ECOANALÍTICA

Informe de Perspectivas

Año 3, Número 01
Agosto de 2007

Redacción:
Alejandro Grisanti
Asdrúbal Oliveros

A PESAR DE LO POLÍTICO, LA ECONOMÍA CONTINÚA SU BUENA MARCHA: PERSPECTIVAS ECÓNOMICAS 2008 – 2012

Prohibida su reproducción y distribución

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

En ***Ecoanalítica*** trabajamos para ofrecerles a nuestros clientes mejores herramientas para la toma de decisiones. De esta manera, hemos diseñado un nuevo producto: Perspectivas.

Perspectivas es un reporte trimestral que contiene nuestras proyecciones económicas para Venezuela para los próximos cinco años. El informe abarca temas como PIB y economía real, inflación, tipo de cambio y tasas de interés, política fiscal, deuda pública, sector externo y balanza de pagos y mercado laboral.

Venezuela es una economía extremadamente volátil. No sólo por su dependencia de los precios petroleros, sino también por los cambios tan pronunciados que se han venido dando en los contextos político e institucional. Por consiguiente, tratar de proyectar la evolución de las variables económicas en un horizonte de tiempo tan amplio luce, cuando menos, temerario.

Sin embargo, el ejercicio constituye ante todo una herramienta de planeación que contempla unas premisas fundamentales.

En primer lugar, podemos visualizar tres ciclos entre lo que queda de 2007 y 2012:

1. **2007- 2009:** En esta primera etapa, lo que estaremos viendo es una economía con un crecimiento económico moderado, con precios petroleros altos (por encima de US$ 50 por barril), elevado nivel de gasto público, subsidio cambiario a través de CADIVI, expansión del consumo y problemas en el lado de la inflación y la inversión privada. Es decir, esta primera etapa es una réplica de lo que ya hemos visto en los años 2005 y 2006.

2. **2010-2011:** Entre 2010 y 2011, empezamos a despertarnos de esta "ilusión de armonía". La economía venezolana enfrenta una baja en los precios petroleros, la política fiscal se vuelve contractiva e impactará negativamente en los niveles de crecimiento. Adicionalmente, por la presencia del control cambiario que ha propiciado un aumento extraordinario de las importaciones, se da una crisis de balanza de pagos y esto obliga al Gobierno a desmontar (aunque no lo quieran) el control de cambio y efectuar una maxidevaluación del bolívar. Es decir, en esta etapa colapsa el actual modelo económico chavista, ese que pudiéramos llamar "socialismo del s. XXI".

3. **2012:** En el 2012 estaríamos recogiendo los frutos de la irresponsabilidad en el manejo de la economía, especialmente la ausencia de mecanismos de ahorro y estabilización. Lo más importante en esta etapa es la respuesta y las políticas que diseñe el Ejecutivo Nacional para enfrentar una crisis económica, con precios petroleros bajos, inflación alta, fuertes demandas sociales y un Estado hipertrofiado.

Estas tres etapas están basadas en las premisas que serán explicadas a lo largo de nuestro reporte:

a. Precios petroleros con tendencia a la baja y estabilizándose después de 2010.

b. Esta reducción del precio de nuestro principal producto de exportación nos lleva a esperar cambios en la política fiscal con sus consecuencias sobre la actividad económica y el crecimiento.

c. Se continuarán profundizando los mecanismos de ejecución fiscal fuera del Presupuesto, con un Banco Central cada vez más limitado en sus atribuciones para mantener la estabilidad monetaria, especialmente después de la aprobación de la nueva Constitución.

d. En el mediano plazo, la política fiscal seguirá siendo el principal obstáculo para frenar los elevados niveles de inflación. La reforma monetaria en ciernes no constituirá una solución a este problema.

e. El Estado sigue buscando incrementar sus áreas de influencia, a través de tres mecanismos: política de nacionalizaciones, profundización de los controles y

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autorizado

establecimiento de un marco legal donde el papel del sector privado sea cada vez más limitado.

f. La inversión privada continuará estancada, afectando fuertemente la oferta de bienes y servicios nacionales. Esta situación será parcialmente compensada, en el mediano plazo, con un fuerte dinamismo de la inversión del sector público e importaciones.

g. En 2008, continuará el boom del consumo. Los sectores líderes en cuanto a crecimiento serán: bancario, construcción, comercial y las telecomunicaciones.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Producto Interno Bruto. El crecimiento de la economía se esfuma con el paso del tiempo

La economía venezolana lleva ya quince trimestres continuos de crecimiento económico, con un media de 12,4% según el BCV. La razón de este elevado crecimiento no es otra que un escenario petrolero bastante favorable desde 2004. En ***Ecoanalítica*** estimamos que mientras los precios petroleros se mantengan elevados, el actual modelo económico puede sostenerse.

Según fuentes de la OPEP, la demanda mundial de petróleo en el período 2008-2009 crecerá moderadamente y se prevé que una expansión del suministro de sus productores rivales causará una reducción de la necesidad del crudo del grupo de exportadores. Según los técnicos de la OPEP, los suministros actuales de crudo son suficientes y los altos precios del petróleo reflejan una escasez de refinerías y otros factores que están fuera de su control.

Otros análisis, como el de la firma PetroLogistics, señalan que la perspectiva para el mercado petrolero en 2008 está desarrollándose de una manera bastante similar a la del año actual: una continua estrechez en los procesos aguas abajo, lo cual da soporte a los altos precios de los productos y frecuentes paradas de refinerías, lo cual ejerce mayor presión alcista, a pesar de lo saludable del mercado de crudo.

La situación es un tanto distinta más allá de 2009, donde los expertos prevén una coerción importante en los precios petroleros, dado que ya empezarían a corregirse los más importantes cuellos de botella en los procesos de refinación. Para 2008, la OPEP prevé que la demanda mundial de crudo crecerá en 1,34 millones de b/d, o un 1,6%, lo que representa un menor ritmo en parte por los programas de conservación y el uso de otros combustibles.

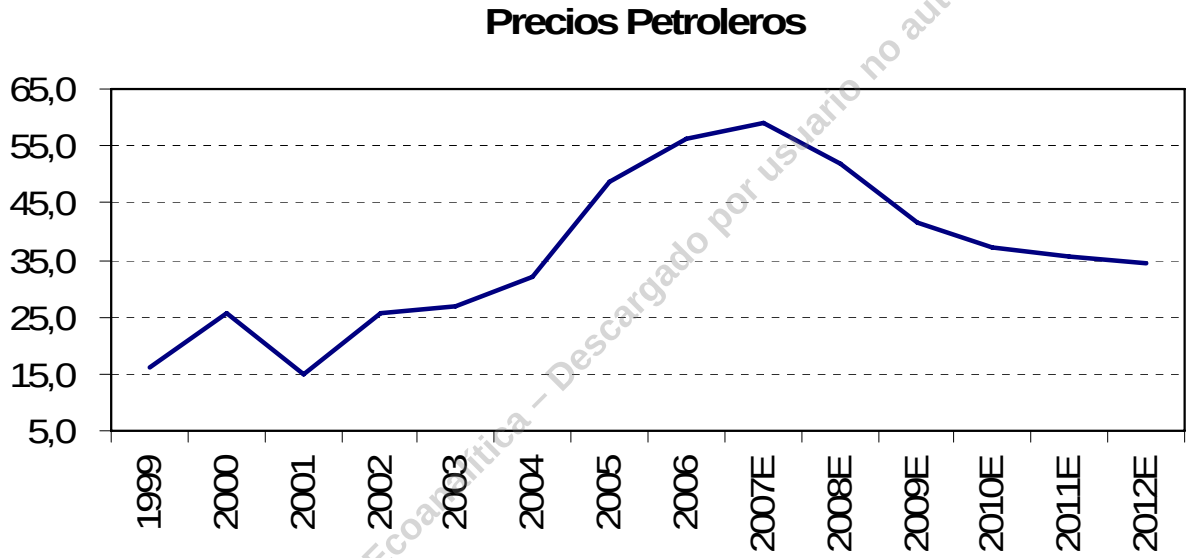
Para 2009, se estima que el crecimiento de la demanda sea de apenas 0,8%. La razón de ello yace en los crecientes costos energéticos, (incluidos los elevados aranceles) en las medidas de conservación de energía, en una mayor eficiencia en el uso de la energía y en el consumo

de combustibles alternativos. Éstos son los principales factores que regularán el crecimiento de la demanda petrolera en los próximos años.

