ECOANALÍTICA

Informe de Perspectivas

Año 2, Número 03
Trimestre III

Redacción:
Asdrúbal Oliveros
Michael Penfold

EL CICLO POLÍTICO DEL GASTO FISCAL: MÁS CRECIMIENTO A COSTA DE MÁS INFLACIÓN Y MAYOR PRESIÓN CAMBIARIA

Prohibida su reproducción y distribución

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autorizado

Actualización Perspectivas Económicas 2008 – 2012

Finalizado el primer semestre de 2008, en ***Ecoanalítica*** ofrecemos a nuestros clientes una actualización de nuestras proyecciones generales de la economía venezolana para los próximos cuatro años. Las cifras de crecimiento económico, los indicadores de actividad, la gestión fiscal y la actividad petrolera nos permiten realizar algunos cambios en nuestro modelo. Dos aspectos son claves; en primer lugar, la economía venezolana ha llegado a un punto en que no basta con precios petroleros elevados para garantizar un elevado crecimiento en la economía; en segundo lugar, los cambios estructurales de política económica quedan postergados para 2009.

Es importante destacar que la tesis central de nuestro informe **Perspectivas** anterior no ha cambiado, es decir, seguimos pensando que en los próximos cuatro años no ocurrirá un programa de ajuste significativo en la economía venezolana, aunque sí habrá una baja sustancial en su tasa de crecimiento y una inflación medianamente elevada, lo cual tiene impactos negativos en los niveles de bienestar de la población.

Dado que el petróleo es la variable más significativa para el análisis de la economía venezolana, su evolución y tendencias a futuro son permanentemente estudiadas por

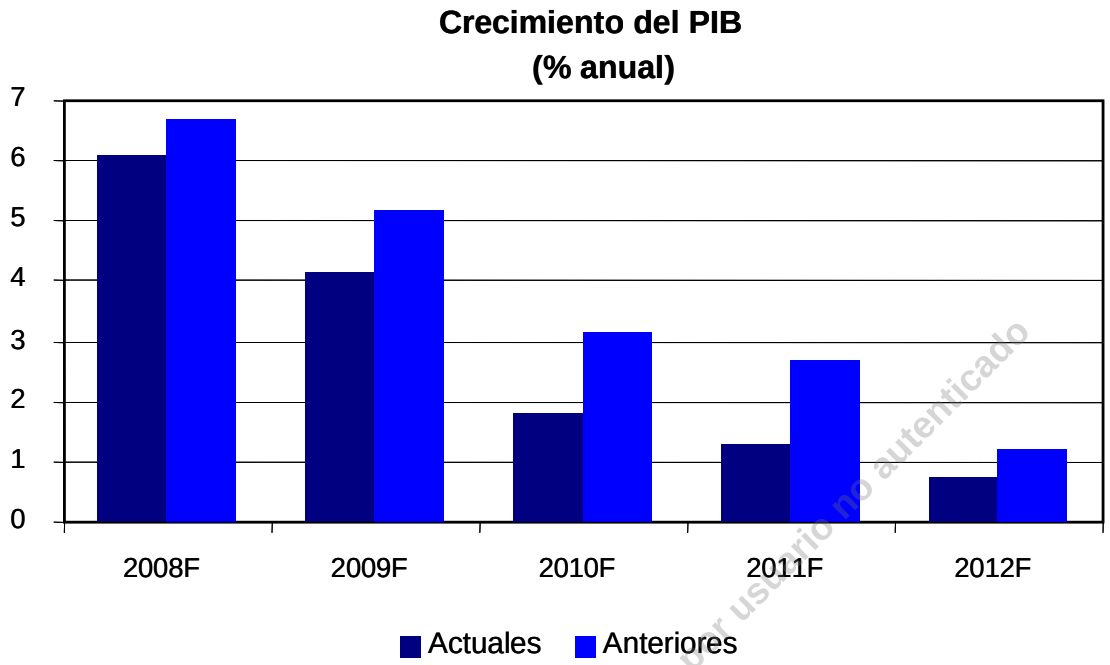
nosotros. El punto central acá es que los expertos en esta materia no ven en el mediano plazo una baja sustancial de los precios petroleros, puesto que los llamados factores estructurales se mantienen. Es por ello que el principal cambio de nuestras proyecciones se origina por un incremento promedio de 25,5% en nuestros estimados de precios petroleros; esto evidentemente introduce cambios significativos en nuestro modelo, especialmente lo relativo al sector externo y la gestión fiscal.

Fuente: Ecoanalítica

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Una paradoja parece surgir entonces en Venezuela: ¿cómo es posible que nuestros estimados petroleros se hayan incrementado un 25% pero nuestro estimado de crecimiento promedio de la economía venezolana para el mismo período se redujese en un punto porcentual? La respuesta a esta interrogante yace en las fuertes distorsiones que acumula la economía venezolana debido a políticas públicas erradas aplicadas en los últimos años. Las mismas pueden ser observadas en los siguientes segmentos:

- Regulaciones de precios
- Mayor intervención del Estado en la economía
- Inversión privada nacional insuficiente e inversión extranjera en descenso.
- Incertidumbre política y cambios en los modelos de organización institucional.
- Rediseño de la política fiscal



Fuente: Ecoanalítica

©Ecoanalítica. Descargado por usuario no autenticado

En ***Ecoanalítica*** hemos llegado a la conclusión de que algunos de los problemas que tenemos en Venezuela también están ocurriendo en otros países. Generalmente, cometemos el error de sólo ver algunos cambios muy puntuales en Venezuela y pensar que la reacción de algunas variables se debe sólo a estos cambios específicos. Hoy en día estamos convencidos de que las mayores presiones inflacionarias, en medio de un escenario de ajuste fiscal y monetario, se deben en buena medida a factores externos a Venezuela; evidentemente las distorsiones propias acentúan dichas presiones. El caso que ilustra esto es la importante reducción de la brecha cambiaria, lo cual se debe a una depreciación mundial del dólar, que unido a un cambio de discurso del gobierno, ha llevado al tipo de cambio paralelo a niveles impensables a principios de este año.

Esto nos hace pensar que el actual gobierno se encuentra en un punto crítico, donde cualquier cambio de política económica, que busque corregir las distorsiones acumuladas, tendrá costos políticos significativos que el Gobierno deberá ponderar en el futuro. Sin embargo, no se tiene certeza de que el Ejecutivo esté dispuesto a asumirlos. Todo esto dentro de un contexto internacional adverso. En ese caso, la comodidad fiscal producto de los altos precios petroleros no será suficiente para mantener la economía a flote. Esto tiene además un corolario: la aplicación del llamado modelo neo-socialista (“socialismo del siglo XXI”) será cada vez más difícil sin asumir costos importantes en cuanto a lo que se refiere a estabilidad macroeconómica tradicional.

Producto Interno Bruto. El costo del pasado

De acuerdo al BCV, la economía venezolana creció 4,8% en base interanual durante el primer trimestre. Esta cifra recoge aspectos muy importantes. En primer lugar, las cifras son una lección para el Ejecutivo, pues si bien es cierto que la cesta petrolera venezolana ha mostrado una expansión de 81% durante el primer trimestre de 2008, también es cierto que la economía creció apenas 4,8%, tasa que está muy por debajo de la expansión promedio de la actividad económica en los últimos cuatro años, la cual es de 11,8%. Las fuertes distorsiones de controles de precios, la subida de tasas de interés, los problemas en el mercado cambiario, las nacionalizaciones, el incremento de costos laborales, las trabas al sector externo, entre otros muchos aspectos, están representando sacrificios en términos de crecimiento económico y bienestar.

El BCV destaca que el sector petrolero tuvo una expansión de 3,3% en comparación con el 1T07. Este es un hecho muy positivo, pues la actividad petrolera tenía seis trimestres consecutivos mostrando tasas de contracción.

Las cifras respecto al sector no petrolero confirman lo que los indicadores de actividad han venido reflejando; el hecho cierto de una desaceleración. La actividad no petrolera creció apenas 5,0% en base interanual. Por otra parte, las cifras siguen mostrando que hoy por hoy la enfermedad holandesa está más viva que nunca: el PIB de las actividades que producen bienes transables se incrementó en 2,1%, en tanto que las no transables evidenciaron un aumento de 4,9%.

En base a estos resultados, hemos ajustado nuestras estimaciones de crecimiento económico tanto para 2008 como para los próximos años. En 2008, redujimos nuestra estimación de 6,7% a 6,1%. El próximo año, de 5,2% de crecimiento de la economía global a 4,1%. Esta reducción en las previsiones de crecimiento viene dada específicamente en nuestras previsiones de crecimiento en la economía no petrolera. En 2008, estimamos que los sectores no petroleros crezcan 6,5% (antes 7,3%) y para 2009 se expandan 4,2% (antes 5,4%).

Por otro lado, hemos incrementado nuestros estimados de crecimiento del sector petrolero. Nuestra previsión de crecimiento promedio de dicho sector para 2008 – 2012 era de 2,4% y ahora la hemos ajustado a 3,6%. Sin embargo, todavía sigue siendo un crecimiento bastante conservador, pues implica un incremento de apenas 2,32 millones bpd a 2,6 millones bpd.

Las estimaciones de la propia PDVSA apuntan a un nivel mayor; según la última actualización del Plan Siembra Petrolera, PDVSA se puso para 2013 una meta de producción de 4,8 millones de barriles diarios, frente a la propuesta original de 5,8 millones de barriles para 2012. Este recorte de un millón de barriles diarios en el volumen proyectado hace suponer una revisión del nivel actual de producción de 3,2 millones de barriles que reporta la empresa. Por otra parte, el presidente de PDVSA señaló que el nuevo monto del plan de inversiones

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

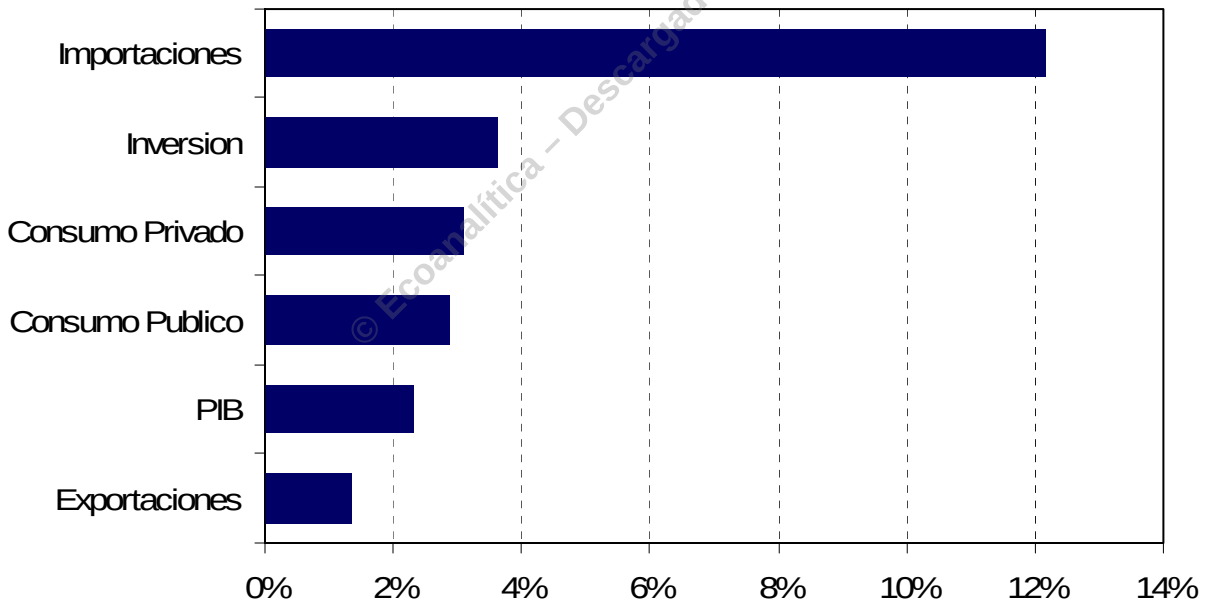
aumenta de US$ 78.000 millones a US$ 130.000 millones, lo que representa un incremento de 66%. De ese monto, PDVSA aportaría alrededor del 70% (US$ 91.000 millones) y el resto provendría del financiamiento privado (US$ 39.000 millones).

En ***Ecoanalítica*** consideramos que este monto es bastante elevado y que los niveles de inversión estarán muy por debajo de eso. Estimamos que la inversión de PDVSA para el período en cuestión se ubique alrededor de 52.300 millones, es decir, 60% por debajo del monto planteado. La inversión para 2008 se estima en US$ 15.600 millones, de los cuales US$ 4.000 millones estarán destinados a la refinación. Sin embargo, nuestras estimaciones apuntan a un nivel global de inversiones por el orden de US$ 10.000 millones.

Desde el punto de vista estructural, la conformación del PIB venezolano no sufrirá variantes importantes. Seguimos ratificando el rol determinante de las importaciones. El dinamismo del consumo privado se mantendrá, aunque a un ritmo mucho menor que el observado en años anteriores; esto explica las menores tasas de crecimiento en la economía no petrolera.

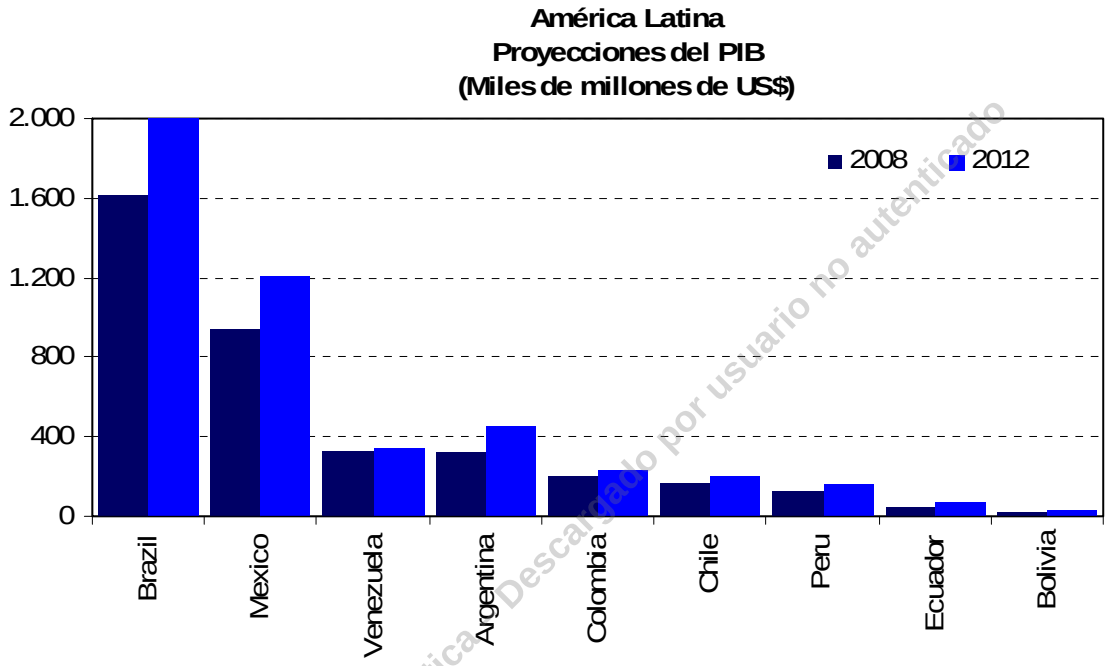
© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Crecimiento del PIB por Componentes (%)
2007-2012



Fuente: BCV and Ecoanalítica

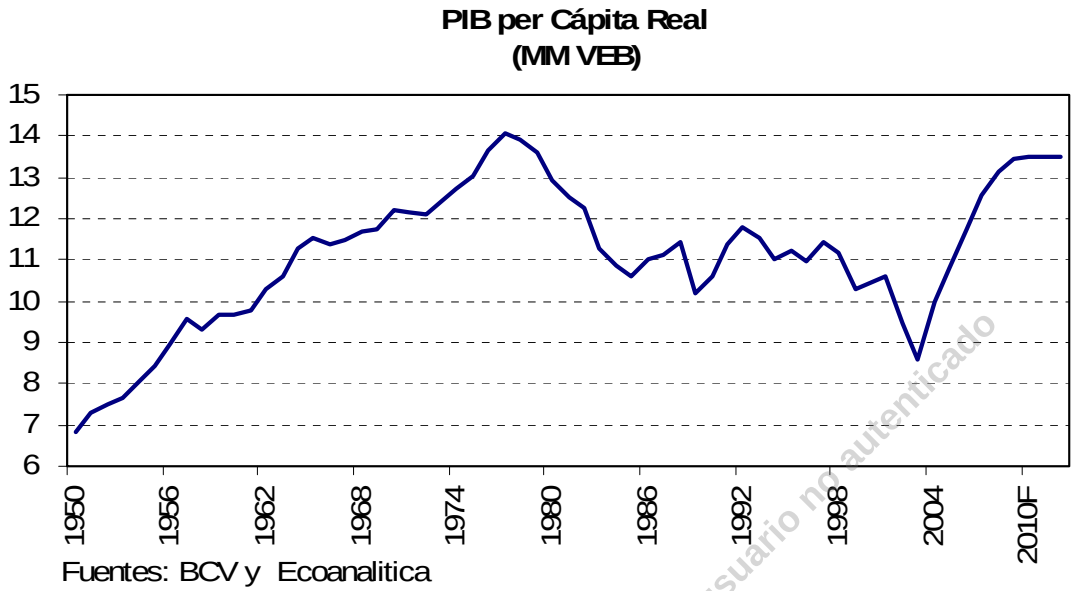
En cuanto al tamaño de la economía, la misma sigue en aumento. En 2008 estimamos un PIB global de US$ 297.200 millones, mientras que para el año 2012 esperamos se ubique en US$ 405.800 millones.



Fuentes: FMI y Ecoanalítica

© Ecoanalítica Descargado por usuario no autenticado

Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), este año los venezolanos tendremos la mayor renta per cápita entre nuestros pares latinoamericanos y la economía nacional subirá al tercer lugar entre los grandes de la región. Los datos, que desestiman la concentración de los ingresos nacionales en el sector petrolero del Estado, dicen poco del mejoramiento real del poder adquisitivo de los venezolanos. El monto del Producto Interno Bruto (PIB) per cápita subiría 38,82% en 2008, según cálculos de la institución multilateral, hasta llegar a US$ 11.933. La estimación de ***Ecoanalítica*** se ubica en US$ 10.682. El FMI señala que Venezuela superaría a Chile, nación que registraría US$ 10.126. Los venezolanos se mantendrían en el tope durante los próximos cinco años, según sus estimaciones.



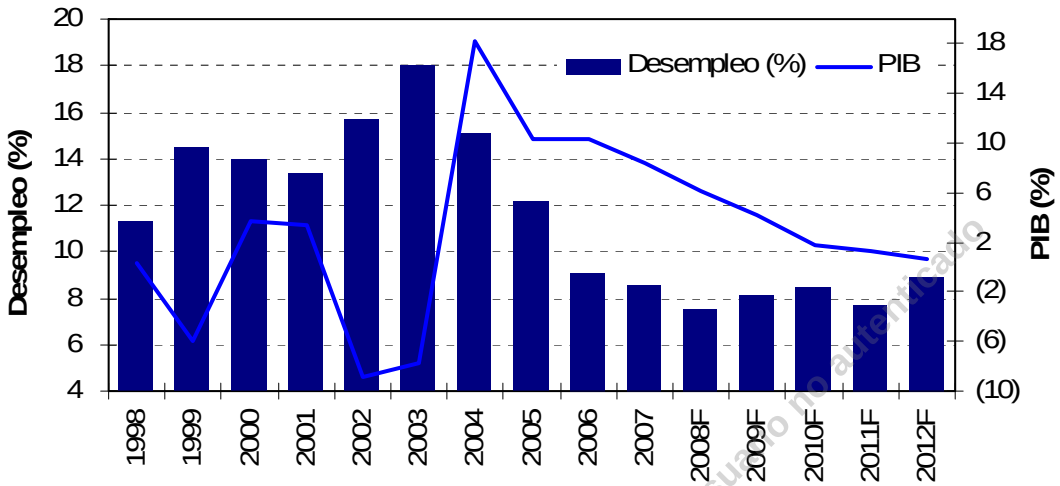
© Ecoanalítica - Descargado por usuário não autenticado

Empleo y salarios. Crecimiento con poco efecto

En los últimos años, el tema del mercado laboral venezolano ha estado ligado al desempeño del sector público. Si bien es cierto que nosotros redujimos nuestras previsiones de crecimiento económico, la tasa de desempleo no crecerá en los próximos años, como podría preverse. La razón es que el crecimiento del Estado y el proceso de absorción de empresas privadas no permitirán que la tasa de desempleo se incremente afectando considerablemente la ya menguada productividad del sector público.

De hecho, la capacidad del sector privado de generar puestos de trabajo se ha reducido en los últimos nueve años, en respuesta a un Estado que crece paulatinamente y que requiere más personal. Según el Instituto Nacional de Estadísticas (INE), para mayo 2008, el sector público concentraba 18,5% de la masa laboral, lo que equivale a 2.170.969 personas. Este es el nivel más alto que se registra en los últimos años. En contraste, en mayo de 1999, el porcentaje de trabajadores de la administración pública era de 14,6%. Esta proporción equivalía a 1.254.806 personas, entre empleados y obreros.

Crecimiento del PIB vs Tasa de Desempleo (1998-2012)



Fuente: BCV y Ecoanalitica

© Ecoanalítica - Protegido por usuario no autenticado

Según las estadísticas del INE, contenidas en su informe mensual sobre la fuerza de trabajo, las empresas privadas empleaban en mayo de 1999 el 85,4% de la masa laboral. Ese porcentaje representaba un universo de 7.316.602 de trabajadores. Al cierre del mes pasado el porcentaje cayó a 81,5% de la masa laboral venezolana, lo que se traduce en 9.539.367 personas.

Si bien el sector privado sigue agrupando la mayor cantidad de trabajadores por una diferencia considerable con respecto a la nómina del sector público, en los últimos seis años la tendencia alcista del empleo público ha sido sostenida. Y de cara al futuro se profundizará. La fiebre privatizadora que caracterizó a los gobiernos de los años 90 fue reemplazada por una postura inversa desde hace un par de años, lo que ha provocado un incremento en el número de trabajadores públicos.

El gobierno de Chávez ha estatizado CANTV, SIDOR, las empresas eléctricas y cementeras, sin incluir la nacionalización de los negocios que operaban en la Faja Petrolífera del Orinoco, lo cual trasladó a la nómina estatal esos trabajadores que antes pertenecían al sector privado. De hecho, desde mayo de 2007 (momento cuando se concretó la estatización de las eléctricas y CANTV), hasta el mismo mes de este año, la proporción de trabajadores que se desempeña en el sector público creció casi un punto porcentual. Según el organismo oficial, en mayo del año 2007 representaban 17,6%, pero al culminar el mes pasado el porcentaje creció hasta 18,5%.

Por último, debe tenerse en cuenta que en medio de estos años de crecimiento económico, la desocupación estructural (población cesante que ha demorado más de seis meses buscando

un puesto de trabajo, pero sin éxito) no muestra intenciones de reducirse contundentemente. De acuerdo con el Sistema Integrado de Indicadores Sociales de Venezuela (SISOV), adscrito al Ministerio de Planificación y Desarrollo, al cierre del año pasado este indicador alcanzaba el 32,1% de la población cesante. El mayor componente de este resultado (16,6 puntos) está representado por personas que tardan entre uno y dos años en encontrar un empleo. Con respecto a la primera mitad del año pasado el resultado muestra un alza de 2,2 puntos porcentuales, pues para ese período el nivel era de 29,9%.

De cara al futuro se mantendrá la condición de que el crecimiento económico no contribuirá de forma contundente a aminorar la dificultad para conseguir rápidamente un puesto de trabajo.

Inflación. Lo externo y lo local jugando en el mismo equipo

La inflación se ha vuelto un tema recurrente en los titulares de prensa durante el último año y medio. La importancia que ha cobrado el tema inflacionario se debe fundamentalmente a la significativa aceleración que ha sufrido la tasa de inflación y la consecuente implicación erosiva sobre la capacidad de compra de los individuos y las empresas.

© Ecoanalítica. Descargado por usuario no autenticado

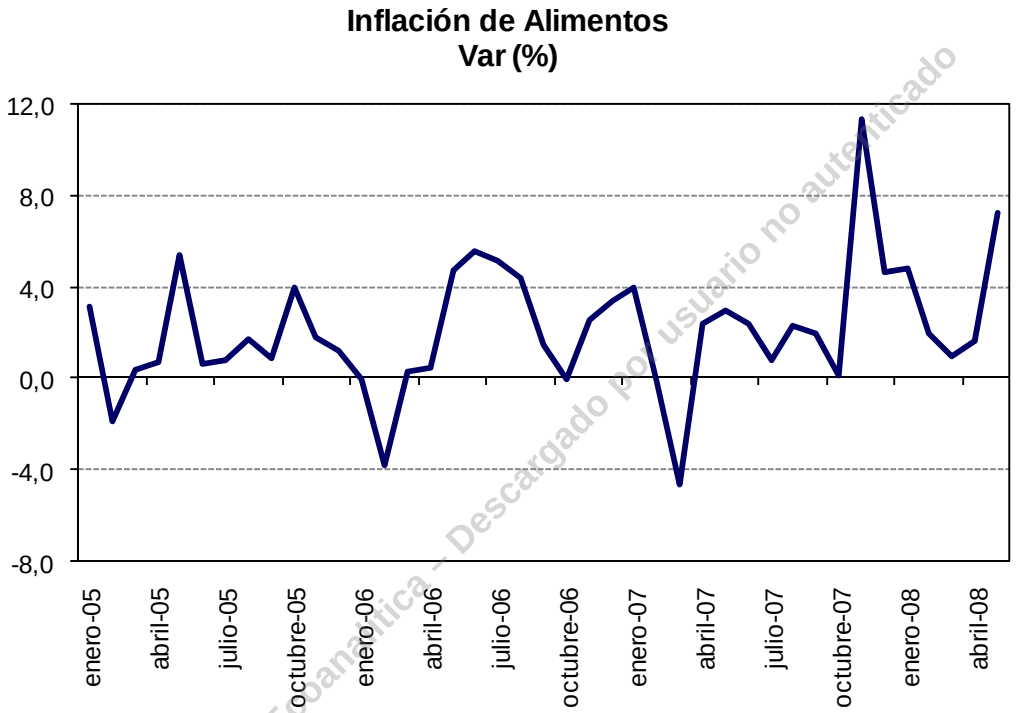
Por ejemplo, el BCV dio a conocer la tasa de inflación correspondiente al mes de junio, la cual se ubicó en 2,4%. En lo que va de año, la inflación nacional supera 14%. Todo esto en medio de un Gobierno que ha sido bastante activo aplicando medidas para lograr reducir dicha tasa.

