayor escala. Definitivamente el impacto en los banco de menor tamaño será importante.
2. En el marco de la Ley Habilitante, el Gobierno muy probablemente aprobará la reforma de la Ley General de Bancos que hasta ahora contiene un incremento en las gavetas crediticias y mayores regulaciones en cuanto al control de las comisiones.

3. En el marco del control de la inflación, el BCV profundizará la aplicación de una política monetaria restrictiva para ponerle un freno a la fuerte expansión del consumo privado.

4. El Gobierno y PDVSA estiman que emitirán papeles en dólares pagaderos en bolívares por el orden de US$8.000 millones, lo cual es un monto bastante elevado dado los niveles de excedente de liquidez del sistema. En ***Ecoanalítica*** nos parece imposible que, al igual que en el año anterior, puedan hacer una sola emisión de esta magnitud en los próximos cuatro meses.

5. La expansión del crédito se mantendrá, pues aunque las tasas han subido, tal incremento no detendrá en esencia el acceso del financiamiento, especialmente del llamado crédito personal.

La subida de las tasas de interés ha sido más marcada en aquellos sectores que han disfrutado de tasas sustancialmente más bajas, tales como el segmento corporativo, PYMES y comercio. Las estadísticas del BCV indican que el promedio de las tasas de interés para créditos otorgados a las empresas cierra el año en 24,2%, una magnitud que se traduce en un salto de 10,5 puntos porcentuales respecto al cierre del año 2006 y constituye el nivel más elevado desde abril de 2003. En el comercio, el salto pasa de 16,9% a 26,6%. Un aspecto que debe considerar el BCV es que el incremento de las tasas se traduce en que las empresas pagarán más por el financiamiento, y lo razonable es que en los casos en los que los precios no están controlados una parte del ajuste se traslade al consumidor final. De hecho, en comparación con diciembre de 2006, el costo del financiamiento para las empresas del sector

©Ecoanalítica. Descargado por usuario no autorizado

industrial se incrementa 77%. En este escenario donde todos los sectores están pagando tasas muy similares, esperamos una reacción del sistema financiero disminuyendo el crédito al consumo de mayor riesgo e incrementando el financiamiento al sector corporativo.

Dado el escenario de incremento de tasas nuestros clientes no financieros deberían tratar de negociar las menores tasas de interés, pero premiando el mayor plazo posible. Adicionalmente, con las altas tasas de inflación, los incentivos para ahorrar son muy bajos, ya que la inflación deberá duplicar la tasa pasiva.

Balanza de pagos. El control de cambio vulnera la fortaleza de los indicadores externos

Como es costumbre, en el MFA se han publicado las cifras de balanza de pagos (BP) correspondientes al año 2007. Dichas cifras siguen mostrando que el modelo económico aplicado por la actual administración no es sostenible en el tiempo. Es importante destacar tres elementos. En primer lugar, el crecimiento indetenible de las importaciones; en segundo término, un sector público que muestra una cuenta capital superavitaria y, por último, un incremento significativo de la salida de capitales por parte del sector privado.

En 2007, las importaciones totales crecieron 37% en comparación con el mismo período del año anterior. Para el mismo período y a pesar del salto de los precios petroleros, la contracción del sector petrolero provoca un leve incremento de 7% en las exportaciones totales. Esta situación hace que el saldo superavitario en la cuenta corriente tenga una caída de 20%. Adicionalmente, la salida de capitales también se ha incrementado, lo que se tradujo en que el saldo de la BP pasara de un superávit de US$5.138 millones en 2006 a un déficit de US$5.922 millones en 2007.

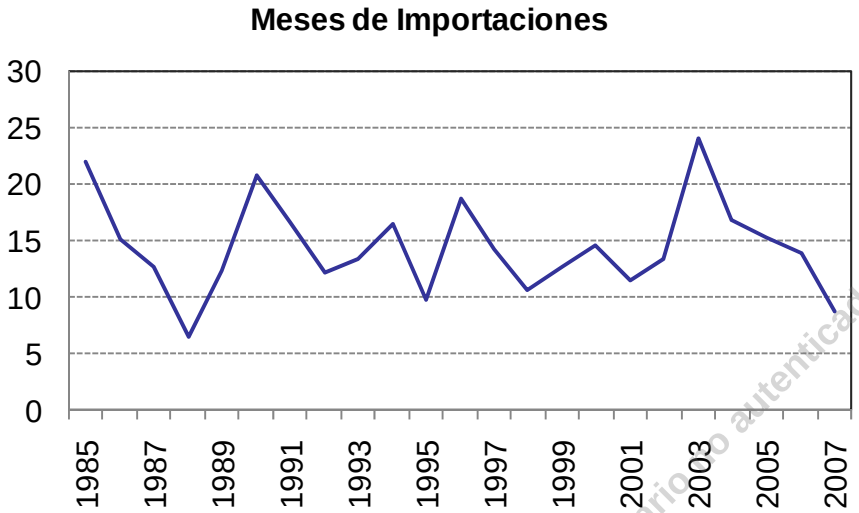
© Ecoanalítica. Prohibido su publicación o extensión

BALANZA DE PAGOS (Resumen General) Fuente BCV y Ecoanalitica	2007	2006	Var (%)
Cuenta Corriente	21.779	27.149	25%
Saldo en Bienes	25.071	32.712	30%
Exportaciones	69.534	65.210	-6%
Importaciones	-44.463	-32.498	-27%
Saldo en Servicios	-5.687	-4.433	-22%
Saldo en Renta	2.775	-1.092	-139%
Saldo en Transferencias	-380	-38	-90%
Cuenta Capital	-24.860	-19.147	-23%
Inversión Directa	-2.283	-2.666	17%
Inversion de Cartera	4.781	-9.327	-295%
Otra Inversión	-27.358	-7.154	-74%
Errores y Omisiones	-2.841	-2.864	1%
Saldo Global	-5.922	5.138	-187%
Variacion en Reservas Internacional	5.922	-5.138	-187%
Activos	5.609	-5.078	-191%
Pasivos	313	-60	-119%

Fuentes: BCV y Ecoanalítica

© Ecoanalítica. Descargado por usuario no autorizado

En ***Ecoanalítica*** seguimos sosteniendo que lo que refleja la BP es justo lo que dice esa frase famosa de Martin Fierro: *"El tiempo sólo es tardanza de lo que está por venir"*. El control de cambio que la actual clase dirigente vende como "permanente" va a colapsar cuando los ingresos externos por petróleo no puedan compensar el fuerte incremento de las importaciones y la salida de capitales, producto del subsidio cambiario a través de un tipo de cambio "preferencial" u oficial. Si bien una crisis de balanza de pagos no está a la vuelta de la esquina, desafortunadamente caminamos sin prisa, pero sin pausa, hacia ella.



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

© Ecoanalítica - Descargado por usuario no autenticado

Aunque el MFA del BCV no presenta de forma ampliada las cifras de la balanza de pagos, nuestras estimaciones apuntan a que las mayores distorsiones en la cuenta capital son reflejadas por el sector privado de la economía. Dos hechos destacan en las cifras aportadas por el BCV. En primer lugar, durante 2007, la salida de capitales del sector privado se incrementó significativamente al pasar de US$3.535 millones en 2006 a US$15.000 millones en 2007. Es decir, que la salida de capitales se multiplicó por cuatro en medio de un "control de cambios".

En segundo lugar, la inversión extranjera en el país sigue de capa caída. Hasta septiembre, el monto registrado en dicho rubro es de US$317 millones, lo que apenas supera 0,2% del PIB.

Un punto importante es que según las cifras aportadas por el BCV tenemos que la posición neta de activos internacionales disponibles del país alcanzó el nivel de unos US$85.000 millones al cierre de 2007, registrando un incremento de 44% respecto al saldo final del año anterior. En Ecoanalítica no entendemos bien esta cifra, ya que nos parece muy alta para ser sólo sector público y muy baja para ser la sumatoria de sector público y privado.

Para este año 2008 nuestras proyecciones de la BP destacan lo siguiente:

- Incremento moderado de las importaciones, producto del subsidio cambiario vía CADIVI y de la selectividad de este organismo en la entrega de divisas. Esperamos que las importaciones se ubiquen en niveles de US$49.800 millones, lo que representa un incremento de 12%.

- Reducción del saldo de la cuenta corriente en unos US$9.200 millones, producto de una contracción en los niveles de exportaciones globales, lo cual tiene que ver principalmente con el desempeño del sector real petrolero.
- Reducción de la salida de capitales, tanto del sector público como del sector privado. El déficit en la cuenta capital se ubicaría en niveles de US$16.400 millones, lo que representa una reducción de US$11.300 millones con respecto al cierre de 2007.
- La reducción de las reservas internacionales será de unos US$3.800 millones. Según información extraoficial, el nivel "adecuado de reservas" estimado por el BCV se estableció en US$31.900 millones. De manera que, ante ese cálculo, las reservas excedentes serían US$1.792 millones. No descartamos que la cifra final de traspaso sea ligeramente mayor.

En ***Ecoanalítica*** seguimos sosteniendo la tesis de que la vulnerabilidad del actual modelo económico se manifiesta más claramente en las cifras del sector externo. En un ambiente de contracción del sector real petrolero, lo único que está garantizando la sostenibilidad de las cuentas externas son los elevados precios petroleros. Pero esta situación no se puede mantener indefinidamente, por lo que el Gobierno está obligado a tomar los correctivos necesarios. En nuestro modelo, el colapso se produce a mediados de 2010. Sin embargo, esto puede acelerarse/demorarse dependiendo de si se reduce/aumenta la producción petrolera y se reducen/aumentan los precios petroleros. Dada la fuerte volatilidad de estas variables, lo recomendable es suponer un escenario conservador y diseñar e implementar estrategias de cobertura.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Balanza de Pagos Resumen General (US$ Miles de Millones)	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Cuenta Corriente	12,6	4,9	1,0	7,4	10,7
Balanza Comercial	18,3	10,2	6,1	12,3	15,1
Exportaciones	68,2	56,2	50,8	48,0	47,3
Importaciones	(49,8)	(46,1)	(44,7)	(35,7)	(32,2)
Balanza de Servicios y Transferencias	(5,7)	(5,3)	(5,1)	(4,9)	(4,4)
Cuenta de Capital	(16,4)	(7,1)	(7,0)	(7,0)	(7,9)
Inversión Extranjera Directa	0,8	0,7	0,8	0,7	0,8

Fuentes: BCV y Ecoanalítica

La mayoría de las personas se preguntan, ¿cómo puede mantenerse hasta 2010 el actual sistema económico habida cuenta de las graves distorsiones? Las respuestas se encuentran en el alto precio del petróleo actual y en la fuerte cantidad de recursos que tiene el Gobierno

en el exterior. La alta propensión de acumular recursos en el exterior está diseñada pensada como una estrategia para hacer frente a escenarios adversos. En la medida en que la situación se deteriore (2009 y 2010), el Gobierno irá trayendo esos recursos para evitar lo inevitable. En Ecoanalítica creemos que ante los altos precios petroleros el Presidente ha diseñado una estrategia de cobertura más agresiva que la de muchas empresas privadas.

Política cambiaria. La pregunta de las sesenta mil "lochas": ¿Devaluará el Gobierno?

En nuestro informe de perspectivas de septiembre escribimos: *"En los últimos meses hemos observado fuertes distorsiones en el mercado cambiario que, desafortunadamente, dan la sensación de que una devaluación del tipo de cambio oficial es inevitable. En* ***Ecoanalítica*** *estamos posponiendo la devaluación del tipo de cambio oficial para el primer trimestre de 2009. La razón principal para ello es la reforma monetaria y lo incongruente que sería arrancar con un programa de "Bolívar fuerte" devaluando la moneda. En nuestra opinión eso sería menospreciar a los decidores de política económica. No tiene ningún sentido que paralelamente al anuncio y al comienzo del bolívar fuerte, el BCV anuncie una devaluación".* En esencia, mantenemos nuestra tesis, pero tenemos que realizar algunos comentarios pertinentes.

El tema del control cambiario es en esencia un tema complicado porque, al igual que en controles anteriores, ha perdido su carácter de instrumento de política económica para ser un instrumento "político" y de "enriquecimiento". En este particular, la torpeza e ineficiencia del Gobierno en el manejo de esta situación ha sido la causa fundamental para el incremento del diferencial entre los mercado de permuta y oficial. Este incremento fue el que provocó que las aprobaciones de CADIVI para tarjetas de crédito se elevasen y, de hecho, se multiplicasen por cuatro entre 2006 y 2007. De allí la principal justificación para reducir los cupos de US$3.000 a US$400 anuales y la eliminación de las tarjetas pre-pagadas. Según fuentes extraoficiales del MF, alrededor de 82% de los cupos de Internet eran "vendidos".

La reducción del cupo de Internet es el primer cartucho que va a quemar el Gobierno. Todavía tiene otros en reserva, como la posibilidad de establecer un sistema diferenciado con la implementación de un impuesto. En este contexto, se supone que el Gobierno mantendrá el actual tipo de cambio oficial e introducirá un impuesto elevado a cierto tipo de transacciones. Esta sería la forma de aplicar una devaluación "políticamente correcta", en el sentido que el Gobierno seguirá sosteniendo que para los bienes prioritarios se mantiene el actual tipo de cambio. Por supuesto que este tipo de medidas no apuntan a la solución del problema.

El escenario más probable es la aplicación del "más de lo mismo", con CADIVI siendo más selectiva a la hora de entregar divisas. Este escenario cobró fuerza con el nombramiento de Rafael Isea en el Ministerio de Finanzas. Creemos que el Gobierno va a instruir a CADIVI para que otorgue divisas a los llamados bienes prioritarios que se reducen principalmente a tres:

© Ecoanalítica. Destinado por suscripción autorizada

alimentos, medicamentos y bienes de capital para la industria. Junto a esto y para evitar mayores distorsiones, el MF realizará emisiones esporádicas de bonos en dólares pagaderos en bolívares. Adicionalmente, con el nombramiento de Isea, somos escépticos en cuanto a la posibilidad de que entren en vigencia las subastas semanales de papeles en dólares, pagaderos en bolívares, a través de la Bolsa de Valores de Caracas. En este escenario negativo para el mercado de permuta se une el hecho de que se aprobó una Ley de Ilícitos Cambiarios que contempla lo siguiente:

- Los establecimientos comerciales deben colocar un aviso al público que diga que los productos fueron adquiridos con dólar oficial para evitar especulación.
- Los cupos otorgados por CADIVI son intransferibles.
- Quien utilice los dólares para fines distintos a los declarados serán sancionados con el doble del monto en su equivalente en bolívares.
- El Ministerio de Finanzas en un lapso no mayor de seis meses deberá establecer qué oficina se encargará de las sanciones.
- La ONIDEX se incorpora en la colaboración con la autoridad cambiaria para sancionar los ilícitos (por los movimientos migratorios).
- Quienes a través de cualquier medio, sea audiovisual, escrito, radioeléctrico e informático, hable de dólar no oficial será sancionado con 1000 U/T.

En resumen, a pesar de que el Gobierno tiene holgura fiscal para mantener el TC oficial —y ese es nuestro escenario más probable—, las distorsiones en el mercado cambiario obligan a que las empresas diseñen agresivas estrategias de cobertura ante la posibilidad de una leve devaluación del tipo de cambio oficial (VEF 2,60/US$) o, el peor escenario, que su empresa simplemente no sea “prioritaria” y deje de recibir dólares preferenciales.

No podemos dejar de mencionar el hecho de que el Gobierno puede mantener el control cambiario tal y como está, buscando simplemente reducir la brecha en el mercado cambiario, para lo que cuenta con recursos suficientes. Por ello, comentamos que su propia incompetencia es la que ha magnificado las distorsiones cambiarias. En este sentido, nos hacemos eco de las palabras de Joseph Stiglitz, Premio Nobel de Economía 2001, cuando dijo que *"mientras más amplia es la brecha entre la tasa cambiaria oficial y la del mercado paralelo, hay más posibilidades de que se presenten problemas".* Estas palabras contradicen las repetidas declaraciones dadas por los voceros del Gobierno, que simplemente dicen que el mercado paralelo es un mercado “cómico” o que el que quiera comprar dólares a 6.000 que lo haga, o el tratar de negar su existencia estableciendo una ley. El Premio Nobel de Economía también comentó *que "los controles de cambio son una fuente de corrupción"* y nosotros añadimos que el incentivo a la corrupción es mayor en la medida que sea mayor el diferencial cambiario.

© Ecoanalítica. Descargado por usuario no autenticado

Si el Gobierno sabe que los problemas del mercado no oficial de divisas son poca profundidad, oferta espasmódica y opacidad, las soluciones son inyectar divisas al mercado paralelo a fin de incrementar su profundidad mediante un mecanismo transparente como el de las subastas, las cuales deberían realizarse cada semana.

Política Fiscal. El Gobierno está cómodo aunque no lo parezca

En los últimos meses, muchos analistas han asomado la posibilidad de que el Gobierno devalúe pues tiene problemas importantes de flujo de caja. ***Ecoanalítica*** no está de acuerdo con esta aseveración, ya que la cuenta que maneja Tesorería en el BCV tiene un saldo de VEB 13,4 billones al 28 de diciembre (VEF 13.400 millones), que al tipo de cambio oficial son más de US$6.000 millones. Este monto representa casi 10% del presupuesto de gastos de 2008. Otro factor que ha contribuido a alimentar esta tesis es la implementación de nuevos impuestos y el anuncio del Gobierno de aplicar vía Habilitante una reforma impositiva.

Sobre ese tema, podemos ratificar nuestra tesis de que el Gobierno Central no tiene problemas fiscales ni se avizora un escenario de stress fiscal este año. El Ejecutivo no sólo cuenta con recursos ordinarios, sino también recursos extraordinarios que superan los US$60.000 millones, incluyendo PDVSA, BANDES, Banco del Tesoro y FONDEN.

Las nuevas medidas impositivas esconden dos problemas que afectan directamente al SENIAT y no al Gobierno Central. En primer lugar, el SENIAT debe cumplir con las metas de recaudación, a pesar de la baja en la alícuota del IVA. De mantenerse el ITF durante 2008, la recaudación por este tributo podría alcanzar alrededor de VEF 10.000 millones; los cuales ayudan a resolver parte de los problemas de Vielma Mora para mantener contento al Presidente. En el año 2008, el SENIAT podría estar recaudando alrededor de VEF 80.000 millones, de aprobarse los nuevos cambios impositivos.

La otra razón que tiene el SENIAT para implementar nuevos tributos es que con la migración a empresas mixtas de los convenios operativos y operadores de la Faja, el ISLR que cancelaban estas empresas —la mayoría transnacionales—, ya no irá al SENIAT sino a PDVSA directamente. Este cambio afecta la meta de recaudación del ISLR que tenía el SENIAT. Según cálculos de ***Ecoanalítica***, el SENIAT podría dejar de percibir alrededor de US$4.780 millones (VEB 2,2 billones) por este concepto. Pero como resulta obvio, esto no afecta los ingresos del Gobierno Central, pues lo que se deja de recaudar por el SENIAT lo percibe la industria petrolera.

Como puede observarse, la nueva estructura tributaria no se debe a que el Gobierno Central tenga problemas de origen fiscal, sino al hecho de que éste sea voraz y busque a toda costa incrementar sus ingresos para no tener problemas a la hora de gastar, además de buscar a

© Ecoanalítica. Descargado no Anuario no autorizado

toda forma incrementar la acumulación de recursos extra-presupuestarios. Si existiera una coordinación entre PDVSA y el Ministerio de Finanzas (SENIAT), el Gobierno no tendría por qué incrementar los impuestos en medio de una bonanza petrolera como la actual, con precios petroleros que superan los US$80 por barril. Adicionalmente, la implementación de nuevos impuestos entra en conflicto con el objetivo del Gobierno de reducir la tasa de inflación, como en el caso del ITF.

Otro factor que debe tomarse en cuenta al analizar la gestión fiscal de 2008 es que el Ejecutivo ha venido acumulando recursos extraordinarios en diversos fondos, cuyas características principales son las siguientes: no están sujetos a control, son utilizados a discrecionalidad del Poder Ejecutivo, crecen con el tiempo y una buena parte está en divisas. El seguimiento a estos recursos extraordinarios nos permite sacar dos conclusiones. En primer lugar, el Gobierno no necesita de la devaluación como mecanismo de ajuste fiscal y, segundo, el ajuste fiscal que esperamos en el futuro puede ser gradual.

Efectivamente, el estimado de los recursos que posee el Estado venezolano asciende a US$70.000 millones, no todos en divisas. Según nuestros estimados, los recursos en dólares serían alrededor de 50% del total. En ***Ecoanalítica*** hemos venido haciendo seguimiento de estos recursos extraordinarios, y lo que destaca es que dichos recursos se han mantenido elevados a lo largo del tiempo.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autorizado

Recursos del Estado (MMM US$)	Dic-05	Mar-06	Jun-06	Sep-06	Dic-06	Mar-07	Jun-07	Oct-07
Total Activos	**75,0**	**79,5**	**82,2**	**86,5**	**71,9**	**84,0**	**98,6**	**101,0**
Gobierno Central	12,1	12,0	11,5	17,9	8,6	20,4	33,4	29,6
PDVSA	3,6	4,6	4,7	4,2	2,9	4,4	13,6	14,3
BANDES	11,5	11,5	11,6	10,9	9,6	11,2	12,1	11,3
BDT	10,6	10,7	12,9	7,5	6,6	4,9	5,1	5,2
Depositos en el Sistema Financiero	6,9	8,7	9,6	10,9	6,8	10,8	9,2	9,8
Reservas Internacionales	30,4	32,1	31,9	35,1	37,4	32,3	25,2	30,8
Total Pasivos	**50,2**	**47,8**	**44,2**	**44,9**	**45,7**	**45,7**	**55,6**	**56,4**
Deuda Externa - PDVSA	3,3	3,2	3,0	2,9	2,9	3,9	14,9	15,9
Deuda Externa - Gobierno Central	31,2	30,5	26,7	26,9	25,9	25,9	25,8	26,0
Deuda Interna - Gobierno Central	15,7	14,1	14,5	15,1	16,9	15,9	14,9	14,5
POSICIÓN NETA	**24,8**	**31,7**	**38,0**	**41,6**	**26,2**	**38,3**	**43,0**	**44,6**

El Gobierno mantiene los recursos extraordinarios en diferentes fondos, con manejos institucionales poco transparentes, lo cual dificulta la labor de seguimiento. Sin embargo, cada vez que recibimos "nueva" información, nos damos cuenta de que hemos sido hasta ahora conservadores con la estimación de recursos.

En 2008, nosotros estimamos que el total del gasto se ubique en niveles de 29,2 puntos del PIB, es decir, alrededor de US$88.040 millones (VEF 189.300 millones), lo que representa un incremento nominal de unos VEF 50.800 millones. En nuestra opinión, después de la derrota en el referéndum de diciembre, el Gobierno no puede darse el lujo de exhibir una segunda derrota en las elecciones regionales. Es por ello que la política fiscal expansiva será el principal instrumento electoral que utilizará el Presidente. El déficit fiscal para el Gobierno Central será manejable y se ubica en 1,6 puntos del PIB.

En 2009, en un escenario de caída de los precios petroleros, estimamos que el déficit fiscal se incremente hasta 4,0 puntos del PIB. Aquí surge una pregunta: ¿esto llevará al Gobierno a un escenario de crisis fiscal? Nuestra opinión es que no, pues el Gobierno cuenta, como ya hemos visto con un "colchón" que le permite postergar por un buen tiempo el ajuste.

Balance Fiscal del Gobierno Central (US$ MMM)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ingresos Totales	62,7	83,0	86,0	89,2	49,7	65,1
Ingresos No Petroleros	28,3	39,2	45,5	46,6	23,3	31,1
Ingresos Petroleros	34,2	43,8	40,5	36,6	24,2	26,5
Gasto Total	64,4	88,0	100,1	97,7	64,2	76,0
Resultado Fiscal	3,8	1,2	-2,8	-5,4	-8,4	-6,2

Fuentes: BCV y Ecoanalítica

En conclusión, la situación fiscal no representa en el mediano plazo mayor problema para el Gobierno. En Venezuela, la devaluación es el mecanismo por excelencia de corrección fiscal, dado que la mayor parte de los ingresos del Estado son generados en divisas, por lo que al encarecer el tipo de cambio, automáticamente y casi de manera "mágica" el Gobierno recibe ingresos extraordinarios. Sin embargo, un Gobierno que no tiene mayores dificultades en el plano fiscal, tiene pocos incentivos para devaluar la moneda.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

	2007E	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
Cuentas Nacionales						
Crecimiento del PIB (% anual)	8,4	6,7	4,4	1,8	(11,7)	(4,9)
Petrolero	(5,3)	2,2	2,4	2,7	3,1	3,5
No petrolero	9,7	7,3	4,5	1,5	(14,6)	(6,5)
Consumo (%Anual)	16,1	11,9	7,7	3,2	(17,4)	(7,2)
Consumo Público (% Anual)	4,8	3,5	2,6	1,9	(9,0)	1,4
Consumo Privado (% Anual)	18,7	13,5	8,7	3,5	(19,1)	(8,9)
Inversión (% Anual) (Formacion Bruta de Capital Fijo)	24,5	14,6	9,5	(3,4)	(27,0)	(6,2)
Exportaciones (% Anual)	(5,3)	1,5	1,0	0,7	2,9	4,6
Importaciones (%anual)	31,9	10,0	(9,6)	(5,0)	(22,0)	(12,0)
PIB (US$ MMM)	220,7	311,1	350,0	334,7	208,3	242,8
PIB per Cápita (US$)	8.053	11.184	12.395	11.679	7.161	8.221
Población (MM)	27,4	27,8	28,2	28,7	29,1	29,5
Inflación, Tipo de Cambio y Tasas de Interés						
Inflación al Consumidor (Fin de Año) (%)	22,5	32,1	53,7	28,7	59,8	34,5
Inflación al Mayor (Fin de Año) (%)	16,4	19,9	51,2	31,5	85,2	27,6
Tipo de Cambio Oficial (Fin de Año)	2.150	2,2	3,2	4,3	10,0	10,5
Tipo de Cambio Oficial (Promedio)	2.150	2,2	3,1	4,2	9,5	10,5
Tasa de Interés (Fin de Año) (%)	22,5	29,1	38,7	25,7	38,5	41,5
Tasa de Interés (Promedio) (%)	17,4	25,8	33,9	32,2	32,1	40,0
Tasa de Interés Pasiva (Fin de Año) (%)	11,2	15,5	20,6	13,7	25,5	27,5
M2 (Fin de Año) (Bs. Miles de Millones)	155.600	204	263	309	420	484
M2 (% Anual)	29,8	31,0	29,2	17,2	36,2	15,2
Indicadores de Política Fiscal						
Ingresos fiscales, (% del PIB)	28,4	26,7	24,6	26,6	23,9	26,8
Ingresos Petroleros, (% del PIB)	15,5	14,1	11,6	10,9	11,6	10,9
Ingresos no Petroleros, (% del PIB)	12,8	12,6	13,0	13,9	11,2	12,8
De los cuales utilidades Cambiarias y Otros, (% del PIB)	0,1	0,0	0,0	1,8	1,1	3,1
Total Gasto, (% del PIB)	29,2	28,3	28,6	29,2	30,8	31,3
Gasto Primario, (%del PIB)	27,3	26,3	26,4	26,9	28,3	28,9
Intereses, (% del PIB)	1,9	2,0	2,2	2,3	2,5	2,4
Balance Fiscal, (% del PIB)	(0,8)	(1,6)	(4,0)	(2,6)	(6,9)	(4,5)
Balance Fiscal primario, (% del PIB)	1,1	0,4	(1,9)	(0,3)	(4,4)	(2,1)
Amortización, (% del PIB)	1,9	2,3	2,3	2,7	2,3	2,3
Necesidades de Financiamiento (% PIB) a	2,7	3,9	6,3	5,3	9,3	6,8
Gasto Cuasifiscal, (% del PIB)	6,7	6,0	5,0	4,7	1,1	0,9
Balance Cuasifiscal no Petrolero, (% del PIB)	(23,0)	(21,7)	(20,6)	(18,2)	(19,6)	(16,3)
Perfíl de Deuda						
Reservas Internacionales (US$ MMM)	33,5	29,7	27,5	21,5	21,9	24,7
Deuda Publica Total (US$ MMM)	43,4	46,4	46,0	43,6	37,9	38,6
Deuda Interna (US$ MMM)	15,9	16,0	13,6	12,1	7,3	8,9
Deuda Externa (US$ MMM)	27,5	30,4	32,4	31,5	30,6	29,7
Deuda Pública Total (% del PIB))	19,7	14,9	13,1	13,0	18,2	15,9
Deuda Externa (% de las Exportaciones)	39,6	44,6	57,6	62,0	63,7	62,8
Tasa de Servicio de Deuda b	6,6	6,7	8,1	9,0	9,5	9,6
Balanza de Pagos						
Precio del Petróleo	65,1	63,1	50,5	45,4	43,2	41,9
Cuenta Corriente (% PIB)	9,9	4,1	1,4	0,3	3,6	4,4
Cuenta Corriente (US$ MMM)	21,8	12,6	4,9	1,0	7,4	10,7
Balanza Comercial (US$ MMM)	25,1	18,3	10,2	6,1	12,3	15,1
Exportaciones (US$ MMM)	69,5	68,2	56,2	50,8	48,0	47,3
Importaciones (US$ MMM)	(44,5)	(49,8)	(46,1)	(44,7)	(35,7)	(32,2)
Balanza de Servicios y Transferencias (US$ MMM)	(3,3)	(5,7)	(5,3)	(5,1)	(4,9)	(4,4)
Cuenta de Capital (US$ MMM)	(27,7)	(16,4)	(7,1)	(7,0)	(7,0)	(7,9)
Inversión Extranjera Directa (US$ MMM)	0,9	0,8	0,7	0,8	0,7	0,8
Mercado de trabajo						
Desempleo (%)	8,6	8,3	9,0	9,5	12,9	13,3
Cambio de Salarios Reales (% Anual)	(1,0)	0,5	(0,3)	(2,1)	(13,7)	(5,7)

(a) (Amort + Deficit fiscal). (b) (Amort+Interes Deuda Externa)/Exportacion de bienes y servicios.

Fuentes: Ministerio de Finanzas, Oficina de Presupuesto, Banco Central de Venezuela, Instituto Nacional de Estadísticas y Ecoanalítica

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado