



Informe Mercado Cambiario

Año 2 Número 3
Marzo, 2010

Por:

Asdrúbal Oliveros
Carlos de Sousa

¿Hasta cuando la incertidumbre?

El 8 de febrero el Banco Central de Venezuela realizó la sexta emisión de bonos cambiarios, desde entonces el mercado continúa a la espera de la séptima emisión y los demandantes comienzan a desesperarse. Ahora que Pdvsa dejó de ser un actor relevante en el mercado paralelo, la falta de oferta por parte del BCV ha causado que la cotización se acerque al límite psicológico de los 7 VEF/US\$. ¿Qué está esperando el BCV? ¿Por cuánto tiempo continuará el mercado al alza?



Prohibida su reproducción y distribución

- El viernes 12 de febrero, justo antes de los días feriados de carnaval, se corrió la voz de que el BCV realizaría una emisión de bonos cambiarios por un monto de US\$500-750 millones con el fin de atacar la cotización del dólar paralelo. La expectativa de esta emisión hizo que el dólar permuta cayera 0,25 VEF/US\$ y pasara de 6,50 VEF /US\$ a 6,25 VEF/US\$. Sin embargo, terminó febrero y no se vieron señales de más bonos cambiarios. ¿Qué está pasando?
- Según *El Mundo Economía y Finanzas*, el ministro Giordani ordenó paralizar la emisión del mega bono cambiario porque con la colocación de las Letras del Tesoro y de los bonos de deuda pública nacional previstos en la Ley de Endeudamiento de 2010 se podría estabilizar el mercado paralelo.
- En **Ecoanalítica** no compartimos esta opinión. De hecho, de acuerdo con información recabada desde el BCV, nunca se planteó realizar una emisión de este tipo.



- En los predios del BCV se maneja mejorar las liquidaciones diarias de Cadivi, estabilizarlas en torno a US\$115-130 millones diarios y seguir realizando las adjudicaciones de bonos cambiarios semana a semana, incrementando ligeramente los montos. De hecho, el BCV sigue sosteniendo la idea de que sólo necesita entre US\$5.000 y US\$7.000 millones para estabilizar el mercado cambiario este año.
- En **Ecoanalítica**, como lo hemos comentado en informes previos, somos de la opinión que el monto debería incrementarse hasta US\$12.000 millones y estabilizar el tipo de cambio en torno a 6,0 VEF/US\$, equivalente a un diferencial de 40% respecto al tipo de cambio petrolero de 4,3 VEF/US\$.
- Las contradictorias declaraciones del ministro Giordani hacen pensar que no tiene muy claro cómo es el juego cambiario en Venezuela. El pasado 31 de enero comentó que *"con la intervención del Ejecutivo y del BCV se busca contener el dólar a 4,30 bolívares fuertes"* y en días siguientes dijo que *"le había declarado la guerra al dólar paralelo"*; pero recientemente en un foro de la Unefa dijo que los bonos cambiarios *"no son para incidir en el permuta. No están diseñados para fortalecer al bolívar en el mercado paralelo"*, de acuerdo con la información publicada en *El Mundo Economía y Negocios*.
- Sin embargo, esto no implica necesariamente que exista un conflicto entre el Ministerio de Planificación y Finanzas (MPF) y el BCV. La división del trabajo está muy clara: Giordani es el hombre de la gestión fiscal, de la deuda pública y del funcionamiento de Cadivi, mientras que Merentes es el hombre de la estabilización del mercado cambiario. Cada uno tiene un margen de acción en sus respectivas áreas. Planteamiento que, muy discretamente, fue avalado por el presidente Chávez en su más reciente rueda de prensa con periodistas extranjeros cuando dejó entrever que Merentes era el hombre de la estabilización del tipo de cambio permuta y