La OPEP ha expresado preocupación acerca de que las alternativas al petróleo puedan erosionar su mercado en los próximos años. El desarrollo de biocombustibles, un mercado creciente a base de maíz, azúcar y colza, necesita un "cuidadoso monitoreo".

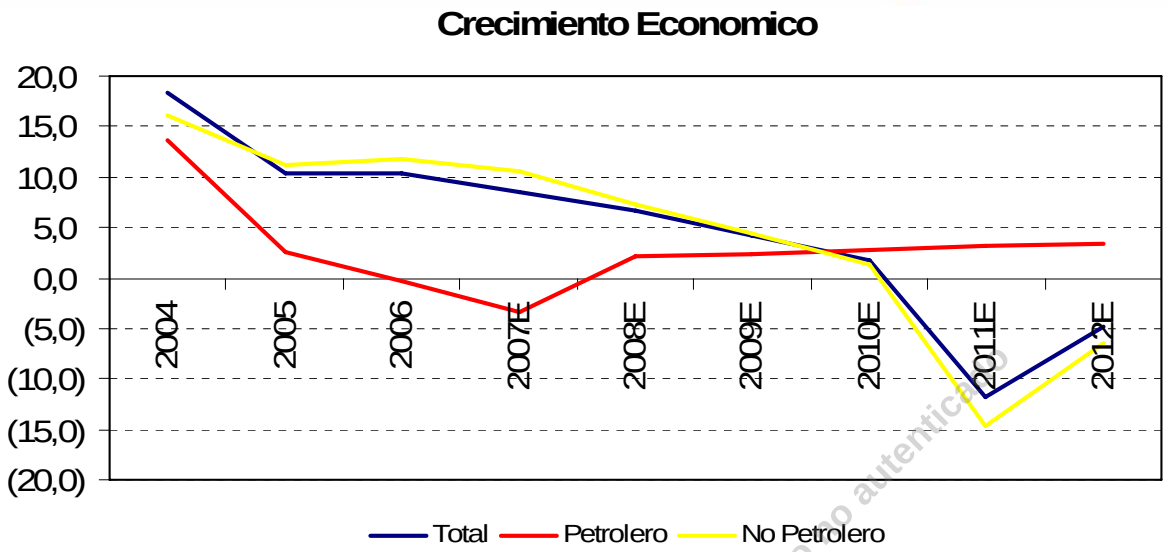
Con este escenario como base, en ***Ecoanalítica*** hemos estimado para 2008 un precio promedio para la cesta petrolera venezolana de US$ 51,9 por barril y para 2012 US$ 34,4 por barril. Es decir, una caída nominal de 33,7%.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado



Fuentes: Ministro de Energía y Petroleo y Ecoanalítica

Es claro y notorio que un descenso de los precios petroleros genera efectos negativos en la política fiscal y, por ende, en el crecimiento de la economía. Estimamos que en 2008 la economía crezca 6,7%, donde el sector no petrolero se expande 7,3% y el petrolero 2,2%. En el año 2009, con una reducción estimada de US$ 10,4 en la cesta petrolera, el PIB tendrá una expansión de 4,2%. Más allá de 2009, el crecimiento de la economía venezolana comienza a desaparecer y terminará con una fuerte contracción económica de 11,7% en 2011 y 4,9% en 2012. La razón de ello es que nuestra fuerte dependencia petrolera nos llevará a un ajuste fiscal en 2011, lo cual implica una fuerte devaluación y una crisis de balanza de pagos que trae como consecuencia el desmontaje del control de cambio. Eso es lo que hemos llamado “nuestro destino inexorable”.



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

© Ecoanalítica - Descargado por usuario no autenticado

Empleo y salarios. Con la actual bonanza económica el empleo debería ser mayor

El crecimiento del sector no petrolero es el principal generador de empleo. **Ecoanalítica** estableció, a través de una simple ecuación y utilizando datos de 1968 hasta el 2006, que en promedio en Venezuela por cada punto de crecimiento del sector no petrolero se deberían generar 78.000 nuevos puestos de trabajo. Es decir, si la economía no petrolera creció en un 11,6% en los últimos doce meses hasta junio, se han debido crear en ese mismo período 904.800 nuevos puestos de trabajo. Si analizamos las cifras del INE correspondientes al segundo trimestre de este año, la economía creó tan sólo 416.035 nuevos empleos. Al analizar el origen de estos nuevos puestos de trabajo, destaca que 136.729 (32,9%) corresponden al sector público y 279.306 (67,1%) al sector privado productivo.

Si vamos más allá, en el periodo que va desde junio de 2004 hasta junio del año en curso, el número de empleos creados fue de 511.420 en el sector público (44% de los empleos totales) y 647.817 en el privado (56% del total), lo cual arrojó un saldo de 1.159.237 nuevos empleos. No obstante, durante ese lapso la población en edad de laborar (registrada por el INE como la población mayor a quince años) aumentó en 1.396.009 personas.

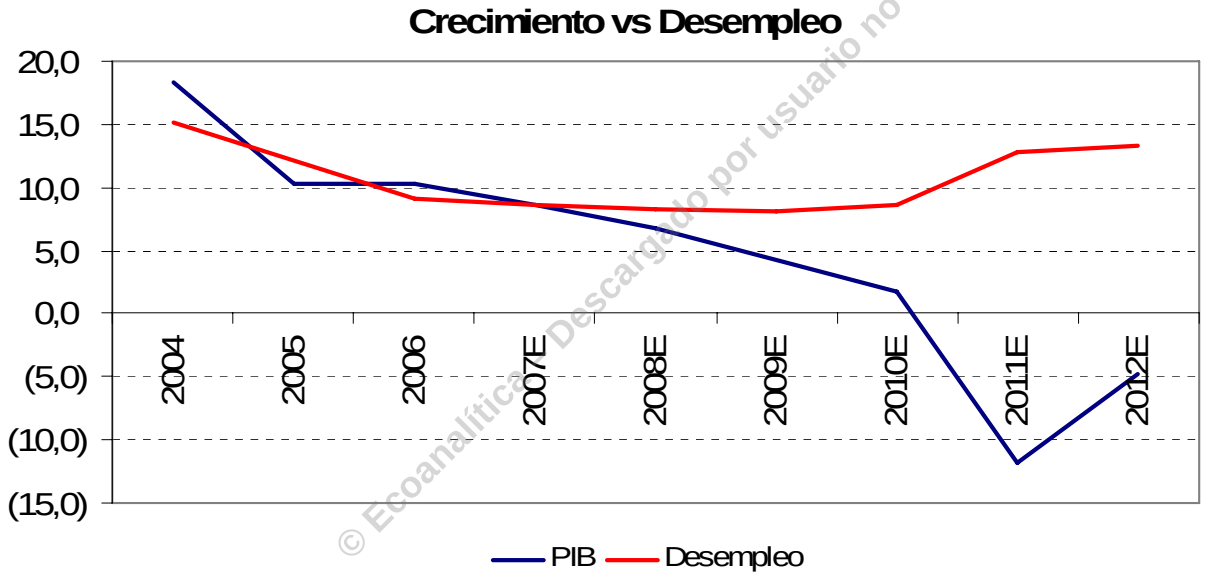
En contraste, para el mismo período la población activa (PEA) se incrementó solamente en 323.794 personas. Eso significa que 1.072.215 personas (un 77% de incremento en la población en edad de trabajar) se mantuvieron en el segmento de inactividad, es decir, que pudiendo trabajar, por alguna razón, deciden no hacerlo. Lo que tenemos ahora es menos personas desocupadas y más personas inactivas. Aquí según las encuestas del INE, estarían

incluidos las amas de casa, estudiantes de bachillerato y universitarios, beneficiarios de la Misión "Vuelvan Caras" y de cualquier misión educativa.

La población en edad de laborar se incrementó cada año en 449.048 personas en promedio, mientras que el número de personas que efectivamente se incorporaron a algún empleo sólo aumentó, en promedio, en 387.368 personas anualmente.

Queda claro que a pesar de las alentadoras cifras de desempleo, la creación de empleos continúa siendo insuficiente para compensar el crecimiento de la fuerza laboral. En la trayectoria seguida por el PIB total desde el segundo trimestre de 2004, se verifica una variación acumulada de 33%. En contraste con este alto crecimiento, el empleo aumentó apenas 11,5% durante los últimos tres años.

© Ecoanalítica - Descargado por usuario no autenticado



Fuentes: BCV. INE y Ecoanalítica

Esta dinámica laboral ha quedado plasmada en las cifras de salarios reales. De acuerdo con el BCV, al comparar las cifras del segundo trimestre del año 2007 con las del mismo período del año anterior encontramos que los salarios nominales se incrementaron en 22,0% y en términos reales aumentaron 2,0% cuando suprimimos el efecto de la inflación.

En los años venideros no esperamos una mejora sustancial en la estructura del mercado laboral venezolano, pues la problemática en este ámbito se debe a varios factores tales como: la fragilidad en el marco institucional, incertidumbre política, la amenaza que siente el sector privado sobre los derechos de propiedad, la percepción de que el crecimiento no es sostenible

y el control de cambio que estimula las importaciones, incrementando el producto y la creación de empleo en nuestros principales socios comerciales.

Para 2008, la tasa de desempleo promedio se ubicará en 8,6% y se mantendrá casi inalterada hasta 2010. La contracción económica en 2011, llevará la tasa de desempleo a 12,9% y a 13,3 en 2012.

Inflación. La inflación no se resuelve quitándole ceros a la moneda

El resultado de la inflación hasta julio ratifica nuestra tesis de que el Gobierno no ha aplicado hasta ahora una verdadera política antiinflacionaria. La elevada inflación en Venezuela es explicada por diversos factores. Hasta la fecha el Gobierno sólo ha comenzado a corregir uno de ellos: el elevado nivel del gasto público. La reducción de la inflación será estructural cuando el Gobierno diseñe una estrategia económica de mayor alcance que incluya el análisis de elementos como los controles, el anclaje cambiario, el papel de la inversión privada, entre otros temas.

De acuerdo al BCV, la inflación en el mes de julio de 2007 fue de 0,5%, notablemente menor a las observadas en el mes anterior (1,8%) y en julio del año pasado (2,4%). Con este resultado, la variación acumulada de la inflación en los primeros siete meses del año es de 8,3%, similar al 8,1% reportado en igual período de 2006. La inflación anualizada se ubica en 17,2%, inferior a la del mes de junio (19,4%), pero sustancialmente mayor a la registrada en julio de 2006 (13,5%).

La razón principal para esta reducción en la tasa de inflación es el recorte en la alícuota del IVA vigente desde el comienzo del mes de julio. También influyó el comportamiento del grupo de comunicaciones (motivado principalmente por la rebaja de tarifas de CANTV y MOVILNET) y la disminución en los precios de algunos productos agrícolas.

En ***Ecoanalítica***, somos de la opinión que el efecto más importante es el relativo a la baja en la alícuota del IVA. Según nuestros cálculos, el efecto bruto de este medida, visto aisladamente, es de una reducción de 1,0% en la tasa de inflación. De tal manera que para precisar el alcance de las recientes medidas tomadas por el BCV y el Ejecutivo Nacional es necesario analizar el comportamiento de la tasa de inflación en los meses venideros.
Con este resultado, puede inferirse que las medidas anunciadas por el Gobierno Nacional en la primera mitad del año no han tenido mucho éxito y cada vez es más difícil para el Gobierno alcanzar el objetivo de inflación de 12% para 2007. Sin embargo, en Ecoanalítica hemos reducido nuestro estimado de inflación de 20,7% a 18,4%, específicamente por los efectos que tienen la reducción en la alícuota del IVA y las medidas tomadas en política monetaria por el BCV.

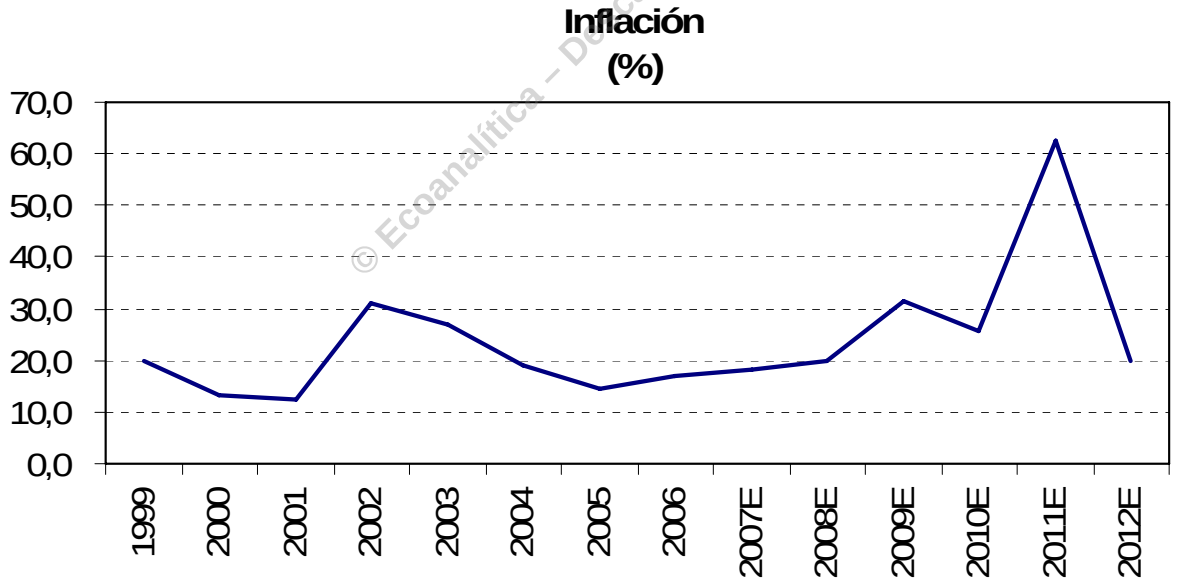
© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autorizado

En 2008, en ausencia de una devaluación del tipo de cambio oficial, estimamos una inflación anual de 20,0%. Es importante destacar que el próximo año estará marcado por el proceso de la reconversión monetaria.