Estas políticas han sido insuficientes, pues como lo señala el propio BCV, en mayo la variación intermensual del rubro de alimentos y bebidas no alcohólicas fue de 6,1%. Sin embargo, esas políticas en algo ayudaron pues en junio la inflación fue de 3,5%. Como señala el BCV *"se debe resaltar que pese a los problemas de precios y escasez internacional de alimentos, ha mejorado de forma sustancial el abastecimiento de alimentos y otros bienes finales en todo el territorio nacional"*

En otras palabras, el tema de la inflación en Venezuela no sólo se ve afectado por las erróneas políticas económicas aplicadas hasta ahora, sino por un contexto internacional de alza en los precios, especialmente de los alimentos y el combustible.

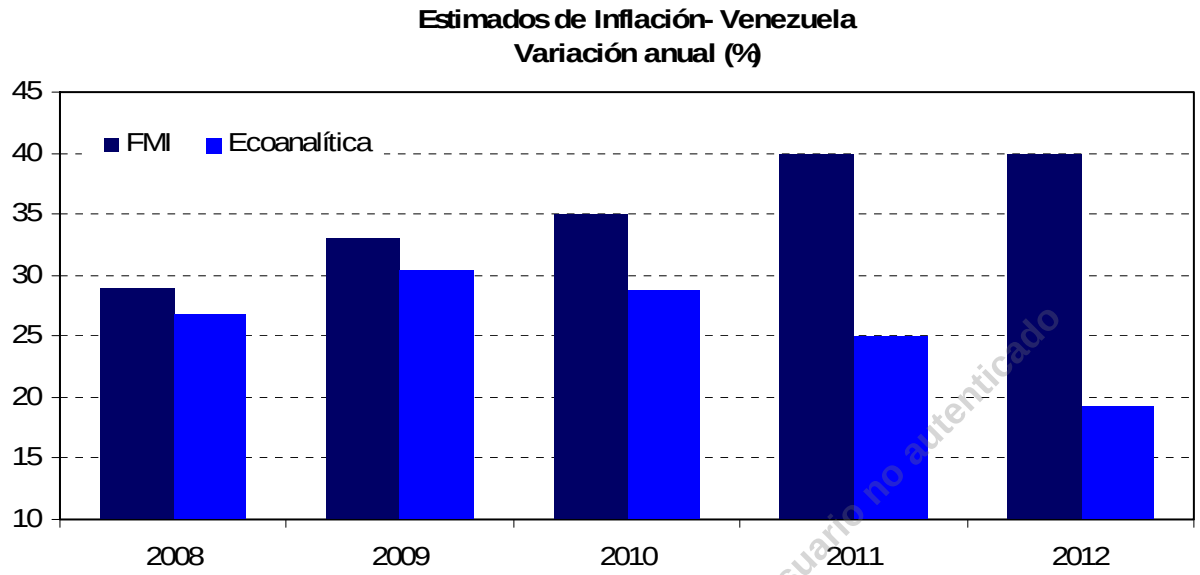
Desde enero 2007, el Ejecutivo ha estado muy activo tomando medidas para tratar de reducir la inflación. El año pasado, el Ejecutivo hizo lo impensable: redujo en términos reales el gasto público y la inflación cerró en 22,5%. El nuevo equipo económico que se inicia en enero de este año tiene como meta reducir la inflación; para ello el Ejecutivo se planteó una meta de cierre de 2008 de 19,5%. Las medidas aplicadas fueron casi ortodoxas (un ajuste fiscal en el primer trimestre y un ajuste monetario durante todo el semestre) e incluso implicaron un sacrificio en términos de crecimiento bastante importante. Pero en seis meses, el acumulado del INPC es de 14,2% lo cual hace bastante improbable que se logre la meta de 19,5%.

La inflación se ve afectada por múltiples factores que se interrelacionan constantemente. En Venezuela los más importantes tienen que ver con el tema fiscal, la política de controles y el papel de las expectativas de los agentes económicos del sector privado. A esto, que no es nuevo, se une el alza en el precio de los alimentos. Esta situación dificulta las compras en el exterior que realiza el Ejecutivo y el sector privado, además del consiguiente incremento en los costos.



© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Nuestro estimado de inflación nacional (INPC) para 2008 es de 25,1%, un valor bastante elevado para un indicador que se está estrenando. En el caso del IPC de Caracas el mismo estaría cerrando en 26,9%. Esto denota una reducción con respecto a nuestro estimado anterior de 27,8%. La razón de ello está relacionada con los efectos de las políticas de subsidios aplicadas por el Gobierno Nacional y la eliminación del ITF. El próximo año, dado que estimamos un ajuste cambiario, el INPC se ubicaría en 28,3%. Más allá de 2009, somos pesimistas en cuanto a la reducción estructural de la inflación, pues en promedio se mantendrá por encima de 20%, por lo que no habremos aprendido de la mayoría de nuestros pares latinoamericanos que han logrado reducir la inflación en un dígito.



Fuentes: FMI y Ecoanalítica

© Ecoanalítica_Descargado por usuario no autenticado

Otro comentario es pertinente: el Presidente Chávez, de manera muy astuta, ha estado replegándose estos últimos meses de cara al proceso de elecciones de noviembre próximo. Esto nos lleva a pensar que el Ejecutivo no tomará medidas económicas impopulares hasta después de las elecciones. En lo que queda de año, el Ejecutivo buscará incrementar su política de subsidios, autorizar aumentos tímidos en algunos rubros alimenticios (especialmente aquellos con un nivel de escasez elevado), incrementar las presiones sobre el sector privado para el cumplimiento de los controles y, al mismo tiempo, otorgar incentivos fiscales y crediticios. Adicionalmente a esto, prevemos que CADIVI incremente el ritmo de aprobaciones de divisas, especialmente de los sectores prioritarios (alimentos, medicinas, repuestos y bienes de capital).

Tasas de interés y política monetaria. Un Ajuste Fuerte, pero de alcanze limitado

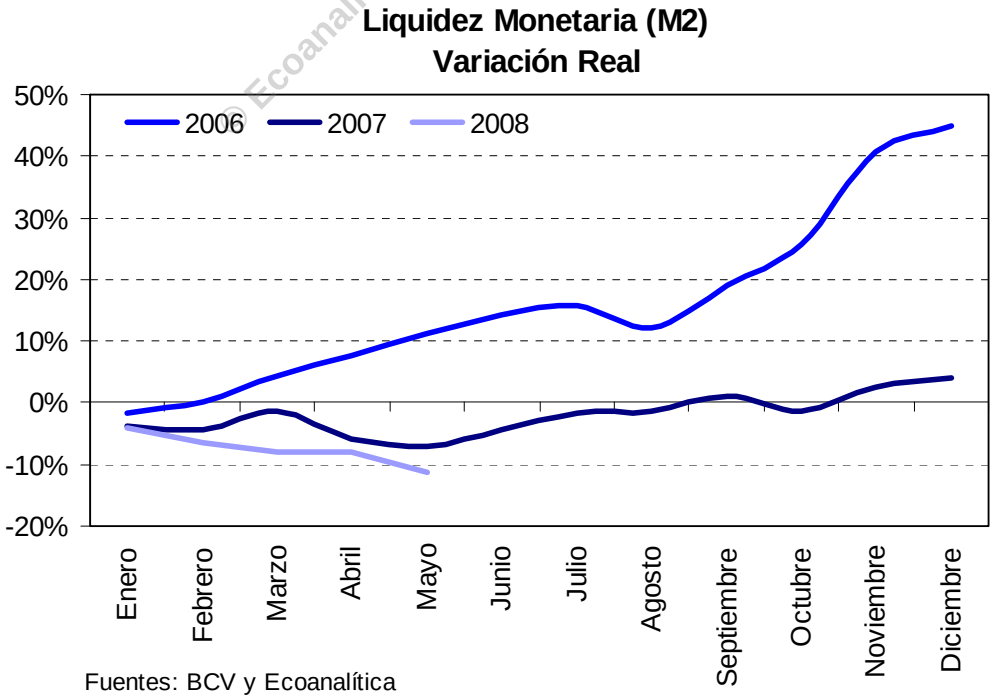
Desde el año pasado, el BCV ha venido realizando cambios sustanciales en la ejecución de la política monetaria. Hasta ahora el BCV, junto al Ministerio de Finanzas (MF), ha actuado para contener el crecimiento de los agregados monetarios. De esta manera, por parte del ente emisor, se han adecuado las tasas marcadoras de las operaciones activas y pasivas, las de operaciones de mercado abierto y el encaje legal. Mientras que la Tesorería Nacional ha procedido a un reordenamiento del sistema financiero público, una migración paulatina de los depósitos oficiales del sistema financiero privado al público y un nuevo mecanismo de pagos.

