



Informe de Perspectivas

Año 2, Número 4
Trimestre IV

Por:
Asdrúbal Oliveros
Michael Penfold
María Cecilia Ramírez

***EL TIEMPO QUE SE NOS
FUE... LA CRISIS QUE SE
NOS VIENE***

Edición:
Argelia Guédez

Prohibida su reproducción y/o distribución

Actualización de Perspectivas Económicas 2008 – 2012 e incorporación de 2013

En la planificación anual de ***Ecoanalítica*** se programa la entrega del cuarto informe de Perspectivas para inicios del mes de octubre y se comienza a trabajar en ello con alguna anticipación, sin saber exactamente cómo será la coyuntura que estaremos viviendo al momento de su publicación. Es claro y notorio, que las últimas semanas han marcado no solamente la necesidad de adecuar nuestro informe, sino que lo que está aconteciendo constituye un hito en la historia de la economía mundial.

Podríamos decir en resumen que la situación económica internacional va más allá de pensar casi exclusivamente en la crisis financiera, pues ella es parte de problemas más generales y desequilibrios que se han acumulado por años. La economía internacional atraviesa una grave crisis financiera, alta inflación y una inusual dispersión del crecimiento en el mundo. En pocas palabras, un escenario muy incierto.





Por consiguiente, este informe de Perspectivas refleja, en esencia, un escenario de crisis para los próximos años. Primero, el impacto de la crisis mundial se sentirá en Venezuela por la disminución de la demanda energética que experimentará el mundo en los próximos meses, como ya lo ha reconocido la propia OPEP, lo cual generará precios petroleros más bajos. De hecho, al momento de escribir este informe, el crudo Brent cotizaba cercano a los US\$ 60 por barril. Sin embargo, debe admitirse responsablemente que aún no sabemos cuál puede ser el piso de estos precios.

Un punto en discusión es cuánto durará esta crisis. Cómo es usual en temas de economía, no hay consenso. Existen algunos economistas optimistas que señalan que Estados Unidos se recuperará rápidamente y que esta crisis no demorará más de un año; otros, por el contrario, ven una crisis cuyos efectos se prolongarán por un buen tiempo.

Las proyecciones de este informe se inclinan más por la segunda opción. Son esencialmente pesimistas, comparadas con nuestros escenarios previos. Aquí debe hacerse la salvedad de que **Ecoanalítica** siempre fue tildada de presentar escenarios optimistas sobre el desempeño macroeconómico del país. En esta oportunidad, las señales del mercado y en especial del petrolero nos llevaron a establecer un escenario que podría catalogarse de “explosivo”. Nuestro precio petrolero promedio para el período 2009- 2013 es 27,2% más bajo que el considerado en nuestro informe previo. Este hecho tiene impactos significativos en variables clave como tipo de cambio, inflación, crecimiento económico y déficit fiscal.

Evidentemente, existe la posibilidad de que la corrección de la economía mundial sea más rápida que lo previsto; por ende, los precios petroleros podrían recuperarse y los efectos nocivos en Venezuela serían minimizados. Todavía hay muchos analistas que se inclinan por esta opción, lo cual queda comprobado en que la mayoría no ha realizado una modificación significativa a la baja en los precios petroleros. En **Ecoanalítica** siempre nos hemos inclinados por ser conservadores en esta materia, de manera que si existe un ajuste al alza en el precio petrolero, nuestro eterno dolor de cabeza, el escenario mejore y sea más manejable para los agentes económicos. El caso contrario tiene mayores costos.

Pudiésemos señalar que entre 2009 y 2010, los venezolanos comenzamos a despertarnos de esta “ilusión de armonía”. La economía venezolana enfrenta una baja en los precios petroleros, la política fiscal se vuelve contractiva e influye negativamente en los niveles de crecimiento. Así mismo, por la presencia del control cambiario que ha propiciado un aumento extraordinario de las importaciones, surge una crisis de





balanza de pagos y esto obliga al Gobierno a desmontar (aunque no lo quiera) el control de cambio y efectuar una maxidevaluación del bolívar. Más allá de 2010, 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.

Por último, quisiéramos destacar el hecho de que Venezuela parece condenada a vivir permanentemente en una especie de historia circular sin fin. Los efectos adversos de la crisis mundial no nos vienen por tener una economía insertada en la dinámica internacional, con mercados financieros desarrollados, dinamismo en el sector externo, cuentas públicas sanas, entre otras cosas. La crisis nos golpea de una forma sencilla, aunque en extremo peligrosa: a través de la caída en el precio petrolero. Las principales economías de América Latina, a diferencia de nosotros, han aprendido de los errores pasados; comprendieron la necesidad de tener buenas políticas económicas, unido al hecho de que el mundo también ha progresado. Es por ello que la mayoría de nuestros vecinos de la región cuentan con más grados de libertad a la hora de enfrentar y sobreponerse a esta crisis. El avance alcanzado por esos países en las últimas décadas en materia de tecnología, flexibilidad, integración internacional, transparencia, entre otros, ha posibilitado que hoy en día el mundo esté más preparado para afrontar la adversidad. En Venezuela, por el contrario, sólo nos queda rezar... rezar para que los precios no caigan demasiado y nos sometan a la vorágine de una oportunidad perdida, de un progreso que se esfumó... En Venezuela no contamos con un marco de políticas que nos sitúe en una sólida posición para navegar en tiempos turbulentos. Nada nuevo bajo el sol.

Para nuestros clientes, es importante destacar que los ciclos económicos (positivos o negativos) traen oportunidades. En épocas de crisis, los activos Venezolanos suelen disminuir mucho su valor, generando oportunidades muy interesantes en diferentes sectores. Como siempre, en ese caso lo importante es tener acceso a información relevante y estructurada para la toma de decisiones.

Producto Interno Bruto. El fin de la fiesta está más cerca que nunca

Durante los últimos 19 trimestres consecutivos, el PIB venezolano creció a una tasa promedio de 11,2%, con lo cual la economía venezolana había resultado ser una de las economías que en este sentido había mostrado mejor desempeño en América Latina. Como bien se sabe, la cotización creciente del barril petrolero en los mercados



internacionales, aunada a las restricciones creadas por el control de cambios, se constituyó en la única fuente de crecimiento de nuestra economía.

De manera que lo que vinimos observando fue un notable incremento de los ingresos petroleros, con un consecuente aumento del gasto público y del consumo interno de bienes, donde parte importante de este último componente fue suplido con mayores importaciones, que se vieron especialmente favorecidas debido a la prevalencia del anclaje cambiario y la limitada capacidad del aparato productivo local.

Con la llegada de la crisis económica mundial, representantes del Gobierno se han vanagloriado con el hecho de que Venezuela podrá resistir los efectos de la misma. Los analistas en general están de acuerdo con el hecho de que no sólo nuestro país, sino la región en general, logró cierta “autonomía” con respecto a los mercados financieros internacionales, lo cual ha sido mejor conocido como “desacoplamiento monetario”. Sin embargo, ello no es del todo cierto si se analiza el lado del sector real; veremos que Venezuela es el más vivo ejemplo de esto. Muchos de estos países financieramente “desacoplados”, no aprovecharon el boom mundial para inducir un cambio en sus sistemas mono-exportadores, principalmente a base de materias primas, y prefirieron continuar en la cómoda posición de naciones meramente rentistas. Pues, los efectos de la crisis se están empezando a sentir, debido a que la desaceleración económica mundial prevista ha tumbado los precios de los commodities.

El último informe de perspectivas mundiales del Fondo Monetario Internacional (FMI) avizora una importante desaceleración de la economía estadounidense, cuyo PIB se estima que crezca en apenas 0,8% durante el año próximo, mientras que el resto de las economías industrializadas podrían registrar un escueto crecimiento promedio de 0,2% en el mismo año. Es obvio, y ya existe prácticamente consenso en el mercado al respecto, que una de las más importantes consecuencias que este hecho traerá consigo será la caída de la demanda energética mundial y con ello precios petroleros moderados.

Este entorno no representará mayores problemas para lo que resta de este año, así que prevemos que la economía termine creciendo a una tasa aún elevada, aunque inferior a los años previos, de 6,1%.