El BCV ha denominado “bolívar fuerte” a la nueva moneda pero en un contexto de inflación moderada, que no es otra cosa que la pérdida del poder adquisitivo, lo que tendremos es un “bolívar débil”. El “bolívar fuerte” no vendrá con la reconversión monetaria sino con un plan económico de control de la inflación. La reconversión monetaria sólo generará ventajas en el plano contable, así como optimización en el sistema de pagos, pero no fortalecerá el bolívar pues el poder de compra del mismo quedará intacto. En ***Ecoanalítica*** creemos que el Ejecutivo lo que busca es aprovechar los dividendos políticos de esta medida, transmitiendo una percepción de fortaleza, optimismo y bonanza.

Más allá de 2008 y con nuestra nueva moneda, la inflación continuará con su tendencia al alza. En 2009, dado que se producirá un ajuste en el tipo de cambio oficial, la inflación anual se ubicará en 31,5%, para luego reducirse un poco en 2010 (25,7%). En el 2011, cuando se produzca la crisis de balanza de pagos y se desmonte el régimen de control cambiario, se producirá, como en los procesos pasados, una significativa subida en los precios, con una inflación de 62,7%. En el anterior control cambiario (OTAC), cuando éste fue desmontado, la inflación anual fue de más de 103%.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

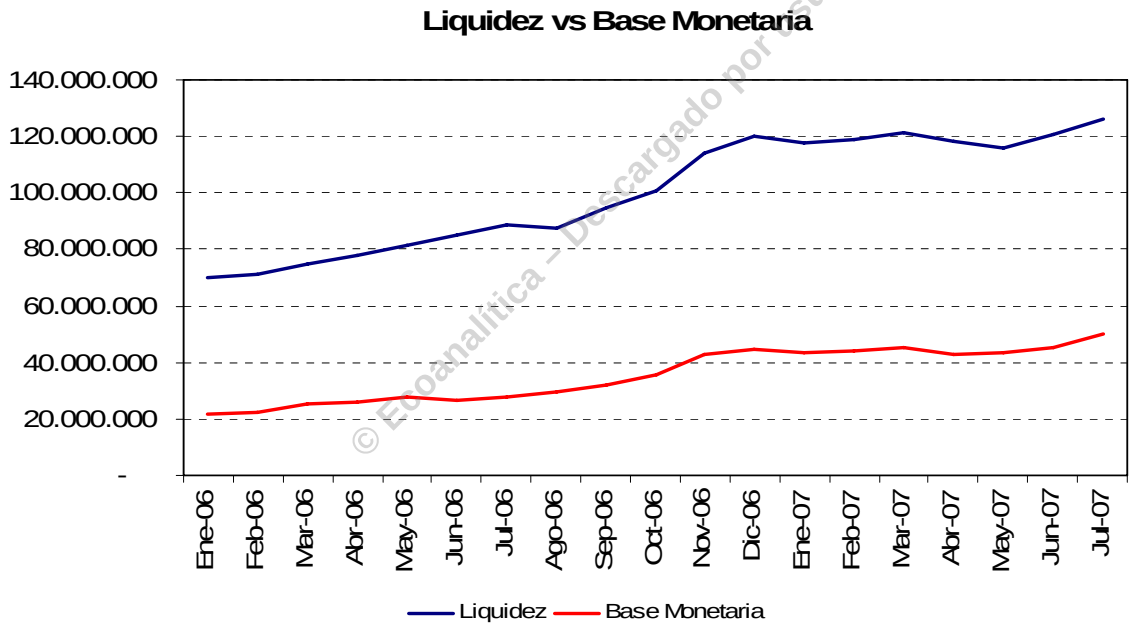
En los últimos años, el problema de la inflación se ha agravado. El manejo de la política fiscal, si bien es el elemento que genera mayor presión al alza en los precios, no pueden

descuidarse factores como la política de controles y la falta de inversión privada. Si no se modifican los controles y el Gobierno no incentiva la inversión privada, la reducción de la inflación no será estructural. En el pasado, bastaba el anclaje cambiario para lograr una reducción significativa de la inflación como ocurrió en el período 1996-2001. En la actual coyuntura, el anclaje cambiario y el anuncio de una reconversión monetaria son insuficientes.

Tasas de interés y política monetaria. El crecimiento de la liquidez se ha moderado y las tasas de interés con tendencia al alza

En los primeros siete meses del año, la base monetaria ha tenido un crecimiento moderado en términos nominales (11,4%) de VEB 49,9 billones, lo que representa una contracción de 5,1% en términos reales. Durante el mismo período, la liquidez monetaria se incrementó en un 6,4% en términos nominales, situándose en VEB 127,6 billones, lo que representa una caída de 9,4% en términos reales.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autorizado



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

Bajo control de cambio, los agregados monetarios suelen presentar altas tasas de crecimiento en términos reales. Para este período, la contracción de los agregados monetarios se debe principalmente a la contracción en la política fiscal. Según datos del BCV, el gasto público en el período enero-mayo tuvo una reducción en términos reales de 7,6%. Por otra parte, el Ministerio de Finanzas realizó una fuerte acumulación de recursos en la tesorería nacional, en la llamada cuenta en dólares de PDVSA. Es decir, estos recursos se represaron para no ser

gastados. También las mayores erogaciones de divisas por parte de CADIVI y la expansión del crédito bancario han contribuido a esta desaceleración del crecimiento de la liquidez.

Para ***Ecoanalítica***, es claro que existe una coordinación entre el Gobierno Central y el BCV para restringir los excesos monetarios que generalmente produce el control de cambio. De hecho, entre ambas instituciones han logrado sacar de circulación en forma neta VEB 10,1 billones en lo que va de año. Sin embargo, con la recién anunciada reforma constitucional y el posible referéndum para diciembre de este año, el Ejecutivo volverá a acelerar la ejecución del gasto público, tanto el presupuestario como el extra presupuestario, acentuando mayor presión en el crecimiento de los agregados monetarios.

Para el cierre de 2007, la liquidez alcanzará casi los VEB 160 billones, lo que representa un crecimiento nominal de 32,8% con respecto al cierre de 2006. Una tasa similar habrá en 2008 (32,4%), pero luego se reducirá en vista del desmontaje del control cambiario. De hecho, en el período 2009-2012, el crecimiento interanual promedio de M2 será de 21,2%, mientras que entre 2005 – 2008 sería de 46,9%.

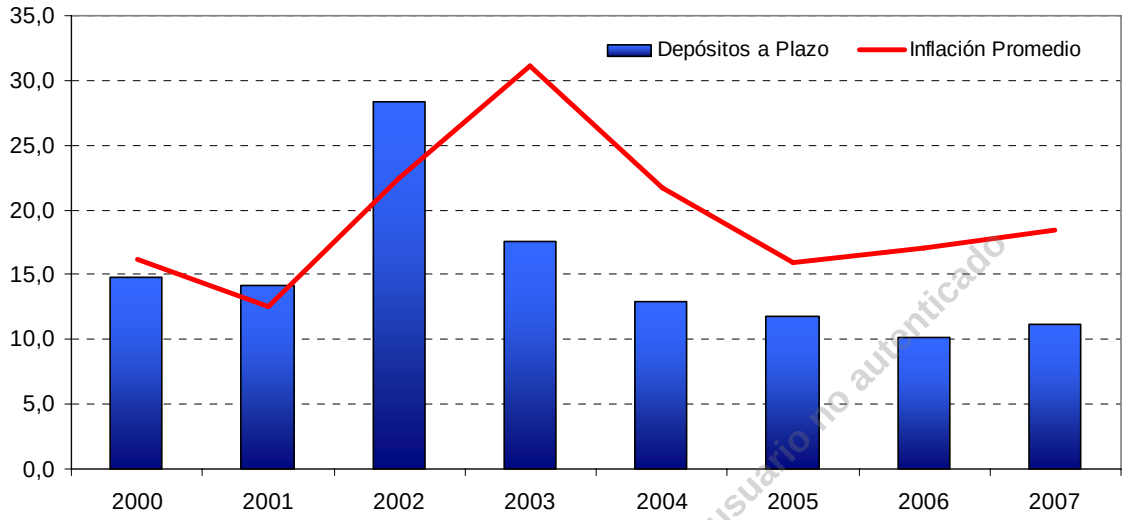
Respecto al tema de las tasas de interés, debe decirse que en los últimos trece meses el directorio del BCV ha visto crecer pasivamente la inflación, sin tomar medidas al respecto. Luego de más de cuatro años de realizar una política monetaria expansiva, a pesar del incremento en el monto de las operaciones de absorción, el directorio del BCV decidió hace algunas semanas dar un cambio en la política monetaria tomando una serie de disposiciones que buscan disminuir la cantidad de bolívares en circulación. En nuestra opinión, dichas medidas son claramente insuficientes y se presentan de manera tardía. Las mismas deberán provocar un incremento de las tasas activas, que reducirá ligeramente el estímulo al consumo, pero el incentivo al ahorro continuará siendo precario.

©Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

La tasa activa de los seis principales bancos promedió 16,0% durante los meses de abril y mayo, para descender a 14,9% para el mes de junio y volver a subir a 16,2% en julio. Es necesario recordar que el techo fijado por el BCV es de 28,0% para los créditos. Es claro que esta tasa fijada por el BCV no es vinculante para el sistema financiero, ya que los grandes incrementos de liquidez han permitido a la banca otorgar créditos por debajo de la misma.

Por su parte, tanto las tasas de ahorro como las de depósitos a plazo han estado durante todo el año en los niveles piso fijados por el BCV. La tasa de los depósitos de ahorro promedió 6,6%, cuando el mínimo fijado por el ente emisor era de 6,5%, y la de depósitos a plazo promedió 10,1% cuando su piso era de 10,0%. Estas tasas reflejan claramente que los pisos de la tasa pasiva eran vinculantes y que de no existir los mismos, las tasas pasivas estuviesen por debajo de las tasas fijadas por el instituto emisor. En todo caso, tanto tasas activas como pasivas cerraron el mes de julio en niveles inferiores a la inflación.

Inflación vs Depósitos a Plazo



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

© Ecoanalítica - Descargado por usuario no autenticado

Las medidas anunciadas por el BCV sobre el encaje legal tienen un doble efecto sobre las tasas activas. Por una parte, encarecen el costo de las captaciones del sistema, y al mismo tiempo disminuyen la proporción de bolívares que la banca puede prestar. Ante esta situación, ***Ecoanalítica*** espera un incremento de la tasa promedio activa de 180 puntos básicos, pasando de 16,2%, que promedió en la segunda semana de agosto, a niveles de 17,9% para el cierre de 2007. Este incremento de la tasa activa se sentirá con mayor fuerza en el sector corporativo.

Ecoanalítica espera que el sector de grandes empresas presente un incremento promedio de 320 puntos básicos, con lo que pagaría en promedio 16,9%, y el sector comercio podría presentar un incremento de 290 puntos básicos, pagando 24,2% en promedio.

En 2008, estimamos que las tasas de interés activas sigan presionadas al alza, tomando en cuenta la disposición del Ejecutivo a reducir los niveles de consumo en la población venezolana. El promedio de la tasa activa el próximo año estará alrededor de 19,8%. De allí en adelante, las tasas continuarán su tendencia al alza.

Ecoanalítica ratifica su recomendación de endeudarse en lo que queda de año, para aprovechar la coyuntura de tasas de interés que se encuentran por debajo de la inflación. Cuando venga el ajuste, una de las variables de mayor impacto son las tasas de interés por lo que asumir deuda será mucho más difícil y costoso.

Respecto a las tasas pasivas y a pesar de su incremento previsible, si la inflación se mantiene en los niveles actuales, los depositantes no deberán sentir mayor diferencia. De hecho, por cada VEB 100 que se coloque en un depósito a plazo, el depositante sufrirá una caída en su poder de compra de 9,0%, asumiendo que la inflación se mantiene en 20,0%. En ***Ecoanalítica*** opinamos que el BCV debe continuar haciendo esfuerzos para obtener tasas de interés reales positivas de manera de desestimular la compra de divisas e incentivar el ahorro interno.

Balanza de pagos. Las cifras del sector externo comienzan a mostrar la vulnerabilidad de la economía venezolana

© Ecoanalítica - Descargado por usuario no autenticado

El BCV mostró recientemente los números de la balanza de pagos correspondientes al primer semestre del año. Dos hechos resaltan: en primer lugar, el significativo déficit que se traduce en una importante caída de las reservas internacionales y, en segundo lugar, el notable crecimiento de la posición en moneda extranjera del Ejecutivo Nacional.

De acuerdo con las cifras dadas a conocer por el BCV, en el primer trimestre de 2007, la cuenta corriente (CC) de la balanza de pagos (BP) tuvo un deterioro del 43,6% respecto al mismo período del año anterior. La razón de ello obedece a una caída del 10,8% en las exportaciones petroleras y un incremento del 42,8% en las importaciones. En el desempeño del sector externo petrolero está pesando de manera significativa la caída de los niveles de producción petrolera. De hecho, el BCV señala que el sector petrolero cayó un 4,8% en la primera mitad del año, comparado con el mismo período del año anterior.

Por otra parte, el déficit de la cuenta capital (CK) de la BP se incrementó un 37,4%. La mayor proporción de este déficit se debe al sector privado de la economía. El déficit de la CK del sector privado representa el 59% del total, mientras que en el primer semestre de 2006 representaba el 29%, lo cual significa que hubo un incremento en la participación de 30 puntos porcentuales.

De manera acumulada, en el primer semestre de 2007, el déficit de la CK se cifra en US$ 21.609 millones.

Este cuadro nos lleva a que al cierre del primer semestre de 2007 la BP registraba un déficit de US$ 12.837 millones, que no es otra cosa que una reducción de las reservas internacionales, pues la salida de divisas fue muy superior a la entrada. Como se recordará, esta reducción de las reservas se debió principalmente a la transferencia de reservas al FONDEN y a la compra de divisas por parte de PDVSA. De esta manera, lo que tenemos es una disminución en los activos de la República y un incremento de los fondos para gasto público por parte del Ejecutivo Nacional.

BALANZA DE PAGOS (Resumen General) Fuente BCV y Ecoanalitica	1T 2007	1T 2006	Var (%)	YTD06	YTD05	Var (%)
Cuenta Corriente	3.662	7.004	-47,7%	22.884	18.680	22,5%
Saldo en Bienes	4.571	9.329	-51,0%	28.323	23.330	21,4%
Exportaciones Petroleras	12.057	13.896	-13,2%	46.392	35.168	31,9%
Exportaciones No petroleras	1.622	1.638	-1,0%	4.581	5.412	-15,4%
Importaciones de Bienes f.o.b.	(9.108)	(6.205)	46,8%	(22.650)	(17.250)	31,3%
Saldo en Servicios	(1.115)	(841)	32,6%	(3.186)	(2.826)	12,7%
Otros	206	(1.484)	-113,9%	(2.253)	(1.824)	23,5%
Cuenta Capital	(9.268)	(5.960)	55,5%	(20.065)	(12.295)	63,2%
Cuenta Capital del Sector Publico	(4.629)	(4.224)	9,6%	(15.624)	(5.115)	205,5%
Cuenta Capital del Sector Privado	(4.639)	(1.736)	167,2%	(4.441)	(7.180)	-38,1%
Variacion en Reservas Internacionales	(5.606)	1.044	-637,0%	2.819	6.385	-55,8%

©Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

En los últimos dos 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), con un mercado paralelo en crecimiento e incapaz de ser controlado por el Gobierno y de un deterioro del sector petrolero. Esta tendencia parece reafirmarse y es un preludio de lo que estimamos puede suceder en los años venideros.