Medidas de política monetaria del BCV Año 2008	
29/02/2008	Tasa Agrícola 14% Tasa Manufactura 19% Tasa Tarjetas de crédito 32% Tasa Turismo grupo "A" 17% Tasa Turismo grupo "B" 19% Depósitos de Ahorro 13% Depósitos a Plazo Fijo14% Descuento, redescuento y anticipos 32,5%
01/05/2008	Tasa Tarjetas de Crédito 33% Depósitos de Ahorro 15% Depósitos a Plazo Fijo 17% Operaciones de inyección 14 días 23% Operaciones de inyección 28 días 24% Operaciones de inyección 7 días (nuevo plazo) Asistencia crediticia 33,5%
04/03/2008	Regulación de tarifas y comisiones bancarias

Fuente: BCV y Ecoanalítica

© Ecoanalítica - Descargado por usuario no autenticado

En resumen, las consecuencias de estas medidas han llevado a un crecimiento de las tasas de interés, que pasaron de 21,73% en diciembre 2007 a 23,12% al cierre de junio. Por otra parte, la liquidez muestra una variación real de -11,3% respecto a diciembre 2007 y la cartera de créditos, en base interanual, crece 27% mientras que en el mismo período del año pasado tuvo una expansión de 80%.



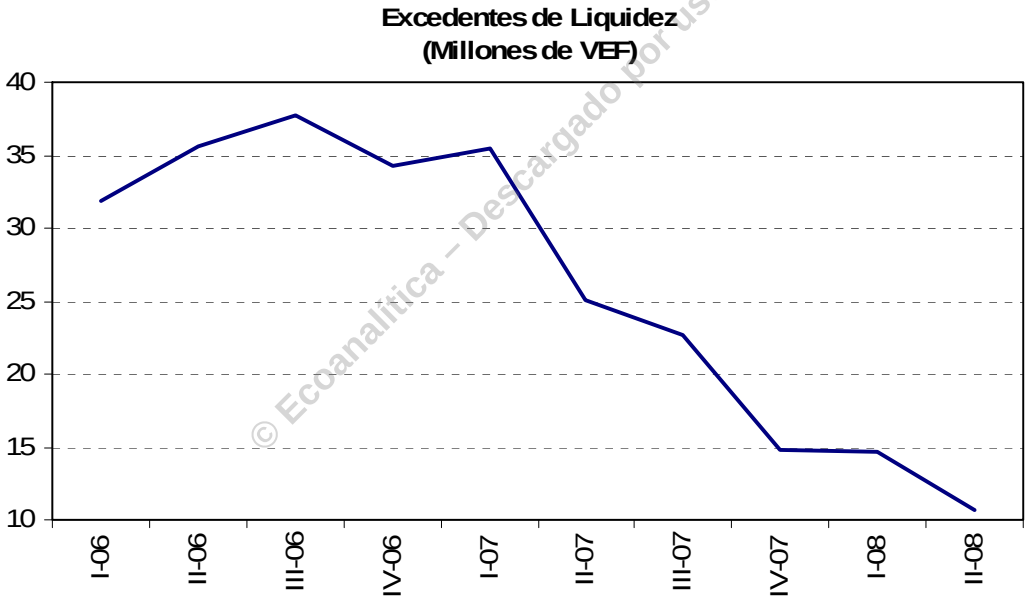
Fuentes: BCV y Ecoanalítica

La política monetaria busca contener la inflación por el lado de la demanda, tal como lo reconoció recientemente el ministro Rodríguez Araque. Así mismo, se busca contener los excedentes de liquidez para evitar generar presiones adicionales en el mercado cambiario. El costo de esta política es una reducción en las expectativas de crecimiento.

En el segundo semestre del año, dada la expansión fiscal, es probable que el BCV se muestre más activo tratando de contener las presiones inflacionarias. En **Ecoanalítica** estimamos que la expansión de la liquidez sea de 38,5% en base interanual. Sin embargo, descontando la inflación, la expansión de M2 se ubica en 10,7%. En cuanto a las tasas de interés, la tasa activa estará cerrando el año en niveles de 23,9% y la pasiva en 16,2%.

En los años siguientes, la presión al alza en las tasas se mantendrá con una política monetaria que busca limitar el impacto negativo de la expansión fiscal. El uso de esta política es una de las consideraciones que tomamos en cuenta para reducir nuestros estimados de crecimiento económico.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado



Fuentes: BCV y Ecoanalitica

Seguimos ratificando la tesis de que aunque hace falta un Banco Central activo en el control de la inflación, el mismo no puede tener toda la responsabilidad. Es importante una política fiscal adecuada y una revisión de los mecanismos que están generando distorsiones. Si esto no opera, lo que tendremos es un ajuste monetario importante con pocos resultados, pero que genera efectos negativos en el crecimiento económico y en el bienestar de la población. En 2008 este será el escenario.

Balanza de pagos. Cero diversificación económica y control cambiario ineficiente

En el primer trimestre del año, la BP tuvo una mejoría notable en la cuenta corriente, al pasar de US$ 3.259 millones en el 1T07 a US$ 10.003 millones en el 1T08. Por otro lado, las exportaciones petroleras tuvieron una expansión de 68% y las importaciones crecieron un 20%, lo que pudiera calificarse de moderado dado las tasas de crecimiento que se han registrado previamente. Sin embargo, un hecho negativo lo constituye la contracción de 2% de las exportaciones no petroleras, pasando de US$ 1.779 millones en el 1T07 a US$ 1.737 millones en 1T08.

© Ecoanalítica - descargado por usuario no autenticado

BALANZA DE PAGOS (Resumen General)	2007-IT	2008-IT	Var (%)
Cuenta Corriente	3.259	10.003	207%
Saldo en Bienes	4.685	11.105	137%
Exportaciones Petroleras	12.148	20.459	68%
Exportaciones No petroleras	1.779	1.737	-2%
Importaciones de Bienes f.o.b.	(9.242)	(11.091)	20%
Saldo en Servicios	(1.240)	(1.333)	8%
Otros	(186)	231	-224%
Cuenta Capital	(8.865)	(13.852)	56%
Cuenta Capital del Sector Publico	(4.816)	(7.350)	53%
Cuenta Capital del Sector Privado	(4.049)	(6.502)	61%
Variacion en Reservas Internacionales	(5.606)	(3.849)	-31%

Fuente: BCV y Ecoanalitica

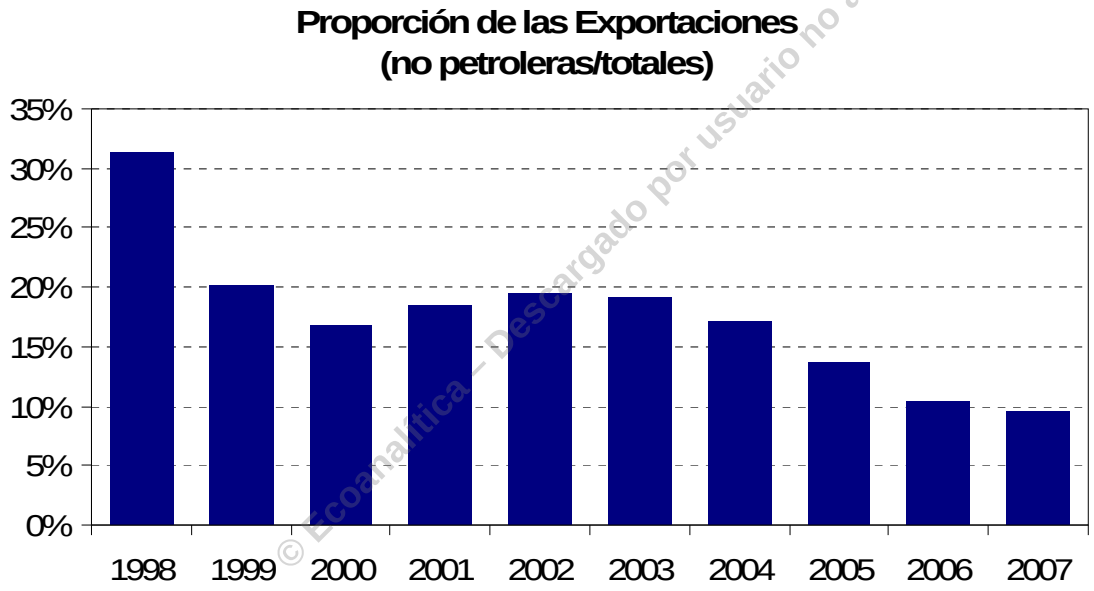
Estos resultados destacan de forma más que evidente nuestra fuerte dependencia de las exportaciones de origen petrolero, un hecho estructural de nuestra economía pero que se ha profundizado en los últimos años. De hecho, en 1998, las exportaciones no petroleras representaban 31,2% del total pasando a 9,5% para 2007. De manera que nos hemos vuelto menos competitivos, más mono productores y monoexportadores. Esta situación no va a cambiar en el mediano plazo. En ***Ecoanalítica*** estimamos que las exportaciones no petroleras se mantengan alrededor del 10% en los próximos cuatro años. Es por ello que ante un escenario de reducción en la cotización de la cesta petrolera se produzca una contracción significativa en el superávit de la cuenta corriente, llegando incluso a desaparecer a finales de 2012, pues no sólo exportamos exclusivamente petróleo, sino que el sector más dinámico continúa siendo el importador.

