

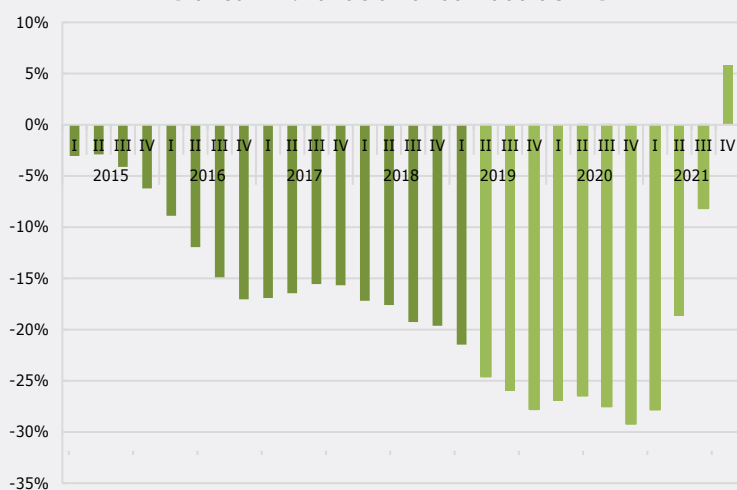
1. Variación anualizada del PIB

El Producto Interno Bruto (PIB) anualizado de los últimos cuatro trimestres mostró un crecimiento de 5,8% por primera vez desde que la economía entró en recesión en 2013 y que desde el 2013 hasta el 2020 acumuló una caída del 74%. En particular, este crecimiento estuvo explicado por un efecto rebote como consecuencia del avance de vacunación y el levantamiento de las medidas de restricción implementada por la crisis sanitaria que atravesó el mundo durante 2020. Destaca que Venezuela implementó fuertes medidas para contrarrestar la propagación del virus, las cuales restringieron la movilidad y afectó la operatividad de diversos sectores de la economía durante los últimos tres trimestres del 2020. Esto, aunado a la escasez de gasolina y diésel y la ausencia de políticas económicas que suavizaran el efecto del shock, profundizó la caída en la actividad económica del país en 2020. Ante la opacidad estadística que mantiene el BCV en los indicadores del PIB y sus componentes, nuestras estimaciones se presentan desde el segundo trimestre de 2019.

A pesar de que se mantienen los profundos desequilibrios macroeconómicos y los efectos del Covid-19, diversos factores incidieron positivamente en este resultado. Por una parte, la flexibilización de las restricciones de movilidad permitió que se reanudaran las actividades en los sectores productivos paralizados, mientras que un mayor pragmatismo económico favoreció a que se dieran mayores libertades en la economía. Además, un menor crecimiento en los agregados monetarios y las diferentes inyecciones de divisas en el mercado cambiario, por parte del BCV, contuvieron la inflación y el tipo de cambio nominal. Por otro lado, el incremento de las exportaciones petroleras y de otros sectores también influyó de manera positiva en el resultado.

Si bien Venezuela salió de la recesión económica en el tercer trimestre de 2021 de acuerdo con la teoría, aún se requiere de un amplio esfuerzo para recuperar el aparato productivo del país y volver a registrar los niveles de crecimiento de hace 10 años. Para ello, es necesario que ocurran una serie de eventos entre los que destacan: una expansión del crédito bancario, la mejora en los servicios públicos, principalmente, electricidad y combustible y un rescate del Estado de Derecho que conlleve a que el país deje de estar sancionado. Adicionalmente, un crecimiento sostenido deberá venir acompañado de cambios institucionales y jurídicos que propicien confianza y seguridad jurídica para la propiedad privada y, por ende, impulse la inversión productiva.

Gráfico N°1: Variación anualizada del PIB



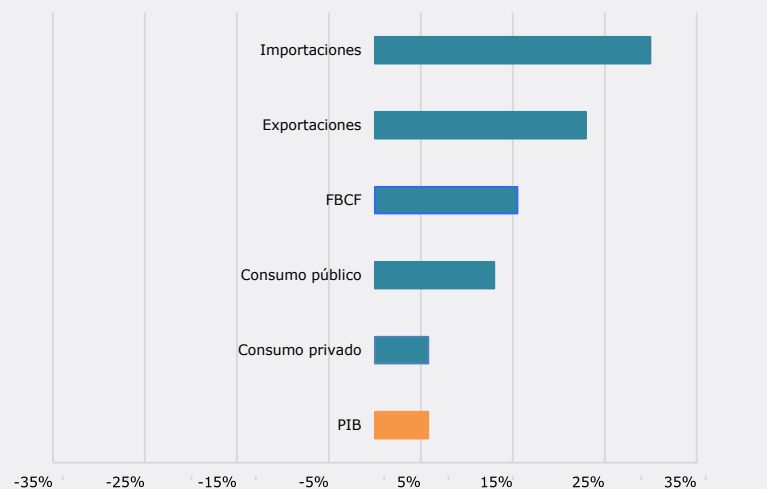
Fuente: BCV, hasta I trimestre de 2019, y Econométrica.

2. Variación anualizada de los principales componentes de la demanda agregada

En 2021 hubo un crecimiento real de todos los componentes del PIB respecto al 2020. La variación anualizada de las importaciones y exportaciones registraron expansiones de 30% y 23% al cierre del cuarto trimestre de 2021, respectivamente. Este desempeño estuvo explicado por una mayor actividad económica, además de las exoneraciones de aranceles en una cantidad importante de bienes tanto para la importación como exportación. Si bien los exportadores se han podido beneficiar de ello, aún existen factores que afectan y encarecen los productos nacionales lo cual dificultan competir frente a sus pares internacionales. Por otro lado, destaca el aumento en las exportaciones petroleras y mineras, pese a las dificultades para su colocación en mercados internacionales por los riesgos de sanciones. Sin embargo, el hecho de que el país mantenga un nivel bajo, pero estable, en dichas exportaciones significa que hay una actuación exitosa para evadir las sanciones por parte del gobierno.

La formación bruta de capital fijo (FBCF) registró un crecimiento de 15,5% en el último trimestre de 2021. Mientras que el consumo del sector público fue de 13%. Estas cifras muestran un mejor desempeño en la actuación del gobierno y estabilización en sus niveles de financiamiento de gasto público, ya que mantuvo un comportamiento prudente y hasta restrictivo en el gasto durante los trimestres anteriores, incluso cuando ameritaba tomar medidas expansivas para contrarrestar el efecto económico de la pandemia.

Gráfico N°2: Variación anualizada de los principales componentes del PIB real al trimestre de 2021



Fuente: Econométrica.

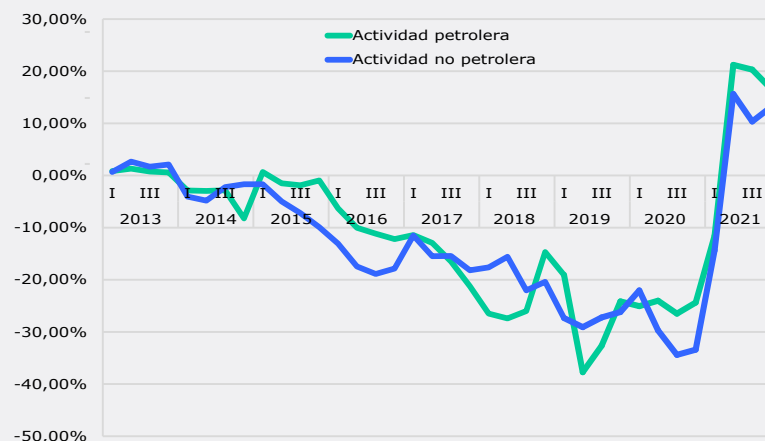
El consumo privado, por su parte, creció 5,8%. Esto debido a la recuperación que ha evidenciado los ingresos en los hogares en comparación al 2020 cuando los estragos de la pandemia eran más profundos. El incremento del ingreso estaría explicado a nuevas fuentes de trabajo, ajuste de los salarios, remesas y trabajo remoto. Este comportamiento en el consumo estaría reflejado a través de la recuperación real que ha mostrado la recaudación fiscal, especialmente, en el impuesto de valor agregado (IVA).

3. PIB petrolero vs. PIB no petrolero

La variación interanual del PIB petrolero y PIB no petrolero, expresados en bolívares reales se expandieron en 2021. El primero estimamos una variación anualizada de 16,6% debido al aumento que tuvo la producción petrolera venezolana debido a la reactivación de la producción de la Faja petrolífera del Orinoco y el aumento en las importaciones de diluentes para la mezcla del crudo Merer. Según datos de la OPEP, la producción promedio por comunicación directa fue de 817.000 barriles diarios durante el cuarto trimestre de 2021. Esta cifra representó un incremento de 82% respecto al cuarto trimestre de 2020 (449.000 barriles diarios).

Por otro lado, el PIB no petrolero registró una expansión de 13,1% durante el último trimestre de 2021. A pesar de que este incremento fue menor a los trimestres anteriores, estuvo explicado por los avances del plan de vacunación y el levantamiento de las restricciones de movilidad. La mejora en el suministro de combustible y el uso de plantas eléctricas también ha permitido una mayor actividad económica. Sin embargo, la inestabilidad y fallas en los servicios públicos continúan siendo algunas de las restricciones medulares para la recuperación completa del aparato productivo nacional.

Gráfico N°3: Variación interanual del PIB petrolero y PIB no petrolero



Fuente: BCV, hasta I trimestre de 2019, y Econométrica.

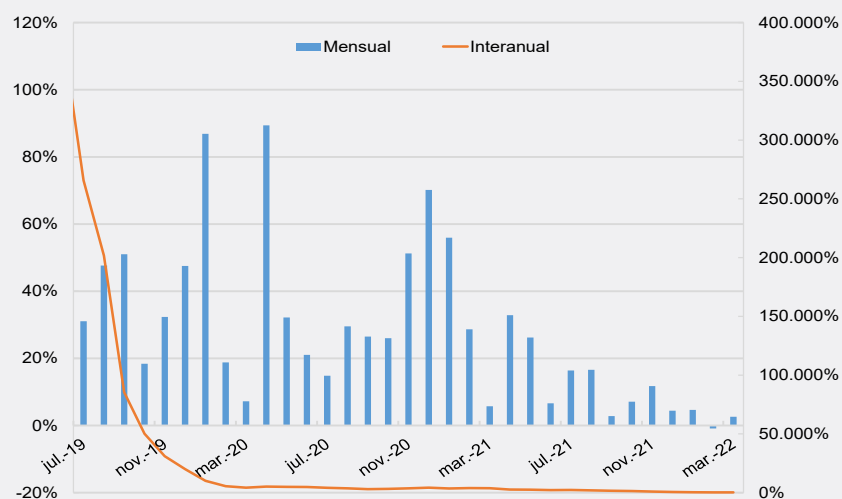
4. Inflación mensual e interanual

En 2021, la inflación continuó desacelerándose hasta cerrar en 561%, cifra aún alarmante. Esta tendencia se ha mantenido en lo que va de 2022 al registrar tasas de un dígito. En enero, la variación mensual del IPC fue de 5%, mientras que en febrero los precios cayeron registrando por primera vez una deflación de 0,90%. Este comportamiento estuvo explicado por un descenso en los precios de los rubros más dolarizados, en un entorno de apreciación cambiaria. La inflación de marzo se ubicó en 2,62%. Esta cifra implicó que la variación interanual se desacelerara hasta alcanzar 231%.

Este proceso de desinflación es sinónimo de un menor crecimiento en los agregados monetarios y, a su vez, de la contención de los tipos de cambios como consecuencia de las continuas intervenciones cambiarias por parte del BCV. Dado el avance de la dolarización, el sector transable al estar fuertemente dolarizado muestra variaciones incluso menores. Sin embargo, el sector no transable mostró los mayores incrementos al ajustar sus tarifas, las cuales aún presentan rezagos frente a sus pares internacionales.

Entre los grupos que mostraron una mayor variación a la registrada por la inflación general, se encuentran: servicios de educación (17%), comunicaciones (10%), bebidas alcohólicas y tabaco (9%) y salud (6%). Mientras que vestido y calzado y equipamiento del hogar registraron las menores variaciones de precios.

Gráfico N°4: Inflación mensual e interanual



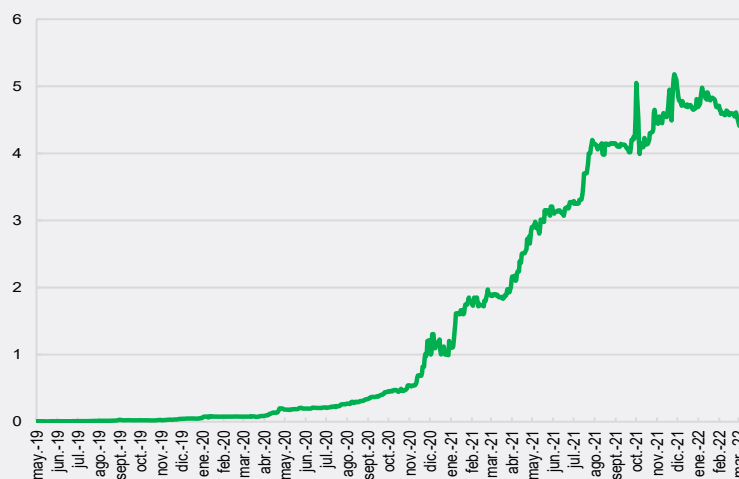
Fuente: Econométrica.

5. Tipo de cambio de mercado

A finales de 2021, la volatilidad del tipo de cambio de mercado ha sido menor como consecuencia de las continuas intervenciones cambiarias realizadas por la autoridad monetaria del país y reformas en la banca nacional relacionadas a las transacciones cambiarias. Esto implicó que el precio del dólar de mercado cerrara en Bs/\$ 4,99 en diciembre 2021, una disminución de 6% respecto al mes anterior. A pesar del incremento que se observó en esta variable a principios de enero 2022, la misma mostró un descenso en los meses siguientes. En lo que va de año el tipo de cambio de mercado se apreció 4%, ubicándose Bs/\$ 4,48 en marzo. Destaca que entre febrero y marzo, la estabilidad estuvo explicada no solo por las intervenciones en el mercado cambiario oficial, sino también por la recaudación tributaria.

Sin embargo, esta estabilidad ha propiciado que se mantenga la sobrevaluación del tipo de cambio, lo cual tiene implicaciones negativas dentro de la economía. La apreciación real del mismo ha implicado que el costo de vida en dólares aumente. Este comportamiento es insostenible, por lo que esperamos que el tipo de cambio de mercado realice correcciones al alza pero en menor proporción que años anteriores. Por otra parte, la entrada en vigencia del Impuesto de las Grandes Transacciones Financieras (IGTF) ha generado inquietudes ante el uso de las divisas y gravar dichas transacciones realizadas en los comercios. Si bien el gobierno a través de este impuesto buscaría aumentar la demanda del uso de bolívares, el mismo podría ser es un aliciente de bancarizar las divisas. La incertidumbre, poca confianza y confusión en cuanto a este impuesto podría incluso afectar y frenar la dolarización transaccional que atraviesa la economía y poner en aprieto las futuras transacciones en esta moneda.

Gráfico N°5: Tipo de cambio de mercado (Bs/\$)



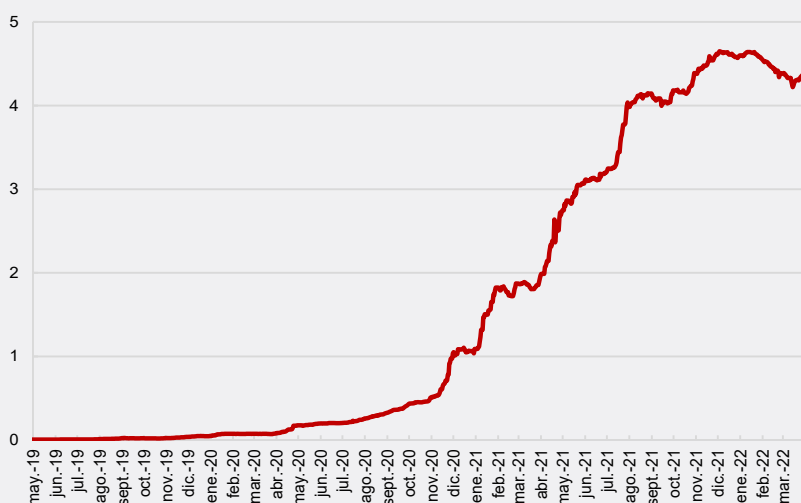
Fuente: DolarToday.

6. Tipo de cambio oficial

Al cierre de 2021, el tipo de cambio oficial cotizó en Bs/\$ 4,60. La principal razón detrás de una menor volatilidad en el tipo de cambio se debe a las intervenciones cambiarias efectuadas por el Banco Central de Venezuela. Durante diciembre, el BCV intervino cinco veces en el mercado cambiario oficial. En noviembre de 2021, la banca central emitió un comunicado donde establecía que las entidades bancarias que mantenían divisas en efectivo adquiridas por las mesas de cambio o menudeo, no podrían ser vendidas a un tipo de cambio superior al establecido para la última intervención cambiaria que realizó la institución en la respectiva semana. Esto implicó límites superiores en el valor del dólar en el mercado cambiario oficial y se contuviera su alza. Además, exigió a la banca realizar adecuaciones tecnológicas para facilitar y optimizar los trámites asociados a operaciones cambiarias.

En marzo de 2022, el tipo de cambio oficial cotizó por debajo del valor nominal de diciembre, ubicándose en Bs/\$ 4,38. Esto representó un descenso de 2,8% respecto a febrero, mientras que en lo que va de año el mismo decreció 5%. Para lograrlo el BCV realizó catorce (14) intervenciones cambiarias, según indica en su página web. Dadas las continuas intervenciones del BCV y las recientes medidas económicas que buscan desincentivar el uso del dólar dando mayor protagonismo al bolívar, estimamos que el precio oficial del dólar se mantendrá estable. Vale destacar que contrario a incentivar la bancarización de las divisas y fortalecer el sistema financiero, el Ejecutivo buscaría revertir la dolarización que experimenta la economía venezolana.

Gráfico N°6: Tipo de cambio oficial (Bs/\$)



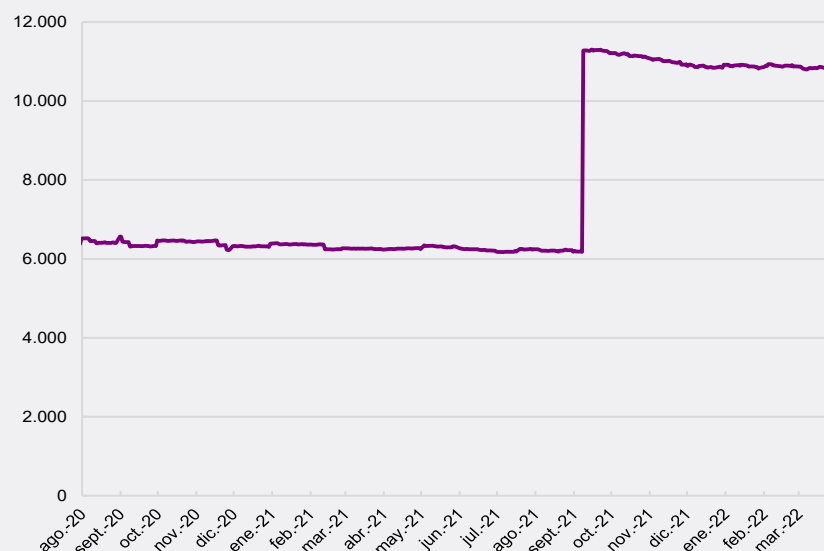
Fuente: BCV.

7. Reservas internacionales

Las reservas internacionales se ubicaron en \$10.917 millones al cierre de 2021. Esto representa una disminución de \$14 millones respecto a noviembre de dicho año. Mientras que las mismas registraron un descenso de apenas 1% en lo que va de 2022, ubicándose en \$10.809 millones en marzo. Este resultado pudiera estar explicado por pequeñas variaciones en la cotización del oro y otros valores de los activos que lo componen. Destaca que en enero de 2022, el efectivo en moneda extranjera expresado al cierre de tipo de cambio oficial registró una caída de 36% respecto a diciembre de 2021. Las reservas internacionales muestran una recuperación interanual de 56%; sin embargo, este aumento se debe a la asignación de los Derechos Especiales de Giro, por parte del Fondo Monetario Internacional, para el fortalecimiento de las reservas internacionales ante el efecto de la pandemia en la economía mundial.

Nota: En el reporte de balance monetario del Banco Central de Venezuela se puede observar en bolívares el valor de los activos que componen las reservas internacionales. Sin embargo, la data presenta retraso de dos meses lo que dificulta el análisis preciso de cuál fue el comportamiento de los componentes más relevantes, entre ellos: el oro, el efectivo de monedas extranjeras y las tenencias de DEG.

Gráfico N°7: Reservas internacionales (millones de US\$)



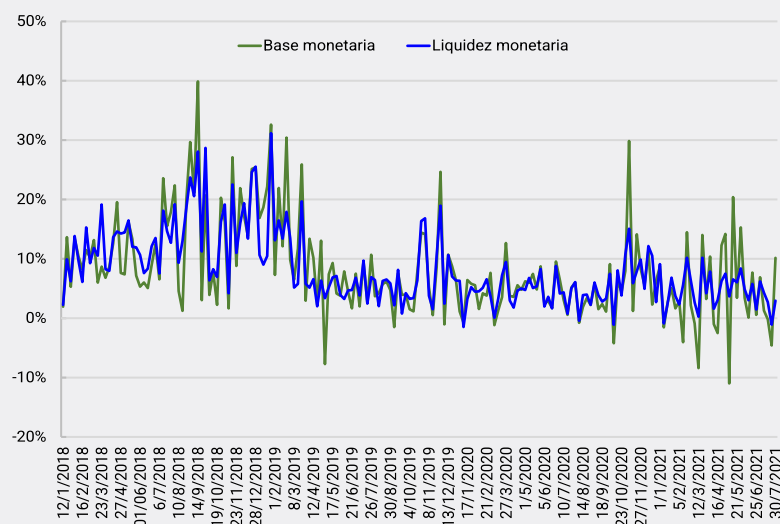
Fuente: BCV.

8. Liquidez y base monetaria

Las reservas internacionales se ubicaron en \$10.917 millones al cierre de Durante 2021, la liquidez y base monetaria crecieron 635% y 398% en términos interanuales. Estas cifras suponen una desaceleración en ambas variables, tomando en cuenta que las mismas registraron una expansión de 1.287% y 1.232% en 2020, respectivamente. Este comportamiento en los agregados monetarios se explica por una menor creación de dinero base por parte del BCV para financiamiento del gobierno central, al mismo tiempo que se mantuvo alto el encaje legal, pese a la reducción que ha experimentado.

La liquidez monetaria mostró un aumento de 53% en lo que va de 2022, siendo su máximo registrado en la semana del 25 de septiembre con 9,5%. Este comportamiento estuvo impulsado por aumento en la asignación de créditos bancarios. Durante lo que va de año, la base monetaria incrementó 33% mientras que la variación para el 25 del mes pasado fue de 15% respecto a la semana anterior. Luego de cuatro años suspendidos, el BCV anunció que retomará el uso los instrumentos de operaciones de mercado abierto (OMA). Con ello, la autoridad monetaria buscaría absorber la liquidez mediante las ventas Títulos de Cobertura, dirigidos a las instituciones bancarias, personas naturales y a las personas jurídicas privadas. A su vez, intenta incidir en el mercado cambiario debido a que, según el ente emisor, dichos activos ofrecerían un rendimiento más alto a sus inversionistas con respecto a mantener coberturas en divisas.

Gráfico N°8: Variación semanal de la liquidez y base monetaria



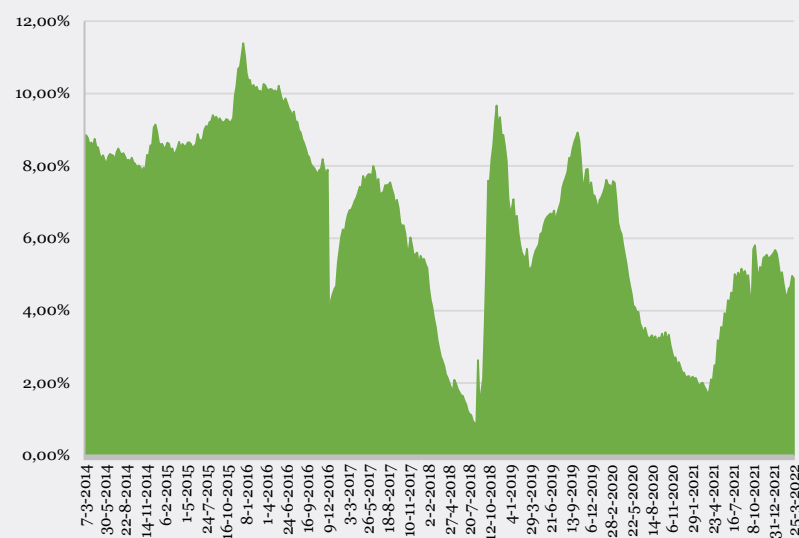
Fuente: BCV.

9. Razón entre efectivo y liquidez monetaria

Al cierre de la semana del 25 de marzo de 2022, la razón entre la cantidad de efectivo en manos del público con respecto a la liquidez monetaria se situó en 5%, disminuyendo 1 pp respecto a la última semana de diciembre (6%). Pese a que la nueva expresión monetaria implicaría nuevas piezas, esto no ha sido suficiente dado a que el ratio se mantiene entre el 4% y 5%. Esto significa que aún persisten las dificultades para obtener efectivo, bien sea por un tema de ingresos o por límites por parte de los bancos.

Además, la dolarización ha permitido que el público utilice otras monedas como medio de pagos. Por otra parte, este ratio aún se ubica por debajo del 15%, siendo este porcentaje el nivel óptimo en el que se debería ubicar en condiciones normales. Sin embargo, las últimas decisiones en materia económica por parte del Ejecutivo pudieran afectar el uso del dólar en las transacciones.

Gráfico N°9: Razón entre efectivo y liquidez monetaria

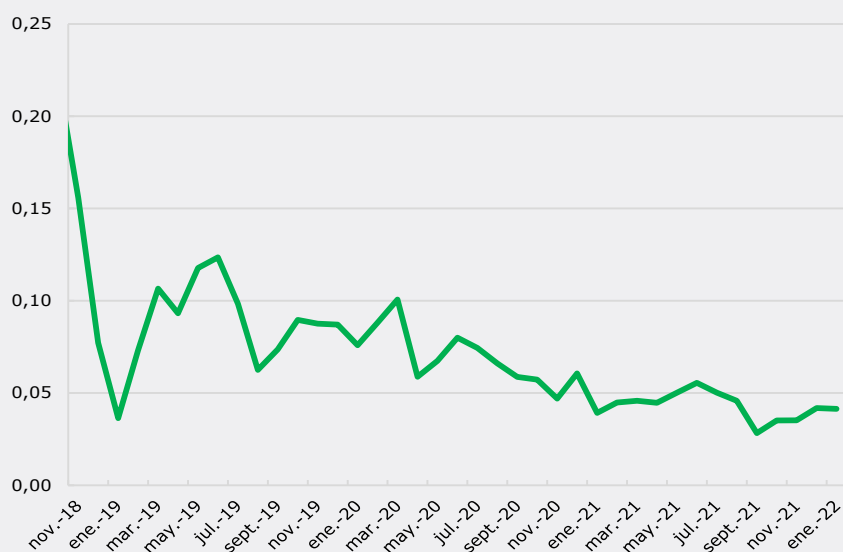


Fuente: BCV.

10. Razón entre base monetaria y reservas

En enero de 2022, la relación entre la base monetaria y las reservas internacionales fue de en 4,1%, lo que representó una disminución de apenas 0,1 punto porcentual (pp) respecto a septiembre. En particular, este comportamiento se debe a que tanto la base monetaria en dólares como las reservas internacionales registraron disminuciones en la misma proporción. Es de resaltar que la data mensual de la base monetaria presenta demora en su publicación, lo cual dificulta que este indicador sea actualizado hasta marzo o una fecha reciente.

Gráfico N°10: Razón entre base monetaria y reservas internacionales



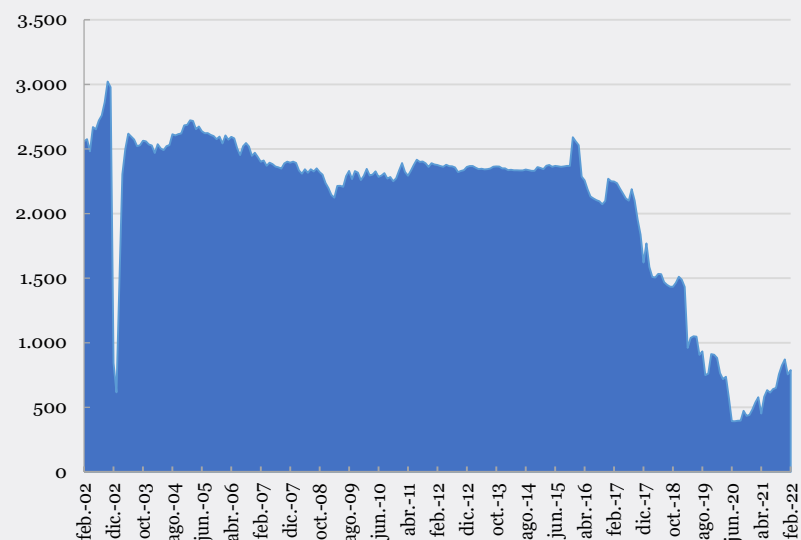
Fuente: BCV y Econométrica.

11. Producción petrolera venezolana (mbd)

Según el último reporte publicado por la OPEP, la producción petrolera venezolana registró una caída acumulada de 10% en lo que va de 2022, situándose en 788.000 barriles diarios. Sin embargo, la producción incrementó 4% respecto a enero del presente año mientras que en términos interanuales aumentó 46%. Esta recuperación estaría respaldada por el incremento de la producción de crudo en la Faja Petrolífera del Orinoco y los esfuerzos de Pdvsa para llegar a producir 1 millón de barriles diarios. Pese a ello, el profundo deterioro de la industria y las dificultades en la importación de diluentes explican el descenso acumulado. En los últimos 6 meses, la producción por comunicación directa se estabilizó, ubicándose el promedio en 774.000 barriles diarios.

Dado los acontecimientos recientes respecto a las relaciones comerciales y energéticas de Venezuela con los Estados Unidos, es posible que una nueva licencia permita reanudar las operaciones petroleras de empresas estadounidenses en el país. Esto podría mejorar e incrementar la producción en más de 400.000 barriles diarios, requiriendo un periodo de aprox. 6 a 9 meses para ello.

Gráfico N°11: Producción petrolera (mbd)



Fuente: OPEP.

12. Cesta petrolera venezolana, WTI y Merey

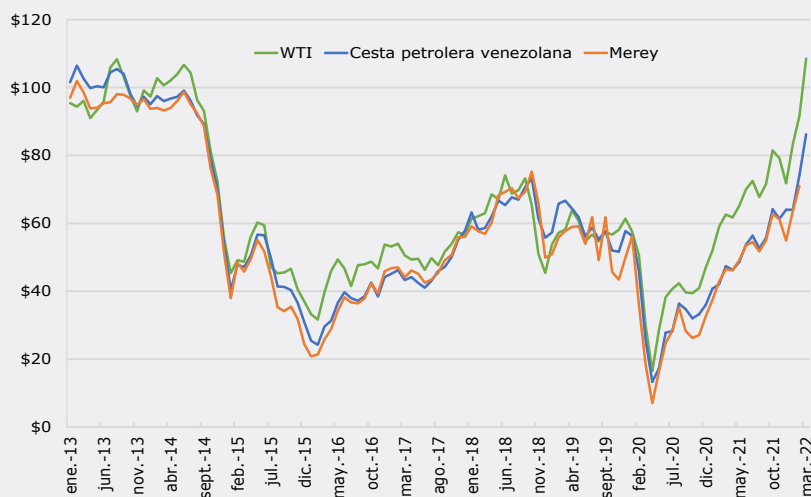
A principio de 2022, los precios petroleros mostraron una tendencia al alza debido a una menor extracción de crudo por parte de los países de la OPEP. En marzo, los precios mundiales del crudo se ubicaron por encima de \$100 el barril, hecho que no ocurría desde julio de 2014. En este sentido, el precio promedio de crudo WTI cotizó en \$108,50 por barril, registrando un aumento intermensual de 18% mientras que en términos interanuales creció 73%. Esta cifra fue similar a la registrada en agosto de 2013 (\$108,33 por barril). Este comportamiento se debe a los eventos recientes por el conflicto bélico de Rusia contra Ucrania, lo cual ha elevado la volatilidad en el mercado de los commodities, principalmente, el energético. A pesar de que EE.UU ha anunciado liberar reservas de crudo y en la OPEP+ acordaron aumentar levemente la producción, las expectativas de sanciones en el petróleo ruso y su efecto en la oferta global son mayores. Esto, aunado a un no acuerdo nuclear con Irán implicó una mayor volatilidad en el precio del crudo.

Manteniendo la misma tendencia de los precios internacionales, estimamos que el precio de la CPV cerraría en \$86,25 por barril para marzo, es decir, un incremento de 16% respecto al mes anterior. Por otro lado, el precio del crudo Merey se ubicó en \$ 71,02 por barril en febrero según datos de la OPEP, lo que representó una diferencia de \$3,22 con nuestra estimación de CVP (\$74,24 por barril) para dicho mes.

Esperamos que el Merey mantenga la tendencia de los precios internacionales. Sin embargo, ante las posibles sanciones hacia el petróleo ruso, la colocación del crudo venezolano podría verse afectado, ya que deberá competir con el crudo ruso. Destaca que Pdvsa ofrece descuentos

para incentivar la venta del mismo por razones de sanciones y calidad del crudo. Este descuento está alrededor de 20\$/b, lo cual dejaría la CPV en 66.25\$/b. Un acuerdo con EE.UU y la reanudación de las operaciones estadounidense en los campos petroleros venezolanos, podría suponer la reducción de estos descuentos y/o la colocación del crudo en el mercado estadounidense. Para que ello se concrete la empresas petroleras seguramente exigirán un cambio en las condiciones de comercialización del crudo, de forma tal de proteger su nueva inversión y además lograr cobro de deudas pendientes.

Gráfico N°12: Cesta petrolera venezolana (CPV),
West Texas Intermediate (WTI) y Merey



Fuente: OPEP, EIE y Econométrica.