El sector externo en Venezuela está atado a la evolución del mercado petrolero. De esta manera, en base a la reducción en los niveles de cotización de la cesta petrolera venezolana, estimamos un deterioro en las cifras de la balanza de pagos. Nosotros estimamos que en 2008, la cuenta corriente cierre con un ligero superávit de 1,1 puntos del PIB, con un déficit en cuenta capital de US$ 7.000 millones. Este déficit no es significativamente mayor porque el sector público comenzaría a repatriar los dólares que tiene en los distintos fondos en el exterior, tendencia que será reforzada el año siguiente.

En 2009, la cuenta capital cierra con un déficit de 2,4 puntos del PIB, equivalentes a US$ 6.800 millones, mientras que la cuenta capital tendría un superávit de US$ 6.400 millones. En 2010 el control cambiario empieza a hacer aguas; los recursos que el Gobierno había logrado acumular en el exterior desaparecerán, por lo que en el primer trimestre de 2011, el gobierno procederá al desmontaje del control cambiario, procediendo a una fuerte devaluación del tipo de cambio oficial. Dicha devaluación sería de 142,4%. Ese año, la cuenta corriente tendrá un superávit de 5,7 puntos del PIB, a causa de la fuerte reducción de las importaciones. El déficit en la cuenta capital será de US$ 10.600 millones.

Resumen General Balanza de Pagos (US$ MMM)	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Cuenta Corriente	16,3	3,1	(6,8)	(9,3)	11,0	12,2
Balanza Comercial	21,2	8,8	(1,2)	(3,8)	15,2	16,0
Exportaciones	65,4	58,3	48,1	44,0	42,2	41,1
Importaciones	(44,2)	(49,5)	(49,3)	(47,8)	(27,0)	(25,1)
Balanza de Servicios y Transferencias	(4,9)	(5,7)	(5,7)	(5,5)	(4,1)	(3,8)
Cuenta de Capital	(24,9)	(7,0)	6,4	6,3	(10,6)	(9,4)

Fuente: Ecoanalítica

© Ecoanalítica - Desarrollo de Consultoría no autenticado

La lógica que subyace detrás de este modelo es que Venezuela presenta una alta vulnerabilidad a los cambios en el mercado petrolero. En el caso de una caída de precios, tanto las cuentas fiscales como el control de cambio serán insostenibles.

Ante el escenario de una baja en los ingresos petroleros, los mercados nacionales e internacionales estarán menos dispuestos a financiar el déficit fiscal. El gobierno tendrá que afrontar una reducción de sus ingresos en simultáneo con la exigencia de pago de compromisos de la República por parte de unos mercados adversos. Ante esta situación, el gobierno se verá obligado a contraer el gasto y a devaluar la moneda. Por otro lado, los agentes económicos buscarán adelantarse a la devaluación incrementando su demanda de divisas, tanto en el mercado oficial como en el mercado paralelo. El fuerte incremento del paralelo y la expectativa de no sostenibilidad provocan que los empresarios comiencen a "indexar" sus precios al tipo de cambio paralelo, el cual sería su valor de reposición.

En resumidas cuentas, nos enfrentaríamos a un cuadro de fuerte recesión fiscal, con una macro devaluación e incremento de la inflación. Ese es el cuadro de 2011. Lo más negativo de todo lo expuesto, es que entre más tiempo pase el gobierno inflando estas distorsiones, ellas explotarán con mayor fuerza.

Política cambiaria. No esperamos una devaluación del tipo de cambio oficial hasta el primer trimestre de 2009

En los últimos meses hemos observado fuertes distorsiones en el mercado cambiario que, desafortunadamente, dan la sensación de que una devaluación del tipo de cambio oficial es inevitable. En ***Ecoanalítica*** estamos posponiendo la devaluación del tipo de cambio oficial para el primer trimestre de 2009. La razón principal para ello es la reforma monetaria y lo incongruente que sería arrancar con un programa de "Bolívar fuerte" devaluando la moneda. En nuestra opinión eso sería menospreciar a los decidores de política económica. No tiene

ningún sentido que paralelamente al anuncio y al comienzo del bolívar fuerte, el BCV anuncie una devaluación.

El Gobierno lo que va a hacer es posponer la devaluación hasta 2009 si el mercado no oficial y el escenario petrolero así se lo permite. En el primer trimestre de 2009, esperamos que la devaluación del gobierno desplace el tipo de cambio oficial a 2,85 VEF/US$. Es decir, sería una devaluación de 32,6%.

Adicionalmente, el hecho de que el precio de la cesta venezolana de crudo y derivados acumule una media en 2007 de US$ 57 por barril, nos hace pensar que el Estado venezolano tendrá las suficientes divisas para defender el tipo de cambio oficial por los próximos 18 meses. De hecho, el ministro Cabezas ha señalado que la revisión del tipo de cambio oficial se hará en 2009. Nosotros queremos enfatizar que no creemos que esta sea una buena política económica para Venezuela. Sin embargo, pareciese que los ingresos petroleros de más de US$ 1.200 millones a la semana podrían darle la suficiente flexibilidad al Gobierno para cumplir su palabra de no devaluar hasta dicho año.

Tengamos presente que la reforma legislativa que ha acometido este Gobierno en las áreas fiscal y presupuestaria en los últimos dos años ha permitido que el Ejecutivo acumule activos líquidos por un monto considerable, cuya principal ventaja es posponer el ajuste fiscal. El estimado de los recursos que posee el Estado venezolano asciende a VEB 99,8 billones, lo que representa 23,4 puntos del PIB o 76% del gasto total estimado que ejecutará el Gobierno en 2007. Un hecho que debe mencionarse es que este monto no incluye los US$ 7.000 millones que mantiene el Gobierno Nacional en el fondo en dólares de la Oficina Nacional del Tesoro (ONT), ni tampoco los recursos que ha recibido PDVSA como parte de su política de endeudamiento este año, que superan los US$ 11.000 millones.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autorizado

De tal manera que la situación fiscal no representa en el mediano plazo mayor problema para el Gobierno. En Venezuela, la devaluación es el mecanismo por excelencia de corrección fiscal, pero un Gobierno que no tiene mayores dificultades en ese plano, tiene pocos incentivos para devaluar la moneda.

Otra herramienta que puede utilizar el Ejecutivo para mantener el tipo de cambio oficial en niveles de VEB 2.150/US$ es restringiendo la venta de divisas oficiales. En julio del año pasado, CADIVI publicó una providencia mediante la cual cerca de 3500 códigos arancelarios se declararon bienes de lujo prohibiéndose en consecuencia la venta de divisas “preferenciales” a esos rubros. Otra manera más sutil de restringir la venta de divisas es a través de la fijación de “techos” para cada industria.

Por supuesto que restringir la venta de divisas es equivalente a una devaluación implícita, lo que produce un incremento de costos para la empresa y por ende un aumento de la inflación.