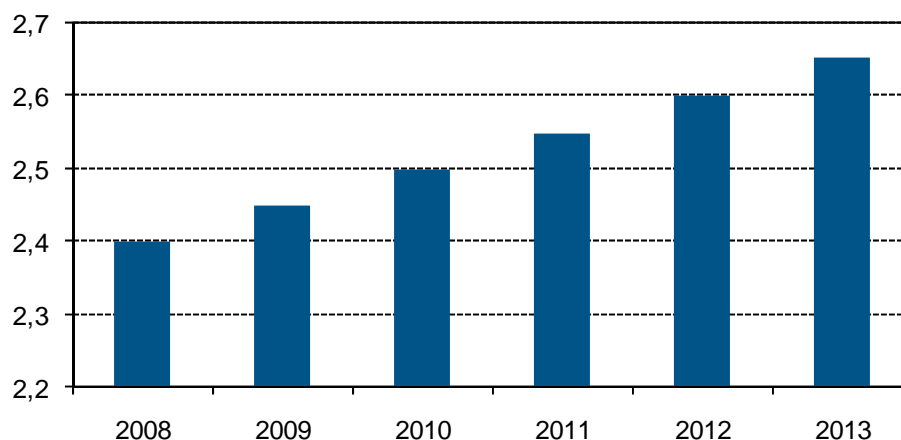
En **Ecoanalítica** opinamos que, si en los últimos años PDVSA no ejecutó un plan de inversiones para ampliar su capacidad de producción, a pesar de la ingente cantidad de recursos que percibió, no hay razones para pensar que ello se vaya a hacer en un





contexto de menores precios petroleros. Por consiguiente, lo más probable es que en 2009 PDVSA se limite a efectuar las inversiones mínimas requeridas para detener la caída de la producción y lograr que se mantenga en su nivel actual, que nosotros estimamos es cercano a los 2,4 MMBD. Para los años subsiguientes (al menos hasta 2013) no prevemos mayores incrementos en el nivel de producción. De hecho, el propio Gobierno, que hasta hace poco predecía una producción diaria de 5,2 millones de barriles para el año 2012, señaló posteriormente que ello no sería posible hasta el año 2021.

Producción Petrolera MMBD



Fuente: Ecoanalítica

Muy a pesar de los elevados precios, en los últimos dos años el sector petrolero reflejó una contracción promedio anual de 5,1%, que contrasta con el crecimiento promedio de 11,1% que durante el mismo período mostró el sector no petrolero. A partir del 1T08 la caída en el sector petrolero se revirtió y estimamos que el mismo crecerá a una tasa de 3,6% para el cierre del año en curso, mientras que el no petrolero se expandirá en 6,5%. Esto implica un crecimiento global de 6,1% para finales de 2008.

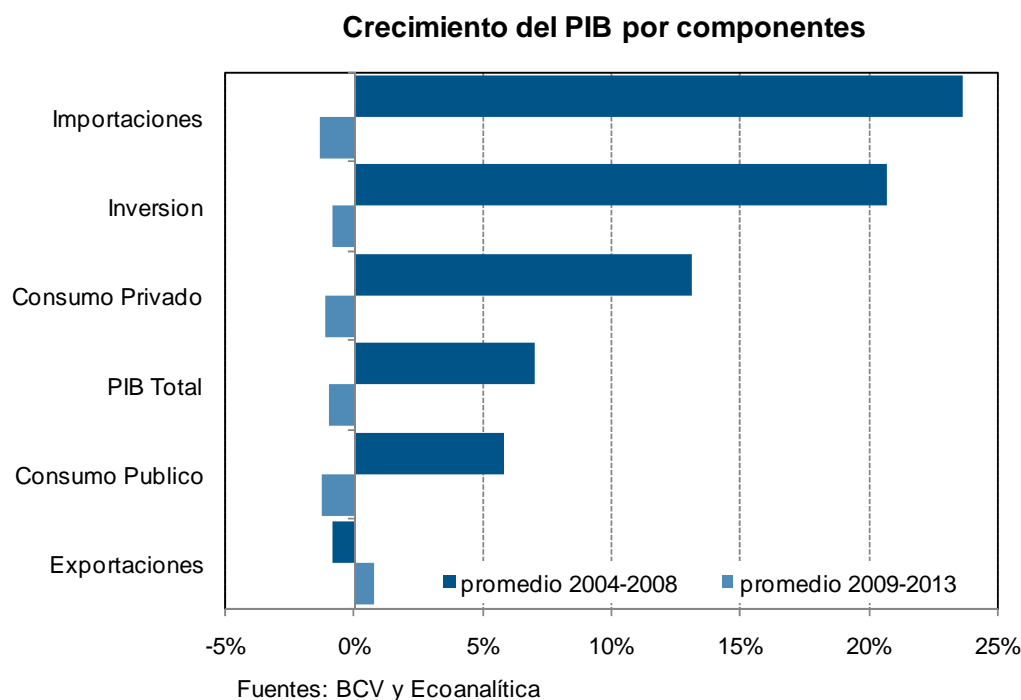
Sin embargo, a partir del próximo año la conformación de nuestro crecimiento se invertirá y nos demostrará la vigencia que aún tiene la llamada “Enfermedad Holandesa”. Esperamos un exiguo crecimiento total de 0,6% para 2009, soportado fundamentalmente por la actividad petrolera (con un crecimiento de 2,5%) y que en cierta medida compensará la evidente desaceleración en el resto de las actividades económicas que crecerán apenas un promedio de 0,3% ese año. Adicionalmente, la caída del ingreso obligará al Gobierno a hacer un uso más racional de las divisas, por





lo que CADIVI será más estricto a la hora de liquidar divisas, generando un efecto de drástica reducción en las importaciones. Ello tendrá un importante impacto en términos de mayor escasez de productos esenciales en el mercado, dado que hasta ahora la brecha entre la demanda interna y la oferta ha sido cubierta con importaciones.

La falta de dinamismo en el sector petróleo es la clave para vislumbrar una contracción del sector no petrolero para los periodos sucesivos. A esto debemos agregarle que dada la reclasificación institucional que se ha venido dando con el proceso de nacionalizaciones, el desempeño del sector no petrolero también estará negativamente influenciado por la mayor presencia del sector público dentro del mismo. Así en 2010, seremos testigos de una contracción en este sector que estará por el orden del 5,5%, mientras que el PIB petrolero se mantendrá relativamente estable, creciendo en 2,0%. Evidentemente, las importaciones continuarán reduciéndose, al igual que la inversión y el consumo público y privado.



Como ya señalamos, hay quienes sostienen que la actual crisis traerá consigo una “supresión” temporal de la demanda energética, mas no la “destrucción” de la misma; es decir, que la situación estructural del mercado petrolero en cuanto al nivel de oferta y demanda efectivas sólo se verá alterada mientras dure la crisis; así que podría



preverse un repunte de los precios petroleros conforme el mercado se vaya recuperando. Sin embargo, en *Ecoanalítica* opinamos que aún si este escenario se llegase a presentar, para el momento en que suceda ya será muy tarde para Venezuela; la industria petrolera se habrá debilitado significativamente y las distorsiones que se han venido gestando en la economía local (inflación, desequilibrios fiscales y externos) se habrán profundizado demasiado.

En varias ocasiones hemos dicho que el crecimiento económico sostenible sólo era posible a través del fortalecimiento de nuestro sector externo; es decir, haciéndonos más competitivos e incrementando la inversión en capital físico como en capital humano, donde el principal centro de atención debía ser el sector petrolero. Pero cuando tuvimos la oportunidad de hacerlo, no se impulsaron los niveles de producción, no se diversificó la base de productos y mercados para exportar, ni se indujeron reducciones en los costos de producción. La gestión de PDVSA obvió esos importantes aspectos, la presencia del control cambiario contribuyó a mermar nuestra competitividad y ciertamente el desfavorable contexto internacional aceleró la llegada del final de la fiesta.