Respecto a la cuenta capital, los datos del primer trimestre son más que elocuentes. El déficit en cuenta capital se incrementó 56% pasando de US$ 8.865 millones en el primer trimestre de

2007 a US$ 13.852 millones en los primeros tres meses del presente año. El déficit del sector público se incrementa 53% en el mismo período mientras que el del sector privado es de 61%. De manera clara y notoria, las cifras de la BP nos están diciendo que el control de cambio no tiene, hoy por hoy, capacidad para limitar o detener la salida de capitales por lo que su revisión debe ser considerada por las autoridades.

En los últimos años, las cifras de la BP muestran dos realidades distintas. Por un lado, las cifras muestran un gobierno con una cantidad elevada de activos en el exterior que constituyen un símbolo de fortaleza. Y por el otro, destaca un deterioro de la cuenta corriente como consecuencia nefasta del control cambiario (aumento desproporcionado de las importaciones). Esta tendencia parece reafirmarse y es un preludio de lo que estimamos puede suceder en los años venideros.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

El sector externo en Venezuela está atado a la evolución del mercado petrolero. De esta manera, en base al incremento (reducción) en los niveles de cotización de la cesta petrolera venezolana, estimamos un mejoramiento (deterioro) en las cifras de la balanza de pagos. Nosotros estimamos que en 2008, la cuenta corriente cierre con un fuerte superávit de 13 puntos del PIB, con un déficit en cuenta capital de US$ 31.100 millones.

En 2009, la cuenta corriente cierra con un superávit de 6,4 puntos del PIB, equivalentes a US$ 20.500 millones, mientras que la cuenta capital tendría un deficit de US$ 20.000 millones. Más allá de 2009 y previendo una corrección importante en el precio petrolero, es de esperarse una significativa reducción en el superávit de la cuenta corriente y una tendencia al alza en el déficit de la cuenta capital. Esta tendencia es contenida porque el sector público comenzaría a

repatriar los dólares que tiene en los distintos fondos en el exterior, tendencia que será reforzada los años venideros.

BALANZA DE PAGOS	2008	2009	2010	2011	2012
Cuenta Corriente (US$ MMM)	38,54	20,47	0,41	1,27	-0,44
Balanza Comercial (US$ MMM)	44,44	27,47	7,59	8,79	7,90
Exportaciones (US$ MMM)	99,00	92,22	73,94	70,95	70,18
Importaciones (US$ MMM)	-54,56	-64,75	-66,35	-62,16	-62,28
Balanza de Servicios y Transferencias (US$ MMM)	-5,90	-7,00	-7,18	-7,52	-8,34
Cuenta de Capital (US$ MMM)	-31,14	-19,97	-7,61	-2,97	-0,06
Inversión Extranjera Directa (US$ MMM)	0,80	1,20	1,70	1,90	2,50
Variación Reservas Internacionales	7,40	0,50	-7,20	-1,70	-0,50

Fuente: Ecoanalitica

Por último, respecto a las reservas internacionales las mismas cerraran en niveles superiores a los US$ 40.000 millones tanto en 2008 como en 2009. De manera que Venezuela no tiene problemas para asumir sus compromisos en el exterior, especialmente los relativos al servicio de la deuda externa.

© Ecoanalítica - Descargado por usuario no autenticado

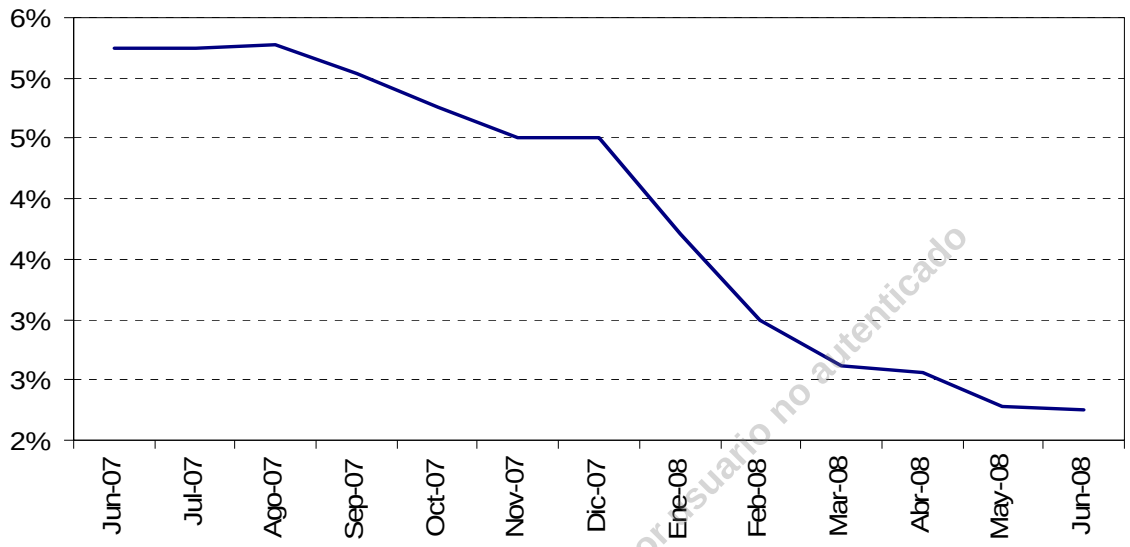
Política cambiaria. La flexibilización cambiaria que esta por venir

Durante los últimos seis (6) meses, el tipo de cambio no oficial se ha apreciado notablemente, manteniéndose en un nivel relativamente estable. Tal comportamiento es resultado tanto de factores internacionales como de una estrategia más acertada, aunque nada transparente, por parte del Ministerio de Finanzas (MF).

En los últimos nueve meses el dólar se ha debilitado con respecto a las distintas monedas del mundo y muy especialmente con respecto a las monedas latinoamericanas. En lo que va de año, la depreciación del dólar respecto al euro (EUR) alcanza el 5,19% y con respecto al peso colombiano 17,44%, La debilidad del dólar tiene implicaciones en la cotización del precio petrolero y de los títulos.

La desaceleración económica y la amenaza de recesión en Estados Unidos obligó a la autoridad monetaria de ese país a inducir recortes en las tasas de interés de manera reiterada (en nueve meses la Reserva Federal estadounidense (FED) disminuyó la tasa en cinco oportunidades, llevándola de 5,25% en junio de 2007 a su nivel actual de 2,25%). Esta disminución de tasas por parte de la FED desestimula la tenencia de activos en dólares y ayuda a corregir la tendencia de depreciación que presentaba nuestro tipo de cambio no oficial durante el segundo semestre del año pasado.

Tasas de Interes de la FED



Fuentes: FED y Ecoanalitica

© Ecoanalítica - Descargado por usuario no autenticado

Desde comienzos de año, el Gobierno ha aplicado una serie de medidas que indudablemente han contribuido a reducir y contener el mercado de permuta. La más importante de ellas es que se han ofertado divisas de manera regular: se realizaron emisiones por US$ 4.000 millones en Bonos Internacionales 2023 y 2028, US$ 650 millones en bonos de la Electricidad de Caracas y alrededor de US$ 1700 millones en notas estructuradas de la cartera de inversiones del Fonden.

Emisiones de Deuda 2007-2008	Monto (US$ Millones)
Bono del Sur II	1.000
Bono del Sur III	3.000
Bono El Venezolano I	2.000
Bono El Venezolano II	2.000
Bono Internacional I	4.000
TOTAL	**12.000**

Fuentes: MF y Ecoanalítica

Pareciera que para lo que queda de este año, el Gobierno tiene la intención de utilizar todos los recursos disponibles para mantener el tipo de cambio no oficial controlado, a un precio que oscile entre los VEF 2,8 y 3,2 por dólar. Para ***Ecoanalítica*** esta meta es poco creíble y pensamos que el tipo de cambio no oficial oscilará en una banda de VEF 3.2 y 3.8 por dólar. Incluso esta banda, menos optimista que la que quisiera el MF, sólo se podrá lograr si el Estado continúa ofertando regularmente divisas de manera sistemática y prestando especial atención al segmento corporativo.

Hasta ahora, el Ejecutivo cuenta con varias herramientas para lograrlo, con una gama de diferentes papeles y nuevas emisiones para los próximos seis meses. Otro factor importante es los US$ 5.300 millones en notas que poseen diversas instituciones financieras nacionales, las cuales deberán ser vendidas próximamente por mandato del Ministerio de Finanzas. Una aclaratoria aquí es importante, estas notas no necesariamente serán una oferta directa de dólares al mercado no oficial.