Por ejemplo, si una empresa logró adquirir divisas para importar 100% de sus insumos y le llega una comunicación por parte de CADIVI, anunciando que en 2007 sólo le venderán la mitad, deberá acudir al mercado paralelo y adquirir la otra mitad. Es decir, su tipo de cambio promedio pasaría de VEB 2.150/US$ en 2006 a VEB 3.325/US$ (0,5*2.150 + 0,5*4.500) en 2007. Esta empresa se verá obligada a incrementar sus precios en una proporción similar al impacto que sobre sus costos tendrá dicha devaluación. Si bien es cierto que el Gobierno podría devaluar de manera lineal, creemos que esta devaluación "selectiva" por sectores podría ser políticamente más atractiva.

Por último queremos señalar que este escenario cambiario menos negativo no modifica para nada nuestra visión de que el control de cambio no es sostenible por las distorsiones que ocasiona, tal como lo explicamos en el apartado anterior. El ajuste de 2011 es una replica de los que vivieron los venezolanos en 1989 y 1996, que logró las tasas de inflación más altas de nuestra historia con un empobrecimiento generalizado de la población. Es triste que un país se tropiece varias veces con la misma piedra, con un efecto tan adverso sobre su población, principalmente la población de menores recursos.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autorizado

Política Fiscal. No hay ajuste fiscal severo ni este año ni el próximo

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. Por supuesto, esto no representa un cambio estructural. La buena salud de las cuentas fiscales se deriva de nuestra dependencia a los vaivenes del mercado petrolero internacional.

Desde 1999 la actual administración ha venido elevando año tras año el gasto público. De hecho, las cifras del Sector Público no permiten ver la magnitud de la inyección fiscal ejecutada por la actual administración. En estos casi ocho años de gobierno, la ejecución fiscal se ha caracterizado por:

1. un crecimiento del gasto público superior al de los ingresos fiscales.

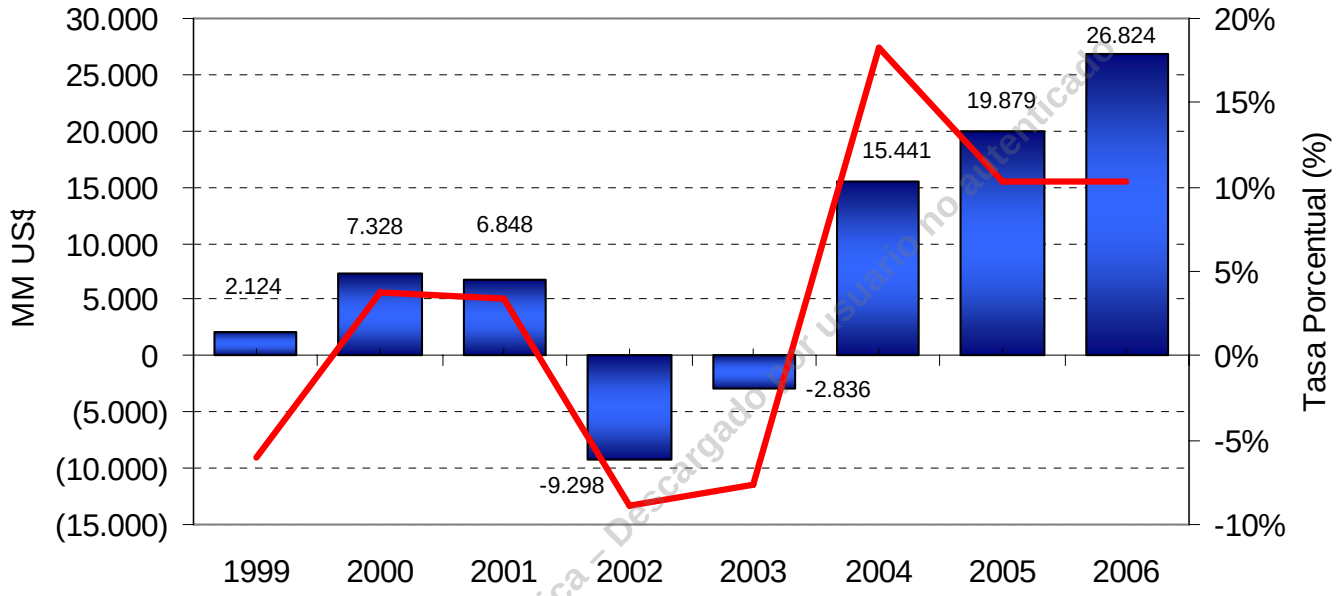
2. una mayor dependencia de los ingresos petroleros; por lo que hoy la gestión fiscal es más vulnerable ante los vaivenes del mercado petrolero internacional.

3. una mayor opacidad, lo cual dificulta el análisis de la gestión fiscal.

Según nuestros cálculos, en términos netos, la expansión real del gasto (ERG) desde 1999 hasta 2006 es de US$ 66.309 millones, que si lo vemos en términos del PIB estimado para 2007 tenemos que la misma es equivalente a 31,0 puntos del PIB. En nuestra opinión, este nivel de expansión fiscal no tiene precedentes en la historia económica reciente. Además, en

el período 2004-2006, dicha expansión se ha incrementado ubicándose en US$ 62.144 millones, es decir, un promedio anual de US$ 20.175 millones. En otras palabras, la expansión fiscal de estos últimos tres años es casi equivalente a la de todo el período, y en promedio anual es casi cuatro veces superior al trienio 1999-2001.

Expansion Real del Gasto y Crecimiento del PIB



Fuentes: Ministerio de Finanzas y Ecoanalítica

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Con estos resultados y una expansión fiscal que crece a lo largo del tiempo, es claramente previsible que esta situación sea insostenible. De hecho, esta afirmación también se fundamenta en la singularidad de que la expansión fiscal de origen petrolero en el período 1999-2006 representa 70% 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.

De esta manera, en lo que resta de 2007 y 2008, 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 29,2 puntos del PIB y cierre casi en equilibrio, con un ligero superávit de 0,5 puntos del PIB. En el año 2008, estimamos una ligera reducción del gasto, ubicándolo en 28,3 puntos del PIB y un superávit de 0,7 puntos del PIB.

Indicadores de Política Fiscal (%PIB)	2007E	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
Ingresos fiscales	29,7	29,0	30,0	28,9	27,6	24,2
Ingresos Petroleros	15,5	14,8	15,0	13,4	13,2	11,1
Ingresos no Petroleros	14,1	14,2	14,1	13,9	11,2	12,8
Utilidades Cambiarias y Otros	0,1	0,0	0,9	1,6	3,2	0,3
Total Gasto	29,2	28,3	28,1	28,1	28,1	23,1
Gasto Primario	27,3	26,2	26,0	25,9	26,1	21,2
Intereses	1,9	2,1	2,2	2,2	2,0	1,9
Balance Fiscal	0,5	0,7	1,9	0,8	(0,5)	1,1
Balance Fiscal primario	2,4	2,8	4,1	3,0	1,5	3,0
Amortización	1,9	2,3	2,2	2,3	2,3	2,3
Necesidades de Financiamiento	1,4	1,6	0,3	1,5	2,9	1,2
Gasto Cuasifiscal	6,7	6,0	5,0	4,7	1,1	0,9
Balance Cuasifiscal no Petrolero	(21,7)	(20,1)	(18,1)	(17,3)	(14,8)	(10,9)

Fuentes: 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 los primeros 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. Sin embargo, en 2011, el Gobierno necesitará realizar una maxidevaluación como un mecanismo de ajuste fiscal. Una depreciación de la tasa de cambio mejora sustancialmente las cuentas fiscales, aunque con elevados costos en términos de inflación y crecimiento.

Este ajuste pudiera evitarse. Para ello resulta urgente neutralizar en buena medida la volatilidad del mercado petrolero. Se requiere principalmente potenciar y rediseñar un fondo de estabilización que permita esterilizar los shocks provenientes del mercado petrolero.