Empleo y salarios. Aumenta la carga del sector público y la inflación continúa haciendo estragos

Durante los últimos años la situación del mercado laboral ha estado marcada por varios rasgos particulares. Primero, la ampliación del número de Ministerios y otras instituciones públicas se ha traducido en un importante aumento de la nómina del sector público, además del afán gubernamental por estatizar buena parte del sector productivo. De acuerdo con el informe mensual de cifras del INE, para el pasado mes de agosto el número de empleados del sector público ascendía a 2,07 millones de personas, es decir, el 17,6% de la población ocupada; el empleo en este sector se incrementó en 53% desde agosto de 1999, mes en que el empleo público representaba 15,5% del total. Por el contrario, la contratación del sector privado aumentó a un menor ritmo (31%) en los últimos nueve años y se ubicó en agosto en 9,7 millones de personas, o el 82,4% del empleo total. A partir del año entrante esta tendencia se hará más pronunciada, dado que hay un cúmulo de empresas que aún están en proceso de absorción por parte del Estado, tales como el Banco de Venezuela, Sidor, y las empresas del sector cementero.

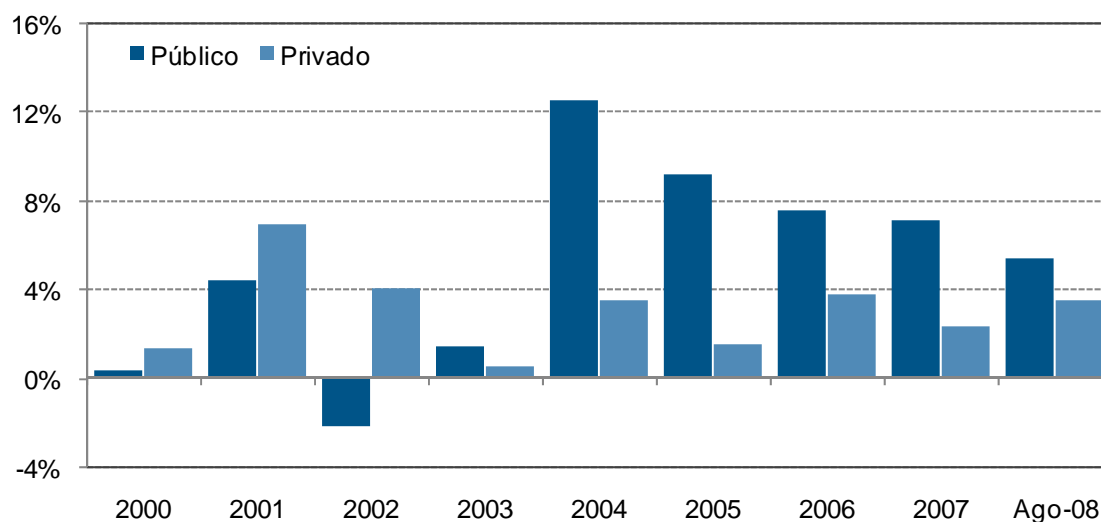
Adicionalmente, el mayor crecimiento del empleo público sólo evidencia que la contratación en el mismo no responde a sus necesidades reales de empleo ni a su nivel de productividad, lo cual ha contribuido a que los salarios reales percibidos por los





empleados gubernamentales sean mucho más elevados que los del sector privado. Sin embargo, el aumento esperado en el nivel general de precios de la economía tendrá un papel importante en la reducción de los salarios reales, tanto públicos como privados, lo cual a su vez podría traducirse en un mayor descontento entre la población y un incremento de la conflictividad laboral.

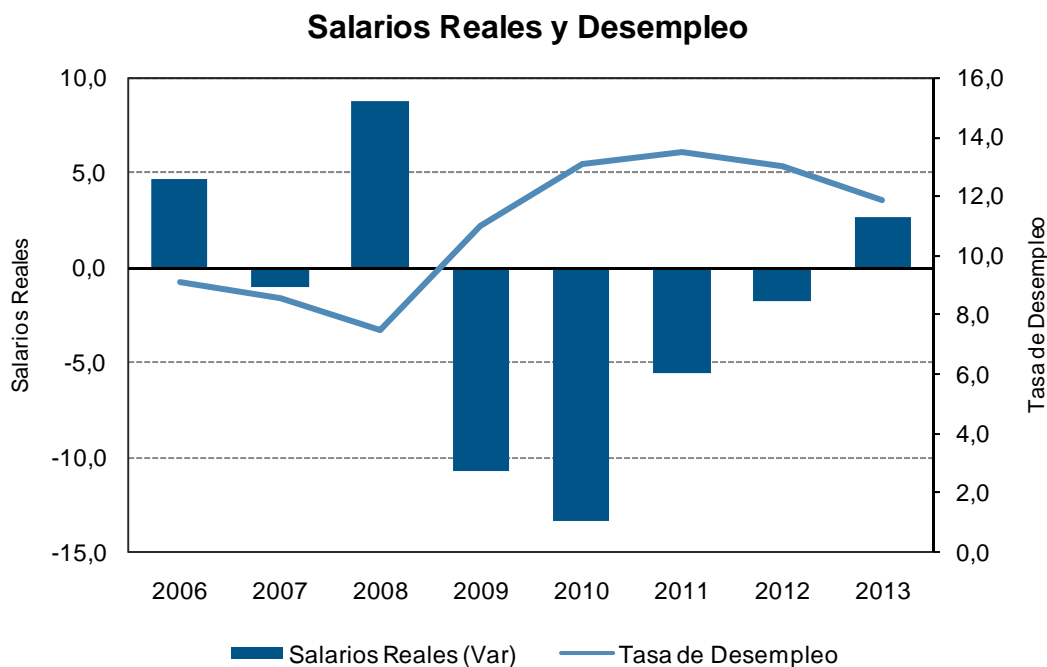
Empleo Público y Privado Variación Anual



Fuentes: INE y Ecoanalítica

El segundo rasgo del mercado laboral es el claro descenso de la tasa de desempleo en los últimos años. Hasta cierto punto, esto es una obvia consecuencia del crecimiento de la economía. Sin embargo, también es el resultado de la simple subestimación de las cifras que ha sido posible gracias a algunos cambios en la metodología de cálculo del desempleo por parte del INE. Estos cambios se refieren principalmente a la incorporación de los participantes de las misiones educativas del Gobierno dentro de la categoría de “inactivos”, eliminándolas de la categoría de “desocupados” y provocando una reducción ficticia del desempleo. Sin embargo, a nosotros nos queda claro que, a pesar de todas las cifras subestimadas, la generación de empleos productivos ha debido ser mucho mayor durante la bonanza económica que atravesó Venezuela.





Fuentes: INE y Ecoanalítica

En **Ecoanalítica** proyectamos que el desempleo, que podría cerrar este año en niveles de 8,7%, podría repuntar para 2009 como consecuencia del escenario económico descrito. Por consiguiente, estimamos que el porcentaje de desempleados estará alrededor de 11,0% en 2009 y promediará 12,9% de ahí en adelante. Pero independientemente de cuál sea la tasa de desempleo, los principales problemas que afectan al mercado laboral nacional (debilidad institucional, incertidumbre política, inseguridad jurídica y ahora una perentoria desaceleración económica) prevalecerán y se acentuarán.

Política cambiaria. Llegó el momento de la corrección cambiaria y al control de cambio le queda poco tiempo de vida

En Venezuela es tradición que el último trimestre del año se incrementen los rumores de devaluación, dado que a mediados de octubre el Ejecutivo Nacional presenta el anteproyecto de Ley de Presupuesto para el año venidero. Este año, los rumores se han exacerbado dada la caída de los mercados bursátiles internacionales, la inminente recesión de la economía norteamericana y por ende, la caída de los precios petroleros.





Después de casi cuatro años con el tipo de cambio oficial en VEF 2,15 por dólar, cabe hacerse la pregunta si el Ejecutivo está considerando ajustar el TC oficial. En principio, pareciese que no, pues en la presentación de la Ley de Presupuesto 2009 quedó establecido el TC oficial en VEF 2,15 por dólar.

El tema del control cambiario y por ende, el de la devaluación, es en esencia un tema complicado porque ha perdido su carácter de instrumento de política económica para ser un instrumento “político”. En este particular es mucho lo que puede decirse, pero la clave es que las distorsiones en materia cambiaria se han agravado por la propia torpeza e ineficiencia del Gobierno en el manejo de esta situación.