Para el próximo año, el Gobierno parece ganado a la idea de una flexibilización en el mercado cambiario. De hecho, en la Gaceta Oficial Nº 38.947 del 06/06/08, la Comisión Nacional de Valores (CNV) publicó una resolución en la que establece las condiciones para la negociación y liquidación de los títulos de Deuda Pública Nacional a través de la plataforma electrónica de negociación de la Bolsa de Valores de Caracas (BVC). Esta resolución es muy importante pues permitirá en el mediano plazo que el Ejecutivo establezca un nuevo mecanismo para que el sector privado obtenga divisas.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autorizado

Según información extraoficial obtenida en el MF, ya el Ejecutivo se encuentra diseñando un instrumento en dólares que será transado a través de la BVC. El mecanismo que se ha definido en el alto Gobierno es que CADIVI otorgue divisas al tipo de cambio oficial para los sectores prioritarios (alimentos, medicinas y bienes de capital). El resto de las empresas serían dirigidas a este nuevo mecanismo, obteniendo divisas a un tipo de cambio superior al oficial.

Por otro lado, si el Gobierno decide manejarse en los términos que lo ha hecho hasta ahora, es muy probable que el próximo año realice un ajuste en el tipo de cambio oficial. Estimamos que el TC oficial pase de VEF 2,15/US$ a VEF 2,80/US$. Esto implica una devaluación de 30%. Sin embargo, el escenario de precios petroleros y la situación fiscal pueden incidir para que el Ejecutivo continúe posponiendo esta decisión.

Política Fiscal. Viene más gasto

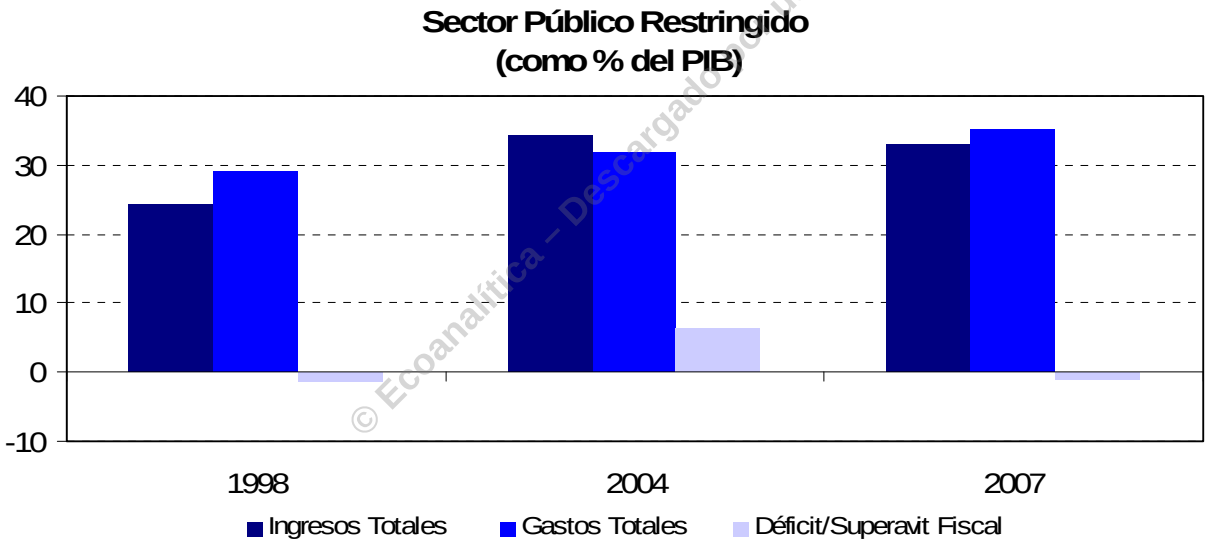
En ***Ecoanalítica*** seguimos convencidos de que este gobierno no tiene mayores problemas fiscales. Los altos precios petroleros han permitido una expansión del gasto sin precedentes. Por supuesto, esto no representa un cambio estructural. La buena salud de las cuentas

fiscales se deriva de nuestra dependencia de los vaivenes del mercado petrolero internacional.

Por otra parte, durante 2007 esta administración redujo el gasto público del Gobierno Central pasando de 29,5 puntos del PIB en 2006 a 25,6 puntos del PIB en 2007. Esto pareciese imposible en un gobierno de Chávez, pero este ajuste fiscal se impuso como vía para evitar mayores presiones inflacionarias. Más aún en el primer trimestre de este año, según el BCV, ha operado de manera similar.

De acuerdo con las cifras aportadas por el BCV, el gasto público del Gobierno Central durante el primer trimestre se ubicó en VEF 33.308 millones, lo que representa un incremento de 21,5% respecto al 1T07, pero una contracción real de 3,7%. De manera que hasta ese momento, la tan esperada expansión del gasto no se ha hecho evidente. Es importante destacar que en dicho período, los ingresos fiscales tuvieron una expansión real de 9,9%, en base interanual.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autorizado



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

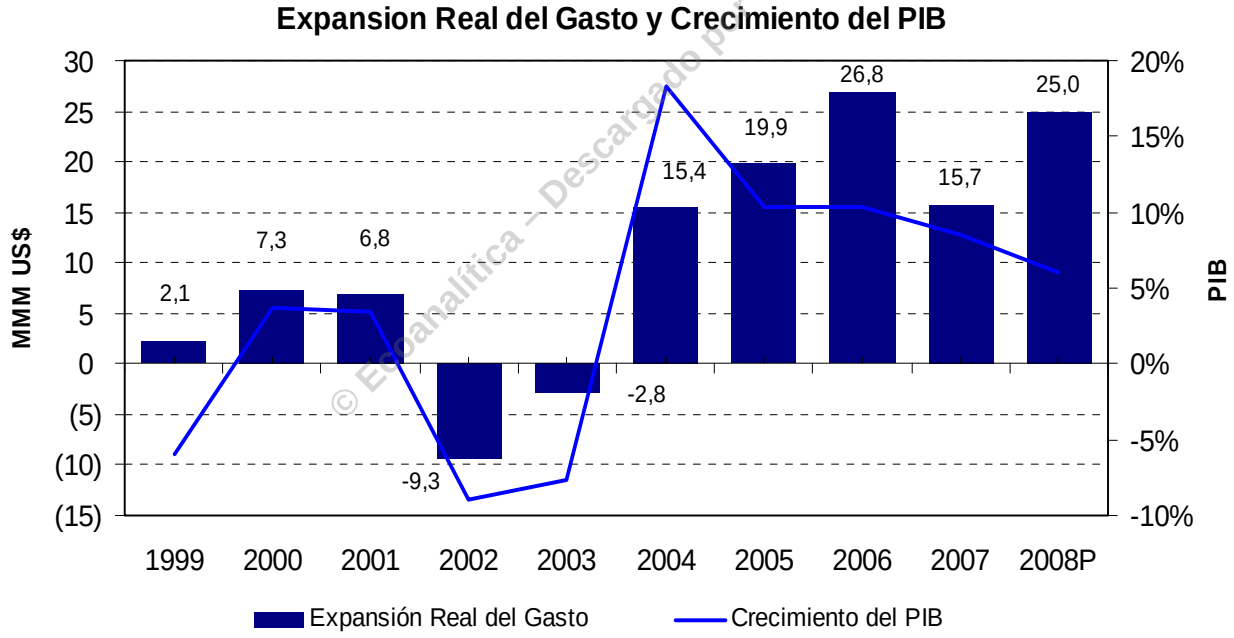
Al cierre del primer trimestre del año, la gestión fiscal del Gobierno Central muestra un déficit de VEF 2.231 millones (US$ 1.038 millones), por lo que las necesidades de financiamiento alcanzan VEF 5.020 millones (US$ 2.335 millones). Casi todas esas necesidades fueron cubiertas con otras fuentes, o lo que es lo mismo, con una disminución de los fondos del Gobierno Central en la Tesorería. A pesar de que para muchos analistas la magnitud de ese déficit es significativa, dicho déficit no muestra la totalidad de la gestión fiscal en Venezuela.

Las razones para sostener esto es: primero, el Gobierno cuenta con recursos extraordinarios, la mayoría de los cuales tienen carácter extraordinario; segundo, los altos precios petroleros garantizan que el Gobierno no se vea ante una dificultad fiscal que no pueda manejar. Esta premisa se mantendrá para lo que queda de 2008 y también para el año 2009.

Hablando del segundo semestre de este año, en ***Ecoanalítica*** somos de la opinión de que dado el desempeño de los precios petroleros, la aprobación de créditos adicionales se mantendrá y el gasto presupuestado para 2008 podría alcanzar VEF 185.000 millones, por lo que en el segundo semestre del año, el gasto sería de VEF 106.482 millones. Esto representaría un incremento de 35,6% respecto a lo que se gastó en el primer semestre y se corresponde con una política fiscal enmarcada en un año electoral, con fuertes transferencias hacia las gobernaciones y alcaldías y gastos de personal.

Esto implica que la expansión real de gasto (ERG) se ubique para el año 2008 en niveles cercanos a US$ 25.000 millones. En 2007 este indicador se ubicó en US$ 15.700 millones.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado



Fuentes: Ministerio de Finanzas y Ecoanalítica

Un factor adicional que debe tomarse en cuenta al analizar la gestión fiscal para 2008, e incluso los años venideros, es que el Ejecutivo cuenta con recursos extraordinarios en diversos fondos acumulados desde hace algún tiempo (2005), y 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.

Como lo hemos señalado anteriormente, el seguimiento de estos recursos extraordinarios nos permite sacar dos conclusiones. En primer lugar, el Gobierno utilizará una parte de estos recursos para evitar perder espacios en las elecciones en noviembre y, en segundo lugar, el ajuste fiscal que prevemos en el futuro puede ser gradual y no está en el horizonte inmediato.

Efectivamente, el estimado de los recursos que posee el Estado venezolano al cierre de mayo, sin contar las reservas internacionales, asciende a US$ 61.900 millones, no todos en divisas ni con el mismo grado de liquidez.

Con estos resultados y una expansión fiscal que crece a lo largo del tiempo, es claramente previsible que esta situación sea insostenible a largo plazo. De hecho, esta afirmación también se fundamenta en la singularidad de que la expansión fiscal de origen petrolero en el período 1999-2007 representa 67% del total de la expansión neta. Es decir, que el incremento inusitado en el gasto fiscal viene explicado por el comportamiento al alza de los precios petroleros.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autorizado

Recursos del Estado	May-08 (MMM US$)
Gobierno Central	**27,9**
Tesoreria (BCV)	4,9
Tesoreria (Moneda Extranjera)	4,1
FONDEN	11,6
Fondo Miranda	1,3
Otros fondos	6,0
Con China	4,5
Con Irán	1,5
PDVSA	**1,4**
BANDES	**11,3**
BDT	**8,0**
Depositos en el Sistema Financiero	**13,3**
TOTAL	**61,9**

Fuente: Ecoanalitica

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 28,2 puntos del PIB y cierre con un superávit de 2,6 puntos del PIB. En el año 2009, estimamos una ligera expansión del gasto, ubicándolo en 29,0 puntos del PIB y un superávit de 0,9 puntos del PIB.

A pesar de que se prevé una baja significativa en los precios petroleros a partir de 2009, nosotros estimamos que el ajuste fiscal no será tan pronunciado en los primeros años. Entre

2011 y 2012, el Gobierno se enfrentará a una situación fiscal difícil, que incrementará significativamente los niveles de déficit.

Los ajustes fiscales que se han llevado a cabo en Venezuela sobre la base de correcciones recurrentes del tipo de cambio y los recortes permanentes del gasto han creado una situación permanente de tensión fiscal y han resultado sumamente costosos en términos de crecimiento y estabilidad económica en el largo plazo. Los ajustes en Venezuela producen una contracción de la inversión pública, un gasto fiscal inflexible a la baja, una elevada inflación y un empobrecimiento paulatino de la población.

Una reforma fiscal que nos permita ir corrigiendo nuestras vulnerabilidades es más que necesaria. Lo lamentable es que en los planes económicos que este gobierno se ha estado planteando eso no parece estar en sus prioridades.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autorizado

	2007	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
Cuentas Nacionales						
PIB	8,4	6,1	4,1	1,8	1,3	0,7
Petrolero	(5,3)	3,6	4,0	3,9	3,8	3,7
No petrolero	9,7	6,5	4,2	1,4	0,8	0,2
Consumo (%Anual)	16,1	10,7	6,2	1,7	0,7	(0,6)
Consumo Público	4,8	7,6	5,1	2,2	1,6	0,9
Consumo Privado	18,7	11,3	6,5	1,6	0,5	(0,9)
Inversión	24,5	11,7	7,9	1,3	0,9	0,3
Exportaciones	(5,3)	1,5	1,7	1,7	1,6	1,6
Importaciones	31,9	26,0	18,7	13,4	9,7	6,9
PIB (US$ MMM)	220,7	297,2	321,3	349,5	370,0	405,8
PIB per Cápita (US$)	8.053	10.682	11.379	12.195	12.717	13.742
Población (MM)	27,4	27,8	28,2	28,7	29,1	29,5
Inflación, Tipo de Cambio y Tasas de Interés						
Inflación al Consumidor - Nacional (Fin de Año) (%)	-	25,1	28,3	26,5	22,5	18,0
Inflación al Consumidor (Fin de Año) (%)	22,5	26,9	30,4	28,8	25,1	19,4
Inflación al Mayor (Fin de Año) (%)	16,4	19,6	27,0	25,5	22,3	17,2
Tipo de Cambio Oficial (Fin de Año)	2.150	2,15	2,75	3,30	3,95	4,30
Tipo de Cambio Oficial (Promedio)	2.150	2,15	2,70	3,25	3,90	4,27
Tasa de Interés (Fin de Año) (%)	22,5	23,9	27,0	27,1	25,6	23,8
Tasa de Interés (Promedio) (%)	17,4	23,2	22,9	27,0	26,3	24,7
Tasa de Interés Pasiva (Fin de Año) (%)	11,2	16,2	16,5	17,1	19,7	12,3
M2 (Fin de Año) (Bs. Miles de Millones)	156	216	291	379	480	576
M2 (% Anual)	30,0	38,5	34,5	30,6	26,4	20,1
Indicadores de Política Fiscal						
Ingresos fiscales, (% del PIB)	28,7	29,6	28,9	26,4	24,4	23,0
Ingresos Petroleros, (% del PIB)	14,5	17,6	14,8	10,5	9,3	8,2
Ingresos no Petroleros, (% del PIB)	14,2	12,0	13,1	12,5	12,6	12,5
De los cuales utilidades Cambiarias y Otros, (% del PIB)	0,0	0,0	1,0	3,4	2,5	2,3
Total Gasto, (% del PIB)	25,6	28,2	29,0	31,5	31,1	30,7
Gasto Primario, (%del PIB)	24,1	26,2	26,7	29,2	28,6	28,3
Intereses, (% del PIB)	1,5	2,0	2,3	2,3	2,5	2,4
Balance Fiscal, (% del PIB)	3,1	1,4	(0,1)	(5,1)	(6,7)	(7,7)
Balance Fiscal primario, (% del PIB)	4,5	3,4	2,2	(2,8)	(4,2)	(5,3)
Amortización, (% del PIB)	1,3	2,7	2,3	2,7	2,3	2,3
Necesidades de Financiamiento (% PIB) a	(1,8)	1,3	2,4	7,8	9,1	10,0
Gasto Cuasifiscal, (% del PIB)	6,7	6,0	5,2	5,2	4,0	3,8
Balance Cuasifiscal no Petrolero, (% del PIB)	(18,1)	(22,2)	(20,1)	(20,8)	(20,0)	(19,7)
Perfíl de Deuda						
Reservas Internacionales (US$ MMM)	33,5	40,9	41,4	34,2	32,5	32,0
Deuda Publica Total (US$ MMM)	59,0	60,2	63,6	65,6	68,6	70,3
Deuda Interna (US$ MMM)	16,7	14,0	11,2	10,4	9,8	9,0
Deuda Externa (US$ MMM)	42,3	46,2	52,4	55,2	58,8	61,3
Deuda Pública Total (% del PIB))	26,8	20,3	19,8	18,8	18,5	17,3
Deuda Externa (% de las Exportaciones)	61,2	46,7	56,8	74,7	82,9	87,3
Deuda Neta (US$ MMM)	(48,1)	(53,2)	(47,0)	(44,2)	(40,6)	(38,1)
Tasa de Servicio de Deuda b	6,6	4,6	4,9	6,2	6,4	6,5
Balanza de Pagos						
Precio del Petróleo (Brent)	73	122	110	85	80	78
Precio del Petróleo (Cesta Venezolana)	65	106	96	75	70	68
Diferencial	89,5%	86,9%	87,4%	87,3%	87,8%	87,3%
Cuenta Corriente (% PIB)	9,1	13,0	6,4	0,1	0,3	(0,1)
Cuenta Corriente (US$ MMM)	20,0	38,5	20,5	0,4	1,3	(0,4)
Balanza Comercial (US$ MMM)	23,7	44,4	27,5	7,6	8,8	7,9
Exportaciones (US$ MMM)	69,2	99,0	92,2	73,9	71,0	70,2
Exportaciones Petroleras (bl/dia)	2,7	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6
Importaciones (US$ MMM)	(45,5)	(54,6)	(64,8)	(66,4)	(62,2)	(62,3)
Balanza de Servicios y Transferencias (US$ MMM)	(3,3)	(5,9)	(7,0)	(7,2)	(7,5)	(8,3)
Cuenta de Capital (US$ MMM)	(23,3)	(31,1)	(20,0)	(7,6)	(3,0)	(0,1)
Inversión Extranjera Directa (US$ MMM)	0,6	0,8	1,2	1,7	1,9	2,5
Mercado de trabajo						
Desempleo (%)	8,6	7,5	8,1	8,5	7,7	8,9
Cambio de Salarios Reales (% Anual)	(1,0)	3,9	(0,5)	(2,5)	(4,0)	(7,3)

(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