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 de mediano 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.

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.

Así, los venezolanos nos habremos despertado de un sueño de un “país fuerte”, como dice el BCV en su publicidad sobre la reconversión monetaria, y confrontaremos la realidad de una nación con graves desequilibrios y sin mayores mejoras en la calidad de vida de los ciudadanos.

© Ecoanalítica _Descargado por usuario no autenticado

	2005	2006	2007E	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
Cuentas Nacionales								
Crecimiento del PIB (% anual)	10,3	10,3	8,6	6,7	4,2	1,7	(11,7)	(4,9)
Petrolero	2,6	(0,3)	(3,4)	2,2	2,4	2,7	3,1	3,5
No petrolero	11,1	11,7	10,5	7,3	4,4	1,3	(14,6)	(6,5)
Consumo (%Anual)	16,0	16,5	16,0	11,5	7,2	2,9	(17,4)	(7,2)
Consumo Público (% Anual)	9,4	7,4	5,1	3,5	2,4	1,7	(9,0)	1,4
Consumo Privado (% Anual)	17,7	18,8	18,7	13,1	8,2	3,1	(19,1)	(8,9)
Inversión (% Anual) (Formacion Bruta de Capital Fijo)	37,9	33,5	26,5	15,7	9,9	(3,4)	(27,0)	(6,2)
Exportaciones (% Anual)	4,1	(4,2)	(4,8)	1,5	1,0	0,7	2,9	4,6
Importaciones (%anual)	36,0	31,4	32,9	10,0	(2,5)	(5,0)	(45,5)	(9,0)
PIB (US$ MMM)	132,9	166,2	213,8	273,7	288,9	316,1	194,6	199,7
PIB per Cápita (US$)	4.996	6.156	7.799	9.839	10.232	11.027	6.690	6.761
Población (MM)	26,6	27,0	27,4	27,8	28,2	28,7	29,1	29,5
Inflación, Tipo de Cambio y Tasas de Interés								
Inflación al Consumidor (Fin de Año) (%)	14,4	17,0	18,4	20,0	31,5	25,7	62,7	19,9
Inflación al Mayor (Fin de Año) (%)	14,8	15,9	23,4	17,3	31,9	22,3	90,6	15,1
Tipo de Cambio Oficial (Fin de Año)	2.150	2.150	2.150	2,15	2,85	3,30	8,00	8,50
Tipo de Cambio Oficial (Promedio)	2.112	2.150	2.150	2,15	2,79	3,26	7,61	8,46
Tipo de Cambio Paralelo (Fin de Año)	2.675	3.427	4.314	5,18	6,81	8,56	N/A	N/A
Tipo de Cambio Paralelo (Promedio)	2.559	2.744	4.184	4,75	5,99	7,68	N/A	N/A
Tasa de Interés (Fin de Año) (%)	14,4	14,7	17,9	21,8	26,5	32,5	42,2	26,9
Tasa de Interés (Promedio) (%)	15,4	14,6	16,3	19,8	24,2	29,5	37,3	34,5
Tasa de Interés Pasiva (Fin de Año) (%)	11,2	10,1	11,2	12,5	15,2	18,6	24,2	15,4
M2 (Fin de Año) (Bs. Miles de Millones)	70.804,0	119.898	159.237	211	260	294	392	451
M2 (% Anual)	52,4	70,1	32,8	32,4	23,2	13,2	33,2	15,2
Indicadores de Política Fiscal								
Ingresos fiscales, (% del PIB)	27,7	30,4	29,7	29,0	30,0	28,9	27,6	24,2
Ingresos Petroleros, (% del PIB)	13,6	16,1	15,5	14,8	15,0	13,4	13,2	11,1
Ingresos no Petroleros, (% del PIB)	14,1	14,0	14,1	14,2	14,1	13,9	11,2	12,8
De los cuales utilidades Cambiarias y Otros, (% del PIB)	1,8	0,3	0,1	0,0	0,9	1,6	3,2	0,3
Total Gasto, (% del PIB)	26,0	30,0	29,2	28,3	28,1	28,1	28,1	23,1
Gasto Primario, (%del PIB)	23,0	27,9	27,3	26,2	26,0	25,9	26,1	21,2
Intereses, (% del PIB)	3,0	2,1	1,9	2,1	2,2	2,2	2,0	1,9
Balance Fiscal, (% del PIB)	1,7	0,4	0,5	0,7	1,9	0,8	(0,5)	1,1
Balance Fiscal primario, (% del PIB)	4,7	2,5	2,4	2,8	4,1	3,0	1,5	3,0
Amortización, (% del PIB)	8,6	1,8	1,9	2,3	2,2	2,3	2,3	2,3
Necesidades de Financiamiento (% PIB) a	6,9	1,4	1,4	1,6	0,3	1,5	2,9	1,2
Gasto Cuasifiscal, (% del PIB)	5,7	7,1	6,7	6,0	5,0	4,7	1,1	0,9
Balance Cuasifiscal no Petrolero, (% del PIB)	(17,6)	(22,8)	(21,7)	(20,1)	(18,1)	(17,3)	(14,8)	(10,9)
Perfíl de Deuda								
Reservas Internacionales (US$ MMM)	30,4	37,4	28,8	24,9	24,5	21,5	21,9	24,7
Deuda Publica Total (US$ MMM)	46,9	42,7	38,8	37,5	35,5	39,6	36,2	39,7
Deuda Interna (US$ MMM)	15,7	16,9	15,9	15,5	14,4	14,5	8,1	9,6
Deuda Externa (US$ MMM)	31,2	25,8	22,9	22,0	21,1	25,1	28,1	30,1
Deuda Pública Total (% del PIB))	35,3	25,7	18,2	13,7	12,3	12,5	18,6	19,9
Deuda Externa (% de las Exportaciones)	56,2	39,6	35,0	37,7	43,9	57,1	66,7	73,2
Tasa de Servicio de Deuda b	9,2	7,0	7,0	7,8	9,5	10,4	10,8	11,1
Balanza de Pagos								
Precio del Petróleo	48,6	56,4	59,1	51,9	41,5	37,3	35,5	34,4
Cuenta Corriente (% PIB)	19,2	16,3	7,6	1,1	(2,4)	(2,9)	5,7	6,1
Cuenta Corriente (US$ MMM)	25,5	27,1	16,3	3,1	(6,8)	(9,3)	11,0	12,2
Balanza Comercial (US$ MMM)	31,8	32,9	21,2	8,8	(1,2)	(3,8)	15,2	16,0
Exportaciones (US$ MMM)	55,5	65,2	65,4	58,3	48,1	44,0	42,2	41,1
Importaciones (US$ MMM)	(23,7)	(32,3)	(44,2)	(49,5)	(49,3)	(47,8)	(27,0)	(25,1)
Balanza de Servicios y Transferencias (US$ MMM)	(3,9)	(5,8)	(4,9)	(5,7)	(5,7)	(5,5)	(4,1)	(3,8)
Cuenta de Capital (US$ MMM)	(20,1)	(22,8)	(24,9)	(7,0)	6,4	6,3	(10,6)	(9,4)
Inversión Extranjera Directa (US$ MMM)	1,4	(2,9)	(5,6)	0,8	0,7	0,8	0,7	0,8
Mercado de trabajo								
Desempleo (%)	12,2	9,1	8,6	8,3	8,1	8,7	12,9	13,3
Cambio de Salarios Reales (% Anual)	3,0	4,6	3,8	3,0	1,9	0,7	(5,2)	(2,2)

(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