Nuestro escenario preliminar respecto a 2009 era la aplicación del “más de lo mismo”, pero con un CADIVI más selectivo a la hora de entregar divisas. En *Ecoanalítica* éramos de la creencia de que el Gobierno iba a instruir a CADIVI para que otorgue divisas a los llamados bienes prioritarios que se reducen principalmente a tres: alimentos, medicamentos y bienes de capital para la industria. Junto a esto, y para evitar mayores distorsiones, el MF realizaría emisiones esporádicas de bonos en dólares pagaderos en bolívares y/o operaciones de deuda con otros países.

Este escenario llamado por nosotros la “devaluación políticamente correcta” se fundamentaba principalmente en que el Gobierno no tiene un problema fiscal inminente, amén de contar con recursos extraordinarios.

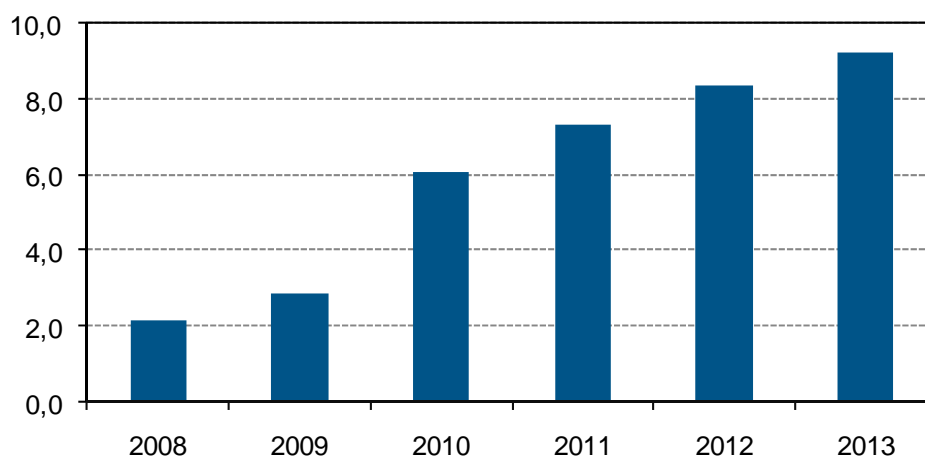
El destape de la crisis financiera en los EUA y sus repercusiones en todo el mundo introducen cambios significativos en nuestras proyecciones de la economía venezolana para el próximo año. Dada las fuertes distorsiones que crea el control de cambio, el mismo es costoso para la República; la única manera de mantener este sistema es que los precios petroleros se incrementen continuamente para estar en capacidad de hacer frente a la creciente demanda de dólares para las importaciones. Pero, al menos en el mediano plazo no se avizora un incremento de los precios del petróleo; por el contrario se prevé que muestren una tendencia a la baja o en el mejor de los casos, se estabilicen.

De manera que el Gobierno se verá tentado a recurrir a la devaluación como mecanismo de ajuste en las cuentas fiscales. El ajuste en el tipo de cambio oficial es la respuesta para contener el incremento de las importaciones y posponer una crisis en la balanza de pagos, en una primera etapa. En otras palabras, el ajuste en el tipo de cambio del próximo año tiene tanto motivaciones fiscales (como veremos en el apartado de política fiscal) como de racionalización en el uso de las divisas.



Este nuevo tipo de cambio se mantendría durante todo 2009, con otro ajuste en el 2010. Este ajuste es una réplica de lo que vivieron los venezolanos en 1989 y 1996, cuando se alcanzaron 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.

**Tipo de Cambio Oficial-fin de año
VEF/USD**



Fuentes: INE y Ecoanalítica

En relación a lo expresado anteriormente, quisiéramos curarnos en salud con dos comentarios adicionales. El primero es que de producirse una devaluación, ésta sería totalmente discrecional. Lo segundo es que para la volatilidad que suele sufrir Venezuela, principalmente reflejada en su tipo de cambio, no nos parece un debate relevante si la devaluación es de un 35% para todo el año 2009 o si más bien, los ejecutores de política económica deciden dejar el tipo de cambio congelado nominalmente hasta 2010. La única diferencia entre ambos escenarios es que en el segundo, la distorsión del control de cambio se acentuaría y las necesidades de una devaluación futura serían mayores.

La no devaluación del mercado oficial no necesariamente es sinónimo de baja volatilidad en el mercado secundario o de permuta. En el último bimestre del año, el mercado paralelo debería estar muy presionado. Su nivel para el cierre del año dependerá fundamentalmente del papel que PDVSA pueda desempeñar como proveedor de divisas en el mercado secundario, dado que la situación internacional





impide que el Ejecutivo continúe con las operaciones de deuda de otros países de América Latina (Argentina dixit) o emita nueva deuda venezolana. Queda claro para nuestros clientes que hoy por hoy, la cobertura es más que necesaria.

Inflación. Lo único Fuerte continuará siendo el nombre

El 1 de enero de 2009 se cumple un año de haberse implementado la reconversión monetaria. El gabinete económico pasó buena parte del año 2007 resaltando las bondades que un simple cambio contable tenía para controlar la inflación que aqueja a los venezolanos. Con actitud un tanto quimérica, el Gobierno aseguraba que tres ceros menos detendrían la escalada de precios y mantenía firmemente una meta inflacionaria de 12% para 2008; pero no pasó mucho tiempo para que la misma se modificara con el transcurrir de los meses, pasando de manera extraoficial a 19% y finalmente a 27%. Aún así, el Gobierno se queda corto. La inflación acumulada hasta el mes de septiembre es de 23,2%, lo cual nos ha llevado a estimar una tasa aproximada de inflación del 30,2% para el cierre de año.

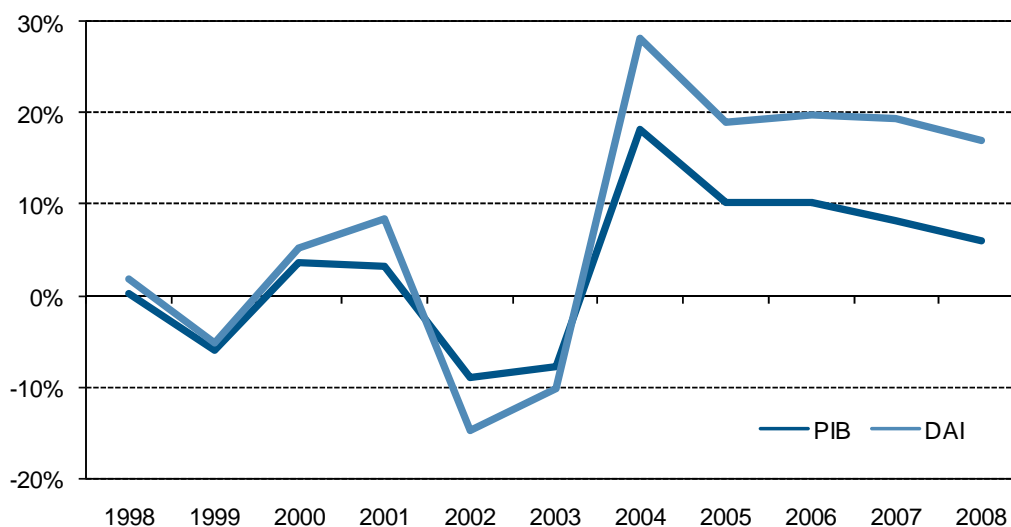
De modo que el Gobierno trató de combinar la reconversión con una serie de medidas dirigidas a controlar el crecimiento desmesurado de los agregados monetarios. Entre ellas cuenta la emisión del Bono Internacional en el mes de mayo, la modificación del esquema de desembolsos de la Oficina Nacional del Tesoro (ONT), la dolarización de los pagos a determinados contratistas gubernamentales y el traslado de los fondos públicos de la banca privada a la estatal. En este sentido, como dijimos anteriormente, el crecimiento de la liquidez disminuyó de manera importante, pero la trayectoria ascendente de los precios no se detuvo.

La persistencia de la inflación, incluso, ha llevado a algunos representantes del Gobierno a proponer creativas medidas contra la inflación, que van desde el “regateo” hasta el “boicot” (negarse a comprar) a los comercios especuladores. Claro está, este tipo de medidas evidencian un gran desconocimiento por parte de los hacedores de políticas sobre el hecho de que la inflación en Venezuela es de carácter estructural y que su raíz, como nuestros clientes ya deben saber, radica en la creciente brecha existente entre la demanda interna de bienes y servicios, y la limitada oferta disponible. Adicionalmente, el traspaso de reservas internacionales a manos del Ejecutivo y la re-monetización de las mismas siempre será responsable de inflaciones mayores a las proyectadas. Sin embargo, el discurso presidencial en reiteradas ocasiones nos muestra lo lejos que está el gobierno de solventar este problema.





**PIB y Demanda Agregada Interna
(Var % Anual)**



Fuentes: INE y Ecoanalítica

Lo que podría esperarse para los próximos años es que el Gobierno insista en mantener su política de controles de precios. En *Ecoanalítica* ya hemos hablado acerca de lo perniciosos que resultan estos controles, dado que en la mayoría de los casos los precios regulados no concuerdan con los costos que enfrentan los productores, lo cual termina derivando en una menor oferta de productos en el mercado. Así que a manera de círculo vicioso, la prevalencia del control de precios sólo contribuirá a acentuar los problemas que el mismo genera y bajo ningún concepto viabilizará una desaceleración de la inflación. Una política antiinflacionaria coherente implica un rediseño del mecanismo de controles que, aunque no contemple su eliminación, pues este Gobierno no va a hacerlo, establezca una revisión permanente del mismo.

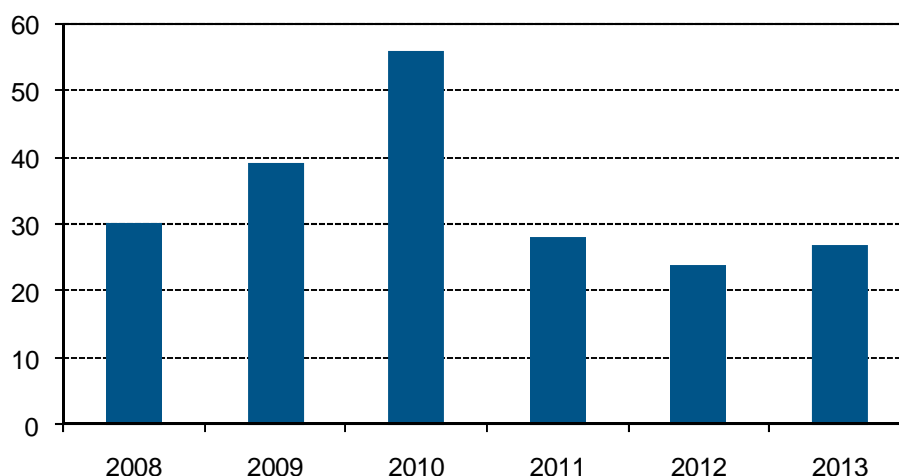
Adicionalmente, está más que claro el hecho de que la devaluación esperada para principios de 2009 surtirá su efecto directo e inmediato sobre los precios, al aumentar el costo de importar y producir bienes. De modo que ante la falta de políticas que intenten hacer más compatible la producción interna con la demanda local, sólo podemos prever que en 2009 la inflación será aun peor que este año y rondará el 39,2% (bastante alejada del estimado oficial de 15% establecido en el Presupuesto 2009).



La situación no mejorará para los años sucesivos. La historia de los controles de cambio en Venezuela demuestra que una vez que el control es desmontado, la tasa de cambio oficial se alinea con la tasa de mercado, o paralela. Este efecto se conoce en la jerga económica como “overshooting” o sobre-reacción del tipo de cambio y su efecto sobre la inflación es total y prácticamente inmediato. Para tener una idea, recordemos que cuando el control cambiario anterior (OTAC) fue eliminado, la inflación anual fue de 103%. En línea con esto, la devaluación en 2010 será de tal magnitud que la inflación podría ubicarse alrededor del 55,8%.

Este efecto de sobre-reacción se irá corrigiendo a lo largo del año y la inflación será inferior en los años que siguen, pero no por ello menos preocupante que en la actualidad.

Inflación al Consumidor



Fuentes: INE y Ecoanalítica

Tasas de interés y política monetaria. Presión en las tasas y menor crecimiento de los agregados monetarios

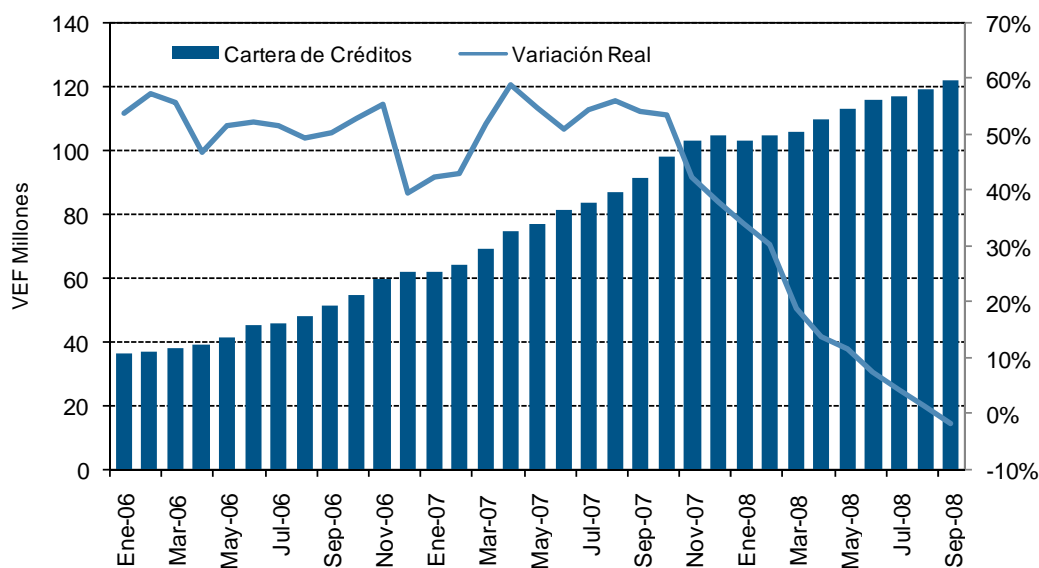
En lo que va de año, el BCV ha venido aplicando una política monetaria restrictiva en un esfuerzo por contener las presiones inflacionarias. En esta tarea, el instituto emisor ha batallado prácticamente solo. Esto se ha reflejado en el crecimiento de la liquidez monetaria (M2) que acumula un crecimiento nominal de 9,6% en lo que va de año pero una contracción real de 5,7%. La aplicación de esta política ha traído como consecuencia una subida en las tasas de interés. La tasa de interés activa (TAM)



promedia en lo que va del año 22,67%, 486 puntos básicos por encima del mismo indicador hace un año atrás.

Los números del sistema financiero también se han visto impactados por esta política, afectando principalmente el crecimiento de la cartera de créditos, que muestra signos de desaceleración. Mientras este año, la misma tiene un crecimiento real de 1,6%, en 2007 fue de 38% y en 2006 de 40%.

Cartera de Créditos del Sistema Financiero



Fuentes: INE y Ecoanalítica

Para 2009, en un escenario de contracción fiscal reforzado por las premisas que acompañan el proyecto de Ley de Presupuesto 2009, manejamos la ejecución de una política monetaria similar. Nuestro estimado de crecimiento nominal de M2 para el próximo año es de 23,7%. En materia de tasas de interés avizoramos un escenario similar al de 2008. En un ambiente de desaceleración del crecimiento no vemos una modificación de los topes de tasas establecidos por el BCV y no se descarta que los mismos puedan ser relajados.

A partir de 2010, y dado el escenario de desmontaje del control de cambio, las tasas sufrirán una presión al alza, producto del ajuste macroeconómico. Ese año el promedio de la TAM se ubicará en 30,9%. En este contexto de preludio de crisis, es importante





que nuestros clientes a partir del próximo año presten atención al endeudamiento en bolívares y su exposición al mismo.

