



Año 4, Número 02  
Trimestre II

**VENEZUELA NO ENFRENTARÁ  
UN AJUSTE  
MACROECONÓMICO  
SIGNIFICATIVO EN LOS  
PRÓXIMOS CINCO AÑOS**

**Redacción:**  
Alejandro Grisanti  
Asdrúbal Oliveros  
Michael Penfold

*Prohibida su reproducción  
y distribución*

---

## Actualización Perspectivas Económicas 2008 – 2012

---

En nuestro reporte **Perspectivas** de inicios de este año señalábamos que 2008 iba a representar un año bastante bueno con un clima político menos radicalizado. Sin embargo, manteníamos invariable nuestra premisa de que más allá de 2010 el modelo económico venezolano comenzará a hacer aguas y entre 2011 y 2012, se producirá una crisis significativa en la economía venezolana que ameritará un programa de ajuste con un costo elevado para la sociedad.

Hoy por hoy, nuestra percepción ha cambiado. Y este cambio es debido principalmente a nuestros estimados en cuanto al precio petrolero, no sólo para Venezuela sino en los mercados internacionales. En **Ecoanalítica** hemos revisado los estimados de precios petroleros para el WTI y el Brent, de diversas fuentes (EIA, Petrologistics, OPEP, FMI, JP Morgan, Barclays, entre otros) y ninguno de ellos observa una caída profunda de los precios petroleros, es decir, una caída superior al 40%, para los próximos años. De hecho, muchos analistas, como por ejemplo la EIA, estiman que los precios petroleros no van a caer, sino que por el contrario mostrarán una tendencia al alza. Con esto en mente, hemos reconsiderado nuestro escenario de precios para la cesta petrolera venezolana y con ello han cambiado también la mayoría de los indicadores.

El cambio fundamental en nuestras proyecciones es que no avizoramos en los próximos cinco años un ajuste macroeconómico significativo, como los ocurridos en 1989, 1996 o 2002, ni un desmontaje del control cambiario. Sin embargo, este último sufrirá modificaciones importantes manteniendo una premisa fundamental: el control de las importaciones.

El período 2008 – 2012 se caracterizará por:

- Una economía sometida a un proceso de desaceleración, que pasa de un crecimiento de 6,7% en 2008 a apenas 1,2% en el 2012. El consumo seguirá siendo el componente más dinámico. Un cambio fundamental con respecto al modelo imperante en los años previos es que el Gobierno establecerá un control a las importaciones, lo que desacelerará el crecimiento de las mismas.
- El precio de la cesta venezolana pasará de US\$ 81,1 por barril en 2008 a US\$ 55,3 por barril en 2012, es decir, una caída de 31,8%. Este escenario es conservador, pero en Ecoanalítica tratamos de ser siempre muy modestos en cuanto a la estimación de precios petroleros. En cuanto a la producción, asumimos que PDVSA realizará las inversiones necesarias para evitar una caída más profunda en la producción.
- La inflación seguirá siendo un dolor de cabeza para el Gobierno, sin ninguna posibilidad de reducirla a niveles de un dígito. En promedio, la inflación durante estos cinco años rondará el 25%.
- Importantes metamorfosis en el régimen de control de cambio para garantizar su supervivencia. Aquí no se descarta ni un reconocimiento tácito al mercado paralelo de divisas ni la implantación de un régimen dual.
- En el período en cuestión, el Gobierno modera el crecimiento del gasto público pues el efecto de la sobrevaluación cambiaria tiene impactos significativos en los ingresos fiscales petroleros. La devaluación del tipo de cambio oficial permite al Gobierno “cuadrar” sus cuentas fiscales.
- El problema de la confianza se mantiene, no sólo en la inversión privada con un crecimiento insuficiente, sino también en los niveles importantes de salida de capitales. Adicionalmente, las distorsiones del control cambiario hacen que de un superávit equivalente a 8,3 puntos del PIB en 2008 se reduzca hasta 1,6 puntos del PIB en 2012.
- Seguimos creyendo que el Gobierno buscará profundizar la orientación económica socialista, con una inyección importante de recursos y modificaciones en el campo legal e institucional.

Por otra parte, en este informe de **Perspectivas** incorporamos las conclusiones de nuestro tercer foro interactivo, realizado el pasado 04 de marzo. Por tercera vez, en un evento de este tipo, se obtenía en tiempo real las opiniones de los asistentes, especialmente las relativas al comportamiento futuro de las principales variables macroeconómicas. De esta manera, pudimos contrastar nuestras proyecciones económicas con las opiniones de los principales gerentes de las empresas venezolanas presentes en dicho evento.

Téngase presente que en esta tercera edición del foro de Ecoanalítica, 50% de los asistentes trabaja en el área de Finanzas, 12% en Planificación y 11% en Mercadeo y Ventas. El resto (27%) pertenecía a las áreas de producción, recursos humanos, tecnología y otros. Por otro lado, 26% pertenece a los rubros de Comercio y Servicios, otro 26% al Sistema Financiero, 13% a Manufactura y 9% a Telecomunicaciones y Electricidad. El 26% restante pertenecía a empresas petroleras, salud y agroindustria, construcción e inmobiliario, entre otros.

---

## Producto Interno Bruto. La economía se desacelera

---

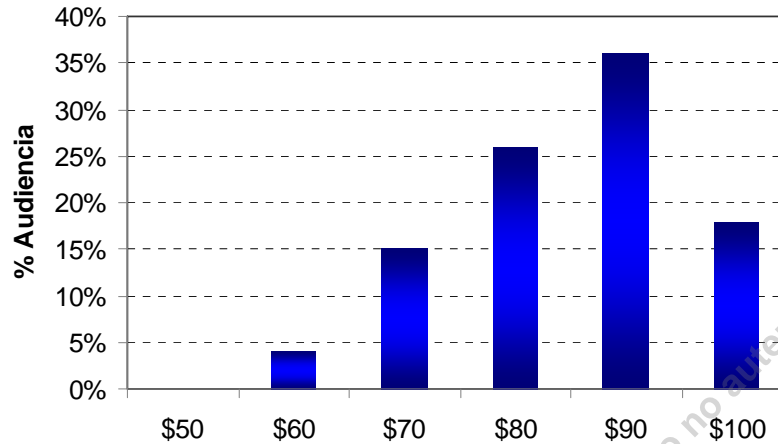
De acuerdo a las cifras estimadas por el BCV, a precios constantes para 2007, la economía venezolana creció 8,4% durante 2007. Con este resultado la economía venezolana registró por cuarto año consecutivo un crecimiento que el BCV califica de “*sostenido, generalizado y significativo*”. El sector no petrolero mostró una expansión de 9,5%, mientras que el petrolero tuvo una caída de 4,2%. Por sector institucional, se tiene que el sector público creció 15,3%, mientras que el privado un poco más de la mitad de éste, 8%.

Según nuestras estimaciones, para 2008 la economía venezolana tendrá un crecimiento de 6,7%. El sector no petrolero aumentará 7,3%, mientras que el petrolero tendrá una expansión de 2,2%. Esta expansión está sustentada en una leve recuperación de la producción petrolera en alrededor de 45.000 bpd respecto al promedio de 2007.

Al inicio y al final del Foro de Perspectivas, se le preguntó a la audiencia sus expectativas en torno a las principales variables macroeconómicas. La razón para repetir la consulta era determinar si los asistentes cambiaban de opinión luego de escuchar a los expositores. Los resultados finales se incluyen en el presente trabajo.

Respecto al precio del petróleo venezolano, el promedio de la audiencia considera que los mismos se ubicarán alrededor de US\$ 85 por barril al cierre del presente año. El promedio de la audiencia considera que el precio petrolero sufrirá poca variación para el próximo año y lo ubica en US\$ 83,1 por barril. En **Ecoanalítica** esperamos que el mismo sea de US\$ 70 por barril. Estamos conscientes de que es un estimado bastante conservador, pero la lógica detrás de ello es que preferimos construir nuestros escenarios con un precio moderado, de tal manera que cualquier mejora en la cesta de crudo se traduzca en un cambio positivo, especialmente en lo relativo al crecimiento económico, al sector externo y al resultado fiscal.

Precio Petrolero- Foro Ecoanalítica  
US\$ p/b

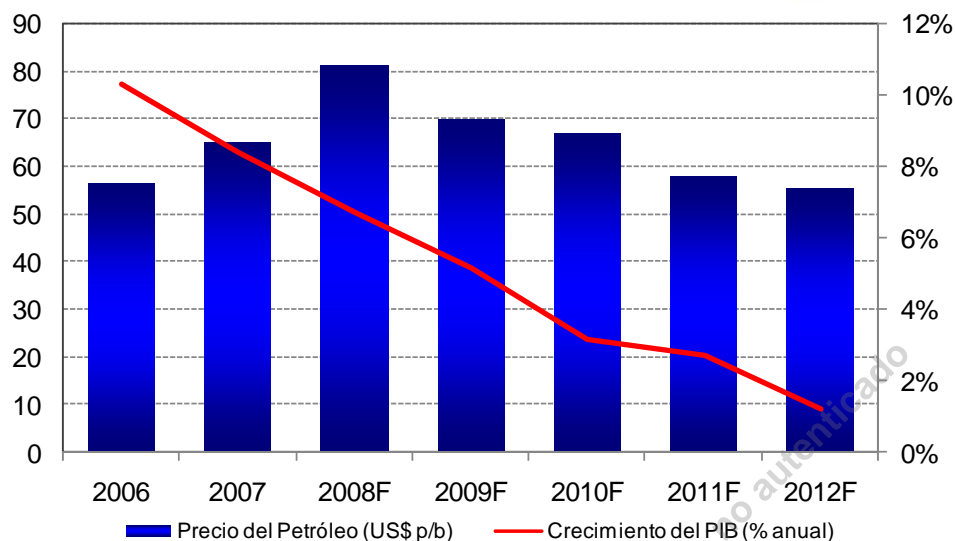


Fuente: Foro Ecoanalítica Marzo-08

Es importante destacar que es cada vez más difícil para los hacedores de políticas incrementar el crecimiento de la economía con altos precios petroleros. 2008 es un buen ejemplo. A pesar de que estimamos que la cesta petrolera venezolana tendrá un promedio de US\$ 81,1 por barril, la economía venezolana crecerá menos que en 2007, cuando el precio petrolero promedió alrededor de US\$ 65 por barril.

En el escenario de los próximos años con una caída relativa en los precios petroleros, el impacto en la tasa de crecimiento de la economía es evidente, especialmente en un ambiente de crecimiento reducido de la producción petrolera. Entre 2007 y 2006, la caída en la producción petrolera venezolana fue de alrededor de 192.000 bpd. En **Ecoanalítica** estimamos que la producción petrolera venezolana se incremente en aproximadamente 200.000 bpd entre 2008 y 2012. Es decir, en 2012, la producción petrolera venezolana estaría en niveles de 2006, que no es precisamente el mejor año de desempeño petrolero.

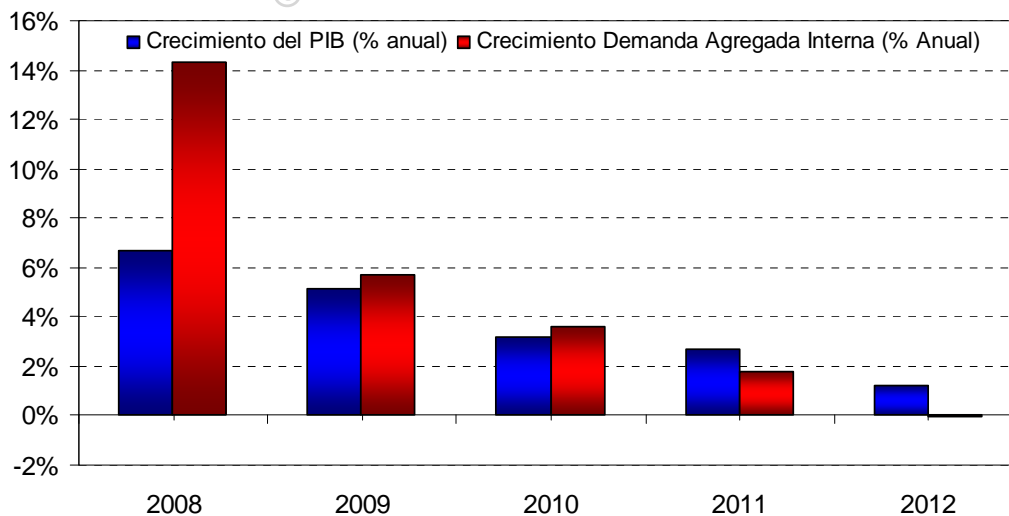
## Crecimiento del PIB y precio petrolero



Fuentes: MF, BCV y Ecoanalítica

El desempeño de la economía continuará siendo estimulado por la expansión de la demanda agregada interna, cuyo incremento para 2007 se ubicó en 19,3%, variación que duplicó la del PIB. El resultado de la demanda agregada interna se sustentó en el aumento del consumo final privado cercano al 19% y en el de la inversión en torno al 25%. El consumo privado y la inversión continuarán con elevadas tasas de crecimiento; en el caso de la segunda, impulsado principalmente por el sector público, pues la inversión del sector privado no crece lo suficiente para hacer frente a la expansión de la demanda, a pesar de que se ha elevado en los últimos años.

## Crecimiento del PIB vs. Crecimiento de la Demanda Agregada Interna (2008-2012)



Fuente: BCV y Ecoanalítica

En este respecto, el promedio de los consultados en el foro considera que el crecimiento económico en 2008 se ubicará en niveles de 3,8%, por debajo de nuestro estimado de 6,7%. Para 2009, estiman una expansión de la actividad económica de 3,2%. Este resultado, a simple vista, luce contradictorio con un estimado de precio petrolero por encima de US\$ 80 por barril. Una posible explicación a esto es que la audiencia está considerando que las fuertes distorsiones en la economía venezolana (elevada inflación, restricción de divisas, subida de tasas, entre otras) impiden una expansión mayor de la actividad económica.

Si bien es cierto que la audiencia del foro ve menor crecimiento, no avizora una contracción significativa. De hecho, al preguntársele cuál será la estrategia de inversión para 2008, 45% señaló que será de moderado incremento, 28% no considera cambios respecto a lo aplicado en 2007 y un 18% está pensando en una reducción.

---

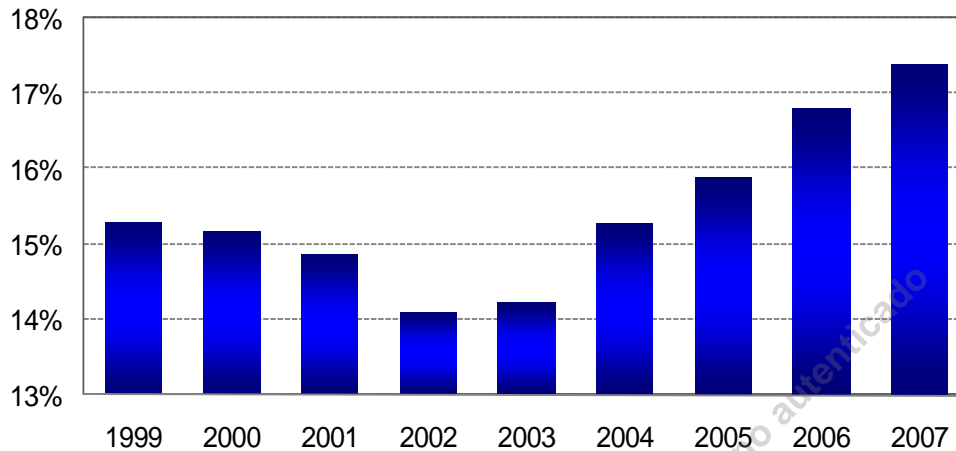
## **Empleo y salarios. Todas las mejoras sustentadas en el Estado**

---

En vista de que estamos considerando mayores precios petroleros, con lo cual también se ajustó la tasa de crecimiento de la economía, el desempleo en Venezuela durante los próximos años no sufrirá mayores sobresaltos. Por supuesto, esto dentro de un contexto que engloba varios aspectos, a saber:

1. Los cambios metodológicos realizados por el INE que implican modificaciones en los conceptos de desempleado, informalidad, población inactiva, actividades económicas, entre otras. Estos cambios están provocando una subestimación importante en la tasa de desempleo.
2. El papel del Estado como empleador. Según datos del INE, entre 2003 y 2007, la nómina de empleados públicos aumentó 40,6%, y según el BCV, el aumento de los salarios en el mismo período fue de 198%. En ese lapso, en el sector privado la nómina creció 11% y los sueldos aumentaron 85,9%. En nuestra opinión, esta tendencia se mantendrá también entre 2008 y 2009. Es probable que a partir de 2010, el Estado este incapacitado para incrementar aún más su nómina.
3. El peso de la inflación. Al considerar la inflación acumulada entre los mencionados años (95,2%), se observa que el salario real de un trabajador promedio del sector privado cayó 4,8%, en contraste con un alza de 52,5% en el salario real de los empleados públicos. Sin embargo, el Estado no podrá seguir incrementando las remuneraciones a este ritmo, pues representa una onerosa carga. Uno de los puntos principales de nuestras perspectivas es que a partir de este año comienza a verse un deterioro en los salarios reales. Este deterioro será más pronunciado en el sector privado, producto de la elevada inflación y la devaluación del tipo de cambio.

## Empleo Público (% del empleo total)



Fuentes: INE y Ecoanalítica

Otro aspecto que nos genera preocupación es que esperamos un incremento importante en los costos laborales para la empresa, especialmente lo relativo a la Ley del Trabajo y la vuelta a la retroactividad de las prestaciones sociales. Adicionalmente, según los expertos en materia laboral, las empresas venezolanas se tendrán que adecuar este año a lo que establecen las nuevas leyes laborales creadas en los últimos años, y se enfrentarán a una mayor supervisión de los entes gubernamentales encargados de hacer valer esas normativas. Por ende, desde el punto de vista presupuestario tendrán que invertir mayores recursos para cumplir con las nuevas reglas. Según cálculos nuestros, por cada VEF 1,00 que la empresa utiliza para cancelar el salario a cada trabajador, debe invertir VEF 1,88 adicionales por la aplicación de las nuevas leyes y normativas laborales. Estimamos que más allá de 2008, los costos laborales de las empresas tendrán un incremento promedio de 25%.

Por el lado del sector público, avizoramos conflictos sindicales importantes, principalmente en lo que se refiere al sector eléctrico, construcción y CVG, en especial en lo que concierne a la discusión de nuevos contratos colectivos.

---

### **Inflación. Elevada, pero contenida gracias a los altos precios petroleros**

---

Tanto en 2006 como en 2007, el fuerte crecimiento de la economía no estuvo acompañado de un descenso en la tasa de inflación. Según el BCV, durante 2007 la inflación se ubicó en 22,5%, superior al 17% reportado en 2006 y también más alta al estimado oficial de 12%.

El año 2008 arrancó con una inflación elevada. De acuerdo al BCV, en los dos primeros meses del año la tasa de inflación (medida en el Área Metropolitana de Caracas) se ubicó en 5,75%, ligeramente superior a la observada en el mismo período del año pasado (3,4%). Peor aún, la tasa anualizada de los últimos dos meses se ubica en 31,1%, y esto en medio de un

gobierno que dice haber tomado más de 20 medidas para controlar la inflación, según Haiman El Troudi.

Un hecho importante a destacar lo constituye el cambio del año base por parte del BCV para el índice de inflación y la publicación a partir de abril, de un índice nacional con una muestra de diez ciudades representativas del país.

Con el cambio del año base, el BCV ha introducido mejoras metodológicas y operativas entre las cuales se encuentran: 1.- actualización de la base del índice, adoptándose el mes de diciembre de 2007, en lugar del año 1997. De ahora en adelante el 100 corresponde a diciembre de 2007. 2.- se amplía de 287 a 351 el número de rubros de la canasta, en el caso de Caracas, y de 287 a 343 para Maracaibo. Entre más rubros se midan, mejor será el estimado del incremento de los precios. 3- se actualiza la estructura de ponderaciones de los rubros en la canasta, con base en los resultados de la III Encuesta Nacional de Presupuestos Familiares, levantada durante el año 2005. Es decir, la actual canasta de consumo refleja en mejor medida al consumidor promedio venezolano de la actualidad. 4.- se aumenta el número de establecimientos en la muestra de 2.000 a 2.800, en Caracas, y de 1.325 a 2.225 en Maracaibo. En opinión de **Ecoanalítica**, estos cambios introducidos por el BCV se hicieron bajo estrictos criterios técnicos y sin consideraciones políticas.

Adicionalmente, estos cambios son parciales, ya que el BCV creó el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), el cual incluirá las diez ciudades más importantes del país, y cuyos primeros resultados se divulgaron a partir del mes de abril del presente año. Nuestra única observación sobre este punto es que el BCV debe seguir publicando la serie histórica del índice de precios del Área Metropolitana de Caracas, pues es una serie que data de los años 50 y que además es la más usada para los cálculos contables y empresariales. La publicación de los nuevos índices no tiene porque hacer desaparecer éste.

### **Estructura de ponderaciones del INPC Por Áreas Metropolitanas y Distritos**

| <b>Área</b>            | <b>Ponderaciones</b> |
|------------------------|----------------------|
| Caracas                | 22,3%                |
| Maracay                | 2,7%                 |
| Barquisimeto           | 4,6%                 |
| Valencia               | 4,2%                 |
| Maracaibo              | 7,5%                 |
| Mérida                 | 1,2%                 |
| San Cristobal          | 2,1%                 |
| Ciudad Guayana         | 3,6%                 |
| Pto. La Cruz-Barcelona | 3,2%                 |
| Maturín                | 3,5%                 |
| Resto                  | 45,0%                |

Fuente: BCV y Ecoanalítica

Nuestro pesimismo respecto a la tasa de inflación en los años venideros y particularmente 2008 se debe a tres factores: 1.- El fuerte incremento de los precios de los alimentos en los mercados internacionales, 2.- La implementación del Impuesto a las transacciones Financieras y 3.- La percepción de que el tipo de cambio no es sostenible o de que “mi empresa no va a seguir siendo objeto de dólares preferenciales”. Sin embargo, debe decirse que un mayor precio petrolero, unido a cierta flexibilización en el control de precios, nos llevaron a bajar el estimado de inflación para 2008 desde 32,1% a 27,8%.

Para 2009, esperamos que la tasa de inflación alcance 30,4%, pues en ese año, esperamos una devaluación de aproximadamente 30%. En los años siguientes, la inflación se mantendrá en alrededor de 22%. Esto no quiere decir que las distorsiones hayan desaparecido en su totalidad, sino que la bonanza petrolera permite soportarlas.

Nuestros asistentes al foro esperan una tasa promedio de inflación de 30,5% en 2008 y de 26,4% para 2009.

---

## **Tasas de interés y política monetaria. El control de cambio sigue favoreciendo el endeudamiento en bolívares**

---

En los últimos meses del año pasado y los primeros de este año, tanto el BCV como el Ministerio de Finanzas han estado bastante activos en controlar el crecimiento de la liquidez monetaria, además de producir otros cambios en el sistema financiero que han provocado, por un lado, que el crecimiento de la liquidez cayera drásticamente y, por otro, una subida en las tasas de interés.

De hecho, el año pasado, la liquidez tuvo una variación en términos reales de 4,1% y en lo que va de año, la misma se ha contraído 6,5% en relación con el mismo período del año anterior. Esta contracción de la liquidez en este primer trimestre tiene que ver con varios factores:

- Una reducción de los pagos de la Tesorería Nacional que se ha confundido con una crisis de flujo de caja del Gobierno.
- Continuación del proceso de migración de los fondos del Estado (depósitos y fideicomisos) desde la banca privada a la banca pública.
- Efecto rezagado de las medidas de encaje legal tomadas por el BCV el pasado año.

**Ecoanalítica** considera que este año el BCV continuará esta tendencia de frenar el crecimiento de la liquidez, pero en el segundo semestre del año, la misma se tropezará con un Ejecutivo que realizará una fuerte expansión del gasto, dada la dinámica electoral. De esta manera, esperamos que el crecimiento de la liquidez se ubique en 38,8% en comparación con el cierre de 2007. Para 2009, en un escenario de devaluación del tipo de cambio oficial, la liquidez crecerá 34,7%.

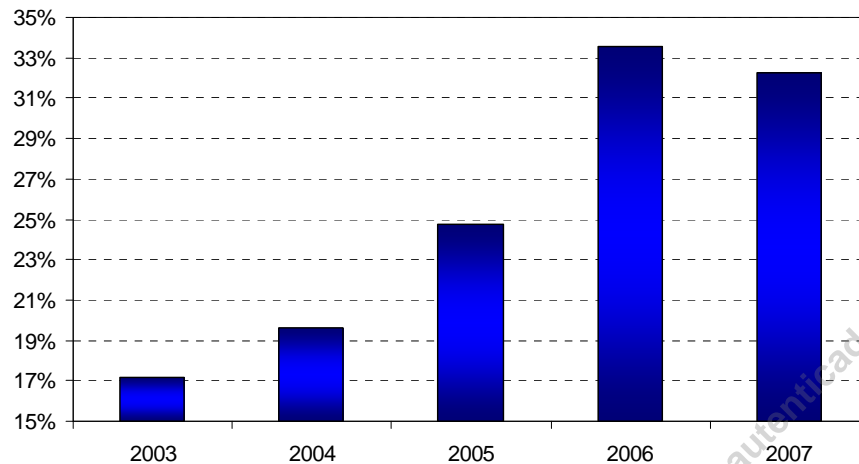
En el caso de las tasas de interés, el BCV está decidido a frenar el consumo y por ende ha incrementado las tasas de tarjetas de crédito, a su vez que ha establecido tasas máximas para determinados sectores y ha subido también las tasas de ahorro y depósitos a plazo. En este contexto, la tasa activa, en promedio, será más elevada que en años anteriores. Para 2008, la ubicamos en 23,8% y para 2009 en 24,2%. Los asistentes al foro son un poco más pesimistas que nosotros, pues esperan una tasa activa promedio de 29,4% en 2008 y de 31,9% en 2009.

A pesar de que las tasas de interés, en perspectiva, serán más elevadas, las distorsiones del control cambiario reflejan que las mismas continuarán estando por debajo de la inflación; por lo que continuará el desestímulo al ahorro y el endeudamiento en bolívares no puede ser descartado.

Por último, queremos destacar que reducir la inflación en este contexto monetario es más complicado. El incremento de la liquidez en los últimos años ha provocado un incremento en el indicador de M2 sobre PIB, conocido como la “demanda de dinero”. Aquí es importante una aclaratoria; desde la aplicación del control cambiario podemos hablar de una demanda de dinero obligada, pues los agentes económicos no tienen libre convertibilidad de activos, es decir, no existen las facilidades para convertir los activos en bolívares en activos en dólares.

Dicho esto, podemos ver que este indicador a principios de la década de los ochenta alcanzó niveles elevados (por encima de 40%). Sin embargo, con la crisis económica iniciada después del “viernes negro”, la demanda de dinero inició un proceso de caída que se profundizó con la crisis financiera de 1994, alcanzando niveles mínimos por debajo de 20%. En palabras sencillas, la economía venezolana inició un proceso de desmonetización, en donde los venezolanos y residentes del país mantenían una proporción mínima de sus activos en moneda nacional. En los últimos años, dada la presencia del control cambiario y la expansión de la actividad económica, este índice ha venido recuperándose.

**M2/PIB**



Fuente: BCV y Ecoanalítica

Por ello, el incremento en los niveles de monetización de nuestra economía seguirá incidiendo en la tasa de inflación de los siguientes años, producto de la expansión fiscal, el control de cambio y el traspaso de reservas internacionales.

## **Balanza de pagos. Buenos indicadores externos gracias a los altos precios petroleros**

La cuenta corriente del año pasado presentó un superávit de US\$ 20.001 millones debido a los altos precios del petróleo. Este superávit fue 26% menor que el registrado el año anterior. Las exportaciones petroleras totalizaron US\$ 62.555 millones, es decir, apenas 7% superior a las del año 2006. Por otra parte, las exportaciones no petroleras alcanzaron US\$ 6.610 millones, reduciéndose 2%. Los incentivos generados por el control de cambio siguen impulsando las importaciones, las cuales aumentaron un 40%, en comparación con el mismo período del año anterior, y alcanzaron la cifra de US\$ 45.463 millones.

| <b>BALANZA DE PAGOS<br/>(Resumen General)</b> | <b>2006</b> | <b>2007</b> | <b>Var (%)</b> |
|---|-------------|-------------|----------------|
| <b>Cuenta Corriente</b>                       | 27.149      | 20.001      | -26%           |
| <b>Saldo en Bienes</b>                        | 32.712      | 23.702      | -28%           |
| <b>Exportaciones Petroleras</b>               | 58.438      | 62.555      | 7%             |
| <b>Exportaciones No petroleras</b>            | 6.772       | 6.610       | -2%            |
| <b>Importaciones de Bienes f.o.b.</b>         | -32.498     | -45.463     | 40%            |
| <b>Saldo en Servicios</b>                     | -4.433      | -5.851      | 32%            |
| <b>Otros</b>                                  | -1.130      | 2.150       | -290%          |
| <b>Cuenta Capital</b>                         | -22.011     | -25.743     | 17%            |
| <b>Cuenta Capital del Sector Publico</b>      | -10.753     | -5.943      | -45%           |
| <b>Cuenta Capital del Sector Privado</b>      | -11.258     | -17.361     | 54%            |
| <b>Variacion en Reservas Internacionales</b>  | 5.138       | -5.742      | -212%          |

Fuentes: BCV y Ecoanalítica

En lo que respecta a la cuenta de capitales, el resultado estuvo determinado por un déficit del sector público de US\$ 25.255 millones, mientras que el saldo de la cuenta de capitales del sector privado presentó un déficit de US\$ 488 millones. Estas cifras publicadas recientemente por el BCV presentan distorsiones importantes. Por un lado, la cuenta de errores y omisiones del sector público muestra un déficit de US\$ 19.312 millones, es decir, 76% del total. En el caso del sector privado, la situación también es preocupante, dicha cuenta muestra un superávit de US\$ 16.873 millones. Francamente, esta cifra nos luce sospecha y esperamos que el BCV la aclare.

Con estos números, la partida de salida de capitales privados sería positiva, es decir, habría entrada de capitales privados y por un monto de US\$ 396 millones. Sin embargo, esta cifra incluida en el *Informe del BCV a la Asamblea Nacional* contradice las cifras dadas a conocer por el BCV en febrero pasado, cuando indicó que existe una salida de capitales de US\$ 19.000 millones.

Con estos polémicos resultados de cuenta corriente y de cuenta de capitales se logró, para el año pasado, una desacumulación de reservas de US\$ 5.742 millones.

En **Ecoanalítica** mantenemos nuestra tesis de que el excelente desempeño de la balanza de pagos está sustentado exclusivamente en el sector público. Adicionalmente, el control de cambio, al crear un diferencial entre el cambio paralelo y el cambio oficial, incentiva las importaciones, lo cual a su vez disminuye la fortaleza externa. En nuestras proyecciones, con un precio petrolero para la cesta venezolana de US\$ 81,1 por barril para 2008, el superávit de cuenta corriente es de apenas 8,3 puntos del PIB. Paradójicamente los controles de cambio en Venezuela se traducen en un subsidio al sector importador y también en un incentivo para la salida de capitales. Adicionalmente, el aprovechamiento del diferencial cambiario por parte del Ejecutivo Nacional para la emisión de bonos denominados en dólares pero pagaderos en bolívares ha subsidiado la salida de capitales. Dada la fortaleza actual de los precios petroleros, todo parece indicar que Venezuela mantendrá en los años venideros su fortaleza en las cuentas externas.

---

## **Política cambiaria. CADIVI con metamorfosis importante**

---

Venezuela posee una serie de factores estructurales por los cuales los controles de cambio terminan produciendo los efectos contrarios a los esperados. Es decir, los controles de cambio en Venezuela, durante su aplicación, han originado una profunda crisis de balanza de pagos, alta depreciación de la moneda, gran incremento de la inflación y tasas de interés reales negativas. Estos efectos se magnifican cuando la aplicación del control de cambio llega a su fin. **Ecoanalítica** mantiene la tesis de que el control cambiario actual no será la excepción.

| CADIVI                             | 2002   | 2003 - 2007 |
|------------------------------------|--------|-------------|
| Precio del petróleo (US\$/bl)      | 25,6   | 45,8        |
| Producción petrolera (MMbl)        | 3,4    | 2,4         |
| Crecimiento del PIB                | -8,9%  | 11,2%       |
| Sector Petrolero                   | -14,2% | 0,8%        |
| Sector No Petrolero                | -6,0%  | 11,9%       |
| Reservas Internacionales (MMUS\$)  | 14.900 | 29.400      |
| Tasa de Cambio Oficial (VEF/US\$)  | 1,4    | 2,0         |
| Tasa de Cambio Paralelo (VEF/US\$) | N/A    | 3,4         |
| Tasa de Depreciación Promedio      | 86,8%  | 22,9%       |
| Tasa de Interes Promedio           | 37,1%  | 18,1%       |
| Inflación                          | 31,2%  | 22,6%       |
| Cuenta Corriente (MMUS\$)          | 7.600  | 19.940      |

Fuente: Ecoanalítica

Lo primero que quisiéramos comentar es que **Ecoanalítica** no prevé una flexibilización del control de cambio y mucho menos su eliminación. La reforma a la Ley de Ilícitos Cambiarios es una señal clara de que el oficialismo está transitando un sendero que ya nuestro país ha recorrido en el pasado, con efectos nefastos para su economía y sobre todo para los sectores más pobres de la población.

No es un secreto para nadie que el control de cambio es altamente vulnerable. En el caso de una caída de precios, tanto las cuentas fiscales como el control de cambio serán insostenibles. En resumidas cuentas, nos enfrentaríamos a un cuadro de fuerte recesión fiscal, con una macro devaluación e incremento de la inflación. Lo más negativo de todo lo expuesto es que entre más infle el gobierno estas distorsiones, mayor será la fuerza de explosión de las mismas. Creemos, como lo hemos comentado anteriormente, que existen suficientes recursos como para evitar el ajuste mencionado como mínimo hasta 2012.

Por otra parte, 2008 se ha iniciado con un agravamiento de las distorsiones en materia cambiaria, con un CADIVI más selectivo a la hora de entregar divisas, atrasos en dicha entrega e incremento importante de los precios, sin mencionar una profundización del desabastecimiento y la escasez. Hoy por hoy, los rumores apuntan hacia la implementación de un sistema de cambio dual o diferenciado que implique una legalización del mercado permuta. En nuestra opinión, creemos que el Gobierno no va a optar por un sistema de este tipo por ahora; aunque no descartamos que el mismo se apruebe más adelante.

En el ínterin, durante 2008, CADIVI estará liquidando para importaciones prioritarias alrededor de US\$ 2.032 millones mensuales. En **Ecoanalítica** somos de la opinión de que este año el Ejecutivo Nacional está resuelto a intervenir más directamente en las decisiones de entrega de divisas por parte de CADIVI. El organismo administrador de divisas ha dicho que tiene tres

sectores prioritarios: alimentos, medicamentos y bienes de capital. Es muy probable que los otros sectores estén recibiendo menos cantidad de divisas de las que solicitaron o aspiraban.

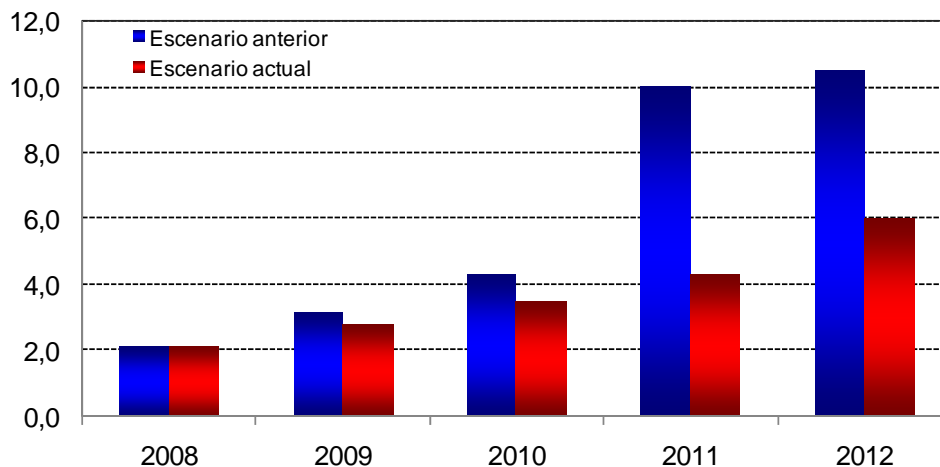
Por el otro lado, el Gobierno continuará entregando notas estructuradas en una primera etapa; hasta ahora se han adjudicado al sistema financiero alrededor de US\$ 1.000 millones, por lo que todavía quedan unos US\$ 1.920 millones (sin incluir las que se vencen este año).

El MF ha dicho que a partir de abril se comenzarán a realizar las emisiones de deuda e indicó que "se harán las colocaciones necesarias para atender los pagos y proyectos del Gobierno". Esto incluye los US\$ 1.000 millones en bonos argentinos que tiene el Gobierno. En días pasados se ha dicho que el Gobierno estaría dispuesto a salir a los mercados internacionales con tres emisiones de deuda. La primera sería en abril por US\$ 1.700 millones. En **Ecoanalítica** tenemos dos preocupaciones: la primera es el hecho de que los excedentes de liquidez se encuentran en niveles mínimos y esto pudiera afectar las colocaciones, especialmente en el primer semestre, pues el gasto subirá fuertemente en el segundo; nuestra segunda preocupación es si con el panorama económico internacional, Venezuela conseguirá condiciones atractivas para colocar bonos. Si todo dependiera de los precios petroleros, esta preocupación no existiría, pero hay otros factores en juego.

Lo más probable es que el Gobierno emita un bono del Sur, con un combo de bonos argentinos y venezolanos. Esta primera emisión podría ser por unos US\$ 1.500 millones.

Respecto al tipo de cambio, seguimos manteniendo nuestra tesis de no devaluación del tipo de cambio oficial para este año. En 2009, asumimos una devaluación de 30%, menor a la estimada por nosotros previamente (47%). De hecho, nuestros actuales estimados del tipo de cambio para los años venideros son sustancialmente más bajos que los calculados en nuestro último reporte. La razón de ello es que vemos un escenario petrolero más benevolente.

**Tipo de Cambio Oficial- Fin de año**  
VEF/US\$



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

Al consultar a la audiencia del foro respecto al tipo de cambio oficial, el promedio que emitieron los asistentes se ubica en VEF 2,44 para 2008. Es decir, la audiencia está asumiendo que habrá una devaluación promedio de 13,5%. Sin embargo, es importante comentar que un 72% de la audiencia tiene la misma opinión de Ecoanalítica: el tipo de cambio no se devaluará este año. Respecto a 2009, la situación es distinta. El promedio expresado por los asistentes al Foro fue de VEF 3,38 por dólar, lo que implicaría una devaluación de 57% respecto al cambio actual de VEF 2,15.

---

## **Política Fiscal. Seguimos nadando contracorriente: El Gobierno sigue cómodo**

---

En nuestro anterior reporte de Perspectivas escribimos:

*“En **Ecoanalítica**... ratificamos 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 los recursos ordinarios sino también con los extraordinarios que superan los US\$ 60.000 millones, incluyendo PDVSA, BANDES, Banco del Tesoro y FONDEN.”*

Esa premisa se mantiene intacta y se profundiza con estimados de precios más elevados. En **Ecoanalítica** estamos convencidos de que este gobierno no tiene mayores problemas fiscales. Los altos precios petroleros y los buenos niveles de la recaudación no petrolera (vía SENIAT) han permitido una expansión del gasto sin precedentes. Evidentemente, esto no representa un cambio estructural. La buena salud de las cuentas fiscales se deriva de nuestra dependencia de los vaivenes del mercado petrolero internacional.

De esta manera, en lo que resta de 2008 y 2009, la expansión fiscal se mantendrá sin mayores problemas, dado los excelentes niveles de los precios petroleros. Nosotros estimamos que el Gobierno Central (GC) gaste este año aproximadamente el equivalente a 31,0 puntos del PIB y cierre con un déficit significativo pero manejable de 3,2 puntos del PIB. En el año 2009, estimamos una ligera reducción del gasto, ubicándolo en 30,3 puntos del PIB y un déficit de 3,9 puntos del PIB.

|  | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Ingresos fiscales, (% del PIB)</b>                          | 27,8   | 26,4   | 26,1   | 23,9   | 24,8   |
| <b>Ingresos Petroleros, (% del PIB)</b>                        | 15,0   | 13,2   | 11,8   | 10,2   | 9,7    |
| <b>Ingresos no Petroleros, (% del PIB)</b>                     | 12,8   | 12,7   | 12,8   | 12,2   | 12,0   |
| <b>De los cuales utilidades Cambiarias y Otros (% del PIB)</b> | 0,0    | 0,5    | 1,5    | 1,5    | 3,1    |
| <b>Total Gasto, (% del PIB)</b>                                | 31,0   | 30,3   | 29,5   | 29,0   | 29,5   |
| <b>Gasto Primario, (% del PIB)</b>                             | 29,0   | 28,0   | 27,2   | 26,5   | 27,1   |
| <b>Intereses, (% del PIB)</b>                                  | 2,0    | 2,3    | 2,3    | 2,5    | 2,4    |
| <b>Balance Fiscal, (% del PIB)</b>                             | (3,2)  | (3,9)  | (3,4)  | (5,1)  | (4,7)  |
| <b>Balance Fiscal primario, (% del PIB)</b>                    | (1,2)  | (1,6)  | (1,1)  | (2,6)  | (2,3)  |
| <b>Amortización, (% del PIB)</b>                               | 2,7    | 2,3    | 2,7    | 2,3    | 2,3    |
| <b>Necesidades de Financiamiento (% PIB) a</b>                 | 5,9    | 6,2    | 6,1    | 7,4    | 7,0    |
| <b>Gasto Cuasifiscal, (% del PIB)</b>                          | 6,5    | 6,0    | 5,2    | 3,5    | 3,5    |
| <b>Balance Cuasifiscal no Petrolero, (% del PIB)</b>           | (24,7) | (23,1) | (20,4) | (18,8) | (17,9) |

Fuente: Ecoanalítica

A pesar de que a partir de 2009 comienza a darse una baja en los precios petroleros, nosotros estimamos que el ajuste fiscal no será tan pronunciado en estos años. La razón de ello es que este Gobierno ha acumulado recursos extraordinarios que le permitirían en un primer momento hacer frente a una reducción en los ingresos fiscales. Esto nos lleva a pensar que en los próximos cinco años, el Gobierno no necesitará realizar un ajuste fiscal de grandes magnitudes.

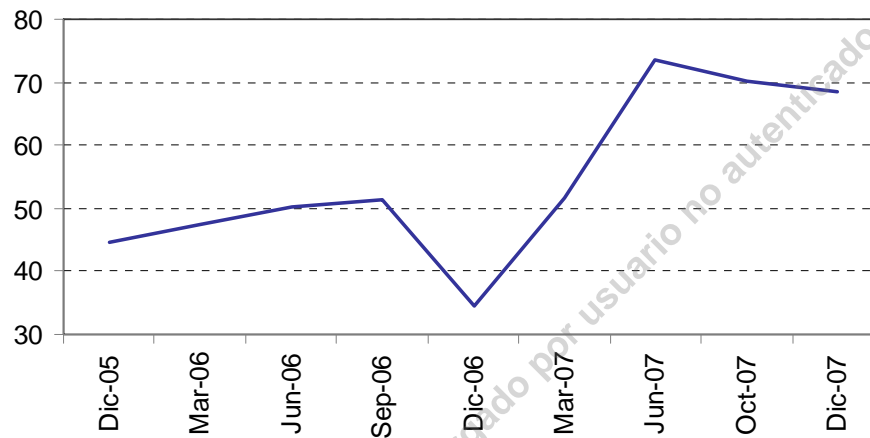
¿Es cierto que el gobierno tiene problemas fiscales profundos? Para muchos analistas el Gobierno está en estos momentos atravesando un fuerte problema de flujo de caja. De acuerdo a nuestro análisis, no es un problema de caja, sino de voracidad fiscal. En **Ecoanalítica** siempre hemos sostenido que un escenario de stress fiscal no puede ser ocultado, sobre todo por la significación que tiene el sector público en Venezuela. Un 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 que 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 de estos recursos extraordinarios nos permite sacar dos conclusiones. En primer lugar, el Gobierno no necesita de la devaluación como mecanismo de ajuste fiscal; segundo, el ajuste fiscal que esperamos en el futuro puede ser gradual.

El Gobierno está inmerso en una espiral donde quiere lo mejor de los dos mundos: por un lado, incrementar el gasto y por el otro, acumular importantes recursos. A este escenario nosotros lo hemos llamado voracidad fiscal. Por esta razón, el Gobierno no baja la guardia en materia tributaria ni en materia de endeudamiento.

Efectivamente, el estimado de los recursos que posee el Estado venezolano, sin contar las reservas internacionales, asciende a US\$60.000 millones, no todos en divisas. Según nuestros estimados, los recursos en dólares serían alrededor del 40% del total.

**Recursos Extraordinarios del Gobierno**  
US\$ MMM



Fuente: Ecoanalítica

En otras palabras, el Gobierno sabe, aunque no lo admita, que la situación puede dificultársele en el futuro y pareciese estarse preparando para ello. Lo que para nosotros no queda claro es si el sector privado está tomando las mismas precauciones.

Por último, hay que tomar en cuenta cuatro aspectos:

1. **Acción deliberada vs. Problemas de caja:** Lo que hoy muchos analistas confunden como un problema de flujo de caja, especialmente lo relativo al atraso en los pagos de contratistas, no es otra cosa que una acción deliberada de la Tesorería Nacional para evitar un crecimiento inusitado de la liquidez y por ello, supuestamente, controlar la inflación. El problema de esta estrategia es que no puede mantenerse indefinidamente.
2. **Eficiencia vs. Nueva economía:** Es harto conocido que el Gobierno busca desarrollar fuentes alternativas en el plano economía, eso que se ha denominado la nueva economía socialista. De esta manera, muchos ministerios, empresas y entes del Estado (especialmente PDVSA y CANTV) están dándole prioridad en sus contratos de suministro y servicio a estas formas emergentes (consejos comunales, empresas de producción social, entre otras) en detrimento de las tradicionales. Esto tiene un impacto importante en la eficiencia y acentúa el atraso de los proyectos, pues la mayoría de estas formas alternativas no tienen la experticia ni el desarrollo tecnológico o gerencial para llevar a cabo este proyecto.

3. **El papel del burocratismo y la corrupción:** Este punto no amerita muchos comentarios. Aunque no es un problema exclusivo del actual Gobierno, tiene una incidencia en la ejecución de las políticas públicas actuales. Los mismos esconden la razón de porqué con tanto dinero, la ejecución de la Administración Pública es tan lenta. Por otra parte, están las políticas de controles aplicadas en Venezuela que dificultan cada vez más el hacer negocios o proyectos acá.
4. **El eterno problema de las prioridades:** La clave acá es comprender qué es lo que le importa a este Gobierno y con qué criterio se da la distribución de recursos, pues no necesariamente lo que el país necesita es lo que se termina ejecutando.

Es claro y notorio que Venezuela se encuentra sobre una bomba de tiempo, aunque el cronómetro todavía nos da margen de maniobra. Es decir, en un escenario a largo plazo de baja sustancial de precios petroleros, los desequilibrios fiscales empezarán a aparecer y funcionarán como una caja de resonancia sobre los demás sectores de la economía.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario perteneciente a

|  | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Cuentas Nacionales</b>                                |        |        |        |        |        |
| Crecimiento del PIB (% anual)                            | 6,7    | 5,2    | 3,2    | 2,7    | 1,2    |
| Petrolero  | 2,2    | 2,4    | 2,5    | 2,8    | 2,8    |
| No petrolero   | 7,3    | 5,4    | 3,6    | 2,5    | 0,7    |
| Consumo (%Anual)   | 11,9   | 9,1    | 4,7    | 2,6    | 1,2    |
| Consumo Público (% Anual)                                | 3,5    | 2,6    | 1,9    | 1,0    | (0,5)  |
| Consumo Privado (% Anual)                                | 13,5   | 10,4   | 5,3    | 2,9    | 1,7    |
| Inversión (% Anual) (Formacion Bruta de Capital Fijo)    | 18,1   | 13,9   | 9,2    | 4,5    | 2,5    |
| Exportaciones (% Anual)                                  | 1,5    | 1,0    | 0,9    | 2,5    | 2,5    |
| Importaciones (%anual)                                   | 16,0   | (6,7)  | (4,0)  | (3,0)  | (5,9)  |
| PIB (US\$ MMM)   | 301,0  | 323,2  | 332,6  | 339,3  | 291,6  |
| PIB per Cápita (US\$)                                    | 10.820 | 11.448 | 11.604 | 11.665 | 9.875  |
| Población (MM)   | 27,8   | 28,2   | 28,7   | 29,1   | 29,5   |
| <b>Inflación, Tipo de Cambio y Tasas de Interés</b>      |        |        |        |        |        |
| Inflación al Consumidor (Fin de Año) (%)                 | 27,8   | 30,4   | 25,0   | 22,2   | 17,5   |
| Inflación al Mayor (Fin de Año) (%)                      | 20,3   | 22,9   | 20,1   | 17,5   | 14,8   |
| Tipo de Cambio Oficial (Fin de Año)                      | 2,2    | 2,8    | 3,5    | 4,3    | 6,0    |
| Tipo de Cambio Oficial (Promedio)                        | 2,2    | 2,7    | 3,4    | 4,2    | 5,9    |
| Tasa de Interés (Fin de Año) (%)                         | 25,0   | 23,4   | 19,2   | 22,5   | 16,0   |
| Tasa de Interés (Promedio) (%)                           | 23,8   | 24,2   | 21,3   | 20,8   | 19,3   |
| Tasa de Interés Pasiva (Fin de Año) (%)                  | 14,5   | 13,5   | 11,0   | 15,0   | 8,5    |
| M2 (Fin de Año) (Bs. Miles de Millones)                  | 216    | 291    | 355    | 483    | 557    |
| M2 (% Anual)   | 38,8   | 34,7   | 22,0   | 36,2   | 15,2   |
| <b>Indicadores de Política Fiscal</b>                    |        |        |        |        |        |
| Ingresos fiscales, (% del PIB)                           | 27,8   | 26,4   | 26,1   | 23,9   | 24,8   |
| Ingresos Petroleros, (% del PIB)                         | 15,0   | 13,2   | 11,8   | 10,2   | 9,7    |
| Ingresos no Petroleros, (% del PIB)                      | 12,8   | 12,7   | 12,8   | 12,2   | 12,0   |
| De los cuales utilidades Cambiarias y Otros, (% del PIB) | 0,0    | 0,5    | 1,5    | 1,5    | 3,1    |
| Total Gasto, (% del PIB)                                 | 31,0   | 30,3   | 29,5   | 29,0   | 29,5   |
| Gasto Primario, (%del PIB)                               | 29,0   | 28,0   | 27,2   | 26,5   | 27,1   |
| Intereses, (% del PIB)                                   | 2,0    | 2,3    | 2,3    | 2,5    | 2,4    |
| Balance Fiscal, (% del PIB)                              | (3,2)  | (3,9)  | (3,4)  | (5,1)  | (4,7)  |
| Balance Fiscal primario, (% del PIB)                     | (1,2)  | (1,6)  | (1,1)  | (2,6)  | (2,3)  |
| Amortización, (% del PIB)                                | 2,7    | 2,3    | 2,7    | 2,3    | 2,3    |
| Necesidades de Financiamiento (% PIB) a                  | 5,9    | 6,2    | 6,1    | 7,4    | 7,0    |
| Gasto Cuasifiscal, (% del PIB)                           | 6,5    | 6,0    | 5,2    | 3,5    | 3,5    |
| Balance Cuasifiscal no Petrolero, (% del PIB)            | (24,7) | (23,1) | (20,4) | (18,8) | (17,9) |
| <b>Perfil de Deuda</b>                                   |        |        |        |        |        |
| Reservas Internacionales (US\$ MMM)                      | 38,4   | 34,8   | 30,8   | 25,1   | 23,6   |
| Deuda Publica Total (US\$ MMM)                           | 46,0   | 46,0   | 44,7   | 43,3   | 42,0   |
| Deuda Interna (US\$ MMM)                                 | 16,0   | 15,0   | 14,1   | 13,6   | 12,8   |
| Deuda Externa (US\$ MMM)                                 | 30,0   | 31,0   | 30,6   | 29,7   | 29,2   |
| Deuda Pública Total (% del PIB)                          | 15,3   | 14,2   | 13,4   | 12,8   | 14,4   |
| Deuda Externa (% de las Exportaciones)                   | 35,5   | 41,1   | 42,6   | 47,3   | 51,2   |
| Tasa de Servicio de Deuda b                              | 5,4    | 6,0    | 6,3    | 7,3    | 8,0    |
| <b>Balanza de Pagos</b>                                  |        |        |        |        |        |
| Precio del Petróleo                                      | 81,1   | 69,9   | 66,8   | 58,1   | 55,3   |
| Cuenta Corriente (% PIB)                                 | 8,3    | 5,8    | 4,9    | 2,1    | 1,6    |
| Cuenta Corriente (US\$ MMM)                              | 25,1   | 18,8   | 16,4   | 7,1    | 4,6    |
| Balanza Comercial (US\$ MMM)                             | 30,8   | 24,3   | 21,7   | 13,2   | 9,9    |
| Exportaciones (US\$ MMM)                                 | 84,4   | 75,4   | 71,8   | 62,8   | 57,0   |
| Importaciones (US\$ MMM)                                 | (53,6) | (51,1) | (50,1) | (49,6) | (47,1) |
| Balanza de Servicios y Transferencias (US\$ MMM)         | (5,7)  | (5,4)  | (5,3)  | (6,1)  | (5,3)  |
| Cuenta de Capital (US\$ MMM)                             | (20,2) | (22,4) | (20,4) | (12,8) | (6,1)  |
| Inversión Extranjera Directa (US\$ MMM)                  | 0,8    | 0,7    | 0,8    | 0,7    | 0,8    |
| <b>Mercado de trabajo</b>                                |        |        |        |        |        |
| Desempleo (%)  | 8,0    | 8,5    | 8,6    | 9,0    | 10,5   |
| Cambio de Salarios Reales (% Anual)                      | 4,2    | (1,2)  | (4,2)  | (6,9)  | (10,0) |

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

Fuentes: MF, ONAPRE, BCV, INE y Ecoanalítica