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 VEF 0,1 (VEB 100) que se coloquen en un depósito a plazo, el depositante sufrirá una caída en su poder de compra de 10,4%, asumiendo que la inflación se mantiene en 30,0%. 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. Comienzan a aparecer los desequilibrios en el sector externo

Destacan algunos elementos importantes en las cifras de balanza de pagos publicadas por el BCV para el primer semestre. Por una parte, nuestras cuentas externas al primer semestre del año (1S08) reflejan un superávit en la cuenta corriente equivalente a US\$ 26.552 millones, que se ubica 193% por encima de la cifra obtenida durante el mismo período de 2007. Este importante superávit comercial tiene su asidero en el aumento del 78% registrado en las exportaciones petroleras, que se ubicaron en US\$ 48.465 millones, contrarrestando con creces la contracción de 7% que se observó en las exportaciones no petroleras.

No es un secreto que la fuerte expansión de las exportaciones petroleras se debe principalmente al incremento de los precios petroleros durante el período en cuestión, de hecho, la cesta venezolana se incrementó 80% en el 1S08 en comparación con el 1S07. Sin embargo, el BCV reconoce un ligero incremento en la producción de exportación de 3,2% en la primera mitad del año.

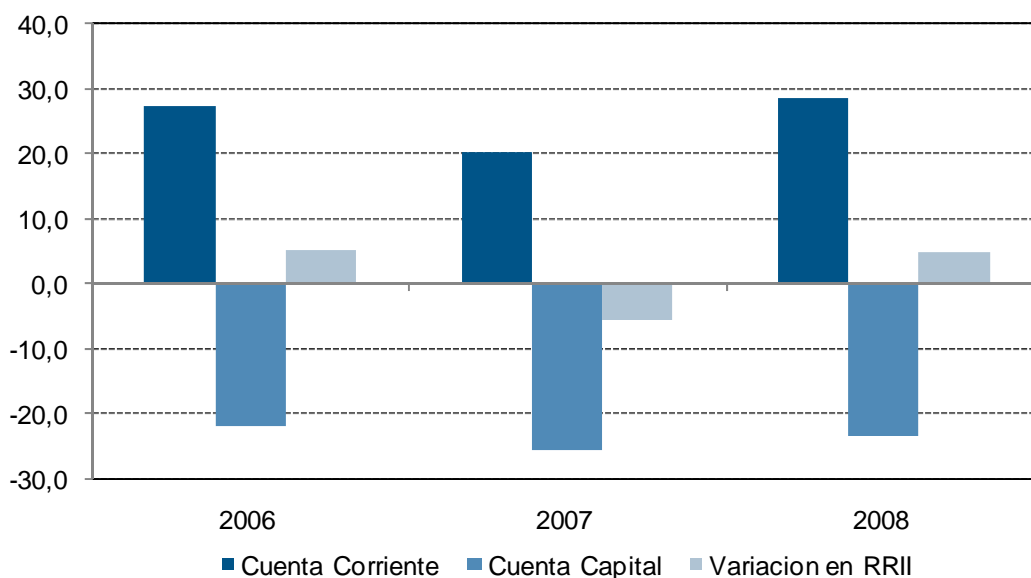
Por otra parte, aunque la importación de bienes aumentó en 13% durante el 1S08, se observa una desaceleración con respecto al ritmo al que crecieron las importaciones durante períodos previos (31% en el 1S06 y 37% en el 1S07). Esto es resultado de las múltiples restricciones que desde comienzos de este año el Gobierno, a través de CADIVI, ha impuesto a la autorización de divisas al tipo de cambio oficial.

Adicionalmente, el déficit de la cuenta de capital reflejó un incremento de 26% durante la primera mitad del año, impulsada fundamentalmente por las transacciones de capital realizadas por el sector público. No obstante, gracias al elevado superávit en la cuenta corriente, el resultado global de la balanza de pagos fue un ligero déficit de US\$ 924 millones, 93% menor al del 1S07.



Dado el comportamiento de los precios del barril petrolero en este último trimestre, **Ecoanalítica** prevé que el crudo nacional termine con un precio promedio de US\$ 92 por barril. De manera que se registrarán ingresos por exportaciones petroleras de US\$ 79.500 millones y no petroleras por US\$ 7.500 millones, las cuales, sumadas a las importaciones totales que estimamos en US\$ 52.800 millones, acarrearán un superávit comercial de US\$ 34.200 millones. A pesar del déficit de US\$ 23.600 millones que estimamos en la cuenta de capital, los altos precios permitirán obtener un superávit global de US\$ 4.600 millones en la balanza de pagos.

**Balanza de Pagos
USD MMM**



Fuentes: INE y Ecoanalítica

Como ya es sabido, nuestro estimado de precio de la cesta venezolana para 2009 es de US\$ 48 por barril, considerablemente inferior a lo que estimábamos previamente. Sin embargo, en **Ecoanalítica** siempre hemos señalado que preferimos ser conservadores en nuestras estimaciones de precios, como forma de garantizar que cualquier incremento de los mismos se traducirá en mejores resultados en las cuentas del sector externo.

Valiéndonos de esta premisa, prevemos que el valor de las exportaciones petroleras cerrará en US\$ 44.300 millones, mientras que las importaciones se ubicarán en US\$





42.500 millones. Si adicionalmente fijamos las exportaciones de bienes no petroleros en un total de US\$ 6.000 millones, se obtendrá un superávit de US\$ 7.800 millones en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Si asumimos que las transacciones de capital realizadas con el extranjero implicarán un déficit de US\$ 14.900 millones en la cuenta de capital, el año que viene cerraría con un déficit de US\$ 12.900 millones en la balanza de pagos. Este déficit no es significativamente mayor porque el sector público comenzaría a repatriar los dólares que tiene en los distintos fondos en el exterior.

Es importante señalar que nosotros estimamos que CADIVI imponga importantes controles al crecimiento de las importaciones el próximo año, unido al hecho del efecto negativo de la devaluación. Es por ello que prevemos una contracción en las mismas. Hasta ahora, el Ejecutivo Nacional ha manifestado su voluntad de establecer cuotas de importación en los diferentes sectores productivos, replicando el modelo instaurado este año en el sector automotriz (cabe destacar que cualquier acción en ese sentido impondrá mayores presiones en el mercado alterno de divisas). Esta política tendrá efectos contractivos en el crecimiento de la economía, generando importantes cuellos de botella en la demanda y presionando los precios al alza.

Con un precio petrolero de US\$ 48 por barril, que implica un déficit en la BP (lo que representa una disminución en las reservas internacionales), la situación se torna difícil, especialmente en el último trimestre.

| Balanza de Pagos | | | | | | |
|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| US\$ MMM | | | | | | |
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
| Cuenta Corriente | 28,3 | 2,0 | 21,1 | 14,4 | 15,4 | 16,5 |
| Balanza Comercial | 34,2 | 7,8 | 25,8 | 20,4 | 20,5 | 20,7 |
| Exportaciones | 87,0 | 50,3 | 60,0 | 59,0 | 64,0 | 66,2 |
| Importaciones | (52,8) | (42,5) | (34,2) | (38,6) | (43,5) | (45,5) |
| Cuenta de Capital (US\$ MMM) | (23,6) | (14,9) | (19,2) | (12,4) | (12,9) | (13,0) |
| Variación de Reservas Internacionales | 4,7 | (12,9) | 1,9 | 2,0 | 2,5 | 3,5 |

Fuentes: BCV y Ecoanalítica

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 este año, el gobierno procederá al desmontaje del control cambiario, procediendo a una fuerte devaluación del tipo de cambio oficial. Dicha devaluación sería de 110,3%.

Ese año, la cuenta corriente tendrá un superávit de 9,0 puntos del PIB, a causa de la fuerte reducción de las importaciones. El déficit en la cuenta capital será de US\$ 19.200 millones.

Política Fiscal. El Ejecutivo rompe la alcancía y se prepara para el ajuste

En líneas generales, durante la administración del gobierno de Chávez la política fiscal se ha caracterizado por una ejecución de gasto público superior a los ingresos fiscales percibidos; Esta creciente dependencia con respecto a los ingresos petroleros ha incrementado la vulnerabilidad de la gestión fiscal ante los vaivenes del mercado petrolero internacional, así como un aumento de la opacidad en el manejo de las cuentas fiscales, que sólo ha contribuido a dificultar aún más su análisis.

Sin embargo, en *Ecoanalítica* siempre hemos considerado que el Gobierno es bastante pragmático a la hora de formular su política fiscal dado que se ajusta a las circunstancias que se le presenten, aumentando o contrayendo la ejecución del gasto público en función del comportamiento de los ingresos petroleros. Cabe destacar que el problema con esta estrategia, a la que en ocasiones hemos llamado la *política del pulpero*, es que el gasto se torna cada vez más inflexible a la baja y por tanto su ajuste se complica para futuros periodos de bajos ingresos.

De modo que el panorama económico que hemos descrito, signado por menores ingresos fiscales y exacerbación de las distorsiones, pasa inevitablemente por un cambio de paradigma en la ejecución de la política fiscal, con un ajuste cuya severidad podría variar dependiendo de cómo el Gobierno decida ponderar cada uno de los elementos involucrados.

Uno de los factores neurálgicos a la hora de analizar la sostenibilidad de la gestión fiscal de cara a 2009 y los años sucesivos está en los recursos extraordinarios del Estado, que gracias a los elevados precios se permitió acumular en distintos fondos, pero que dada la poca transparencia en su manejo, el tema se ha vuelto objeto de polémicas. Lo cierto es que dichos recursos, que *Ecoanalítica* estima en US\$ 53.700 millones, ahora resultan de vital importancia para mitigar los efectos de la crisis que se nos viene.

Aquí debemos destacar que no todos estos recursos podrán ser utilizados a cabalidad para afrontar los compromisos del Gobierno: los mismos presentan distintos grados de liquidez; buena parte está en bolívares, por lo que su conversión a dólares pasa por una reducción de las reservas internacionales y una parte de lo mantenido en divisas





está comprometida en diferentes proyectos (aunque no descartamos que el destino de los recursos comprometidos pueda modificarse). Adicionalmente, casi el 30% de los fondos está invertido en títulos valores de diversa índole (bonos soberanos, fondos de riesgo, notas estructuradas, entre otros), cuyos precios de mercado, aún sin tener la certeza de qué instrumentos son, están por el suelo. Incluso, algunos de estos instrumentos son considerados “tóxicos” o de baja calidad crediticia.

| Recursos del Estado | Sept-08 (US\$ MMM) |
|------------------------------------|-------------------------------|
| Efectivo | 38,3 |
| Recursos en VEF | 29,1 |
| BANDES | 1,6 |
| BDT | 0,7 |
| Depositos en el Sistema Financiero | 17,3 |
| Fondo Miranda | 0,1 |
| Tesorería Nacional | 4,5 |
| FONDEN | 4,9 |
| Recursos en Dólares | 9,2 |
| FONDEN | 3,0 |
| Tesorería Nacional | 0,8 |
| Fondos Varios | 4,5 |
| PDVSA | 0,9 |
| Títulos Valores | 15,4 |
| Bonos Soberanos | 5,4 |
| FONDEN | 3,0 |
| BDT+BANDES | 2,4 |
| Instrumentos "tóxicos" | 10,0 |
| FONDEN | 0,7 |
| BDT | 4,1 |
| BANDES | 5,2 |
| Total Global | 53,7 |

Fuente: Ecoanalítica

Aunque la situación de las cuentas fiscales no es crítica, incluso en un escenario de caída de precios petroleros, no es menos cierto que en este contexto el Gobierno no tendrá la misma holgura para continuar operando en el escenario de voracidad fiscal de los últimos años. Para 2009, con un precio petrolero promedio de US\$ 48, el Gobierno no podrá continuar acumulando recursos extraordinarios, sino que tendrá que hacer un uso considerable de los mismos.





Hace algunas semanas en *Ecoanalítica* realizamos un ejercicio para simular hasta qué punto estos recursos alcanzarán para cubrir las necesidades del Gobierno. En ese momento trabajamos en base a tres precios petroleros hipotéticos para 2009 (US\$ 75, 60 y 50 por barril), donde el escenario que más se parece a nuestro estimado de precios para el año que viene es el de US\$ 50. En ese caso, el Gobierno afrontará obligaciones por alrededor de US\$ 39.300 millones ó VEF 114.099 millones si ajustamos por el tipo de cambio oficial esperado de 2,9 VEF/US\$, con lo que los recursos adicionales se agotarían a principios de 2009. Esta cifra incluye el costo de las nacionalizaciones pendientes y las necesidades de financiamiento del Fisco, y excluye aquella porción que estimamos será financiada mediante endeudamiento.

No obstante, es importante señalar que el Ejecutivo aún cuenta con ciertos grados de libertad para, mediante mecanismos variados, quitarle presión a las cuentas fiscales. De modo que el Gobierno podrá aumentar las alícuotas de algunos impuestos como el IVA y poner en vigencia nuevos impuestos (nosotros esperamos el regreso del Impuesto al Débito Bancario, IDB, con una tasa de 0,5%); podrá así mismo devaluar la moneda y recortar considerablemente el gasto si decide eliminar algunos subsidios sociales o dádivas a otros países. En ese sentido, el reciente endurecimiento de las condiciones de financiamiento a los países de PETROCARIBE es una muestra del tipo de acciones que podrían ponerse en práctica.

Balance Fiscal del Gobierno Central- Año 2009
% del PIB

| | |
|-------------------------------|----------------|
| | US\$ 48 |
| PIB (US\$ MMM) | 323,5 |
| Ingresos Totales | 20,0 |
| Ingresos No Petroleros | 9,6 |
| Ingresos Petroleros | 10,4 |
| Gasto Total | 25,0 |
| Resultado Fiscal | -5,0 |
| Amortizacion | 2,1 |
| Necesidades de Financiamiento | 7,1 |
| Deuda Interna | 2,50 |
| Deuda Externa | 0,00 |

Obligaciones del Gobierno Central
Millones de US\$

| | |
|---------------------------|-------------|
| Obligaciones Totales | 47,4 |
| Deuda Total | 8,1 |
| Obligaciones Netas | 39,3 |

Fuente: Ecoanalítica





Una vez más, el Ejecutivo tendrá que recurrir a la devaluación como mecanismo de ajuste parcial y como fuente de recursos adicionales. Veamos por qué. En *Ecoanalítica* hemos realizado un ejercicio del efecto neto sobre las cuentas fiscales de una devaluación. Tal como se muestra en el cuadro siguiente, por cada VEF 0,1 (VEB 100) devaluados, el efecto mensual sobre los ingresos del Gobierno Central es de VEF 434 millones, mientras que del lado del gasto es de apenas VEF 87 millones. Así, el efecto neto mensual es de VEF 347 millones. Si se produce una devaluación de 34,9%, es decir un incremento de VEF 0,75 (VEB 750), en un año se generarían ingresos de la “nada” de VEF 31.230 millones (VEB 31 billones), que ajustados al nuevo tipo de cambio representarían US\$ 10.769 millones.

| Ingresos Mensuales Adicionales por cada VEF 0,1 de devaluación (VEF Millones) | | | |
|--|------------|-------------------------|-----------|
| Efecto sobre los ingresos | | Efecto sobre los Gastos | |
| Regalía Petrolera | 230 | Intereses | 25 |
| ISLR Petrolero | 129 | Amortización | 36 |
| Aduanas | 9 | Otros | 26 |
| Nuevo Endeudamiento Externo | 40 | | |
| Otros | 26 | | |
| Total | 434 | Total | 87 |
| Efecto Neto Mensual | | 347 | |

Source: Ecoanalítica

Conclusiones: La crisis que se nos viene

Con el nivel de precios esperados, queda claro que Venezuela se encuentra sobre una bomba de tiempo y el cronómetro nos da cada vez un menor margen de maniobra. Siempre comentamos que el modelo económico no era sostenible y que de producirse una reducción no deseada de precios petroleros, las distorsiones saldrían a flote, desatando una nueva crisis, donde de nuevo los que van a pagar los platos rotos son los estratos de menores ingresos. Los que nos diferenciaba del resto de los analistas era del tiempo en que esta crisis podría comenzar. Desafortunadamente hoy, coincidimos con el resto y pensamos que en el año 2009, comenzará un nuevo ajuste de la economía venezolana. Sin embargo recordamos, que los países no se acaban. Que siempre hay nichos interesantes de inversión. Que en las crisis suelen ocurrir procesos de destrucción creativa donde los menos eficientes desaparecen y surgen nuevos grupos económicos. En fin, en estos procesos, la información y el análisis son fundamentales a la hora de tomar decisiones acertadas.





| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Cuentas Nacionales | | | | | | |
| PIB | 6,1 | 0,6 | (4,4) | (3,6) | 1,1 | 1,9 |
| Petrolero | 3,6 | 2,5 | 2,0 | 2,0 | 2,5 | 2,5 |
| No petrolero | 6,5 | 0,3 | (5,5) | (4,6) | 0,9 | 1,8 |
| Consumo (%Anual) | 10,7 | 0,1 | (4,9) | (4,5) | 1,6 | 1,7 |
| Consumo Público | 7,6 | 0,7 | (5,5) | (4,5) | 1,4 | 2,4 |
| Consumo Privado | 11,3 | (0,1) | (4,8) | (4,5) | 2,2 | 1,6 |
| Inversión | 11,7 | 1,2 | (3,2) | (2,7) | 0,6 | 1,1 |
| Exportaciones | 1,5 | 1,1 | 0,8 | 0,8 | 1,1 | 1,1 |
| Importaciones | 22,1 | (21,6) | (13,7) | (1,9) | 7,9 | 2,4 |
| PIB (US\$ MMM) | 304,9 | 323,5 | 234,4 | 233,9 | 255,0 | 298,4 |
| PIB per Cápita (US\$) | 10.960 | 11.457 | 8.178 | 8.040 | 8.635 | 9.955 |
| Población (MM) | 27,8 | 28,2 | 28,7 | 29,1 | 29,5 | 30,0 |
| Inflación, Tipo de Cambio y Tasas de Interés | | | | | | |
| Inflación al Consumidor - Nacional (Fin de Año) (%) | 28,4 | 38,4 | 52,4 | 27,8 | 22,6 | 16,0 |
| Inflación al Consumidor (Fin de Año) (%) | 30,2 | 39,2 | 55,8 | 28,1 | 24,0 | 27,0 |
| Inflación al Mayor (Fin de Año) (%) | 23,2 | 30,1 | 44,4 | 22,3 | 19,1 | 21,4 |
| Tipo de Cambio Oficial (Fin de Año) | 2,2 | 2,9 | 6,1 | 7,3 | 8,4 | 9,3 |
| Tipo de Cambio Oficial (Promedio) | 2,2 | 2,8 | 5,8 | 7,2 | 8,3 | 9,2 |
| Tasa de Interés (Fin de Año) (%) | 24,2 | 25,5 | 36,3 | 23,4 | 20,0 | 22,4 |
| Tasa de Interés (Promedio) (%) | 23,2 | 23,9 | 30,9 | 29,8 | 21,7 | 21,2 |
| Tasa de Interés Pasiva (Fin de Año) (%) | 16,2 | 16,5 | 23,5 | 17,9 | 15,3 | 14,6 |
| M2 (Fin de Año) (Bs. Miles de Millones) | 196,5 | 243,0 | 374,0 | 465,0 | 552,0 | 646,0 |
| M2 (% Anual) | 26,0 | 23,7 | 53,9 | 24,3 | 18,7 | 17,0 |
| Indicadores de Política Fiscal | | | | | | |
| Ingresos fiscales, (% del PIB) | 24,5 | 21,0 | 26,6 | 26,2 | 26,0 | 24,2 |
| Ingresos Petroleros, (% del PIB) | 15,0 | 10,4 | 12,1 | 11,7 | 11,5 | 10,1 |
| Ingresos no Petroleros, (% del PIB) | 9,5 | 9,6 | 12,4 | 12,6 | 13,0 | 13,1 |
| De los cuales utilidades Cambiarias y Otros, (% del PIB) | 0,0 | 1,0 | 2,1 | 1,9 | 1,5 | 1,0 |
| Total Gasto, (% del PIB) | 27,4 | 25,0 | 27,5 | 27,0 | 27,8 | 28,5 |
| Gasto Primario, (% del PIB) | 25,4 | 22,9 | 25,2 | 24,2 | 25,0 | 25,6 |
| Intereses, (% del PIB) | 2,0 | 2,1 | 2,3 | 2,8 | 2,8 | 2,9 |
| Balance Fiscal, (% del PIB) | (2,9) | (4,0) | (0,9) | (0,8) | (1,8) | (4,3) |
| Balance Fiscal primario, (% del PIB) | (0,9) | (1,9) | 1,4 | 2,0 | 1,0 | (1,4) |
| Amortización, (% del PIB) | 2,7 | 2,3 | 3,2 | 2,9 | 3,0 | 3,1 |
| Necesidades de Financiamiento (% PIB) a/ | 5,6 | 6,3 | 4,1 | 3,7 | 4,8 | 7,4 |
| Gasto Cuasifiscal, (% del PIB) | 6,0 | 4,2 | 4,8 | 4,2 | 4,0 | 3,8 |
| Balance Cuasifiscal no Petrolero, (% del PIB) | (23,9) | (18,6) | (17,8) | (16,7) | (17,3) | (18,2) |
| Perfil de Deuda | | | | | | |
| Reservas Internacionales (US\$ MMM) | 38,2 | 25,3 | 27,3 | 29,2 | 31,7 | 35,2 |
| Deuda Pública Total (US\$ MMM) | 60,2 | 62,5 | 65,5 | 66,5 | 69,3 | 69,0 |
| Deuda Interna (US\$ MMM) | 14,0 | 16,5 | 19,8 | 21,5 | 22,2 | 20,0 |
| Deuda Externa (US\$ MMM) | 46,2 | 46,0 | 45,7 | 45,0 | 47,1 | 49,0 |
| Deuda Pública Total (% del PIB) | 19,7 | 19,3 | 27,9 | 28,4 | 27,2 | 23,1 |
| Deuda Externa (% de las Exportaciones) | 53,1 | 91,4 | 76,1 | 76,2 | 73,6 | 74,1 |
| Deuda Neta (US\$ MMM) | (53,2) | (53,4) | (53,7) | (54,4) | (52,3) | (50,4) |
| Tasa de Servicio de Deuda b/ | 5,2 | 9,1 | 7,6 | 7,7 | 7,1 | 6,9 |
| Balanza de Pagos | | | | | | |
| Precio del Petróleo (Brent) | 106,5 | 55,5 | 67,9 | 65,0 | 70,0 | 72,0 |
| Precio del Petróleo (Cesta Venezolana) | 92,5 | 48,5 | 59,3 | 57,1 | 61,1 | 62,0 |
| Diferencial | 86,9% | 87,4% | 87,3% | 87,8% | 87,3% | 86,1% |
| Cuenta Corriente (% PIB) | 9,3 | 0,6 | 9,0 | 6,1 | 6,0 | 5,5 |
| Cuenta Corriente (US\$ MMM) | 28,3 | 2,0 | 21,1 | 14,4 | 15,4 | 16,5 |
| Balanza Comercial (US\$ MMM) | 34,2 | 7,8 | 25,8 | 20,4 | 20,5 | 20,7 |
| Exportaciones (US\$ MMM) | 87,0 | 50,3 | 60,0 | 59,0 | 64,0 | 66,2 |
| Exportaciones Petroleras (bl/día) | 2,40 | 2,45 | 2,50 | 2,55 | 2,60 | 2,65 |
| Importaciones (US\$ MMM) | (52,8) | (42,5) | (34,2) | (38,6) | (43,5) | (45,5) |
| Balanza de Servicios y Transferencias (US\$ MMM) | (5,9) | (5,8) | (4,7) | (6,1) | (5,1) | (4,2) |
| Cuenta de Capital (US\$ MMM) | (23,6) | (14,9) | (19,2) | (12,4) | (12,9) | (13,0) |
| Inversión Extranjera Directa (US\$ MMM) | 1,1 | 1,2 | 1,3 | 1,6 | 1,5 | 1,5 |
| Mercado de trabajo | | | | | | |
| Desempleo (%) | 7,5 | 11,0 | 13,1 | 13,5 | 13,0 | 11,9 |
| Cambio de Salarios Reales (% Anual) | 8,7 | (10,7) | (13,3) | (5,5) | (1,8) | 2,6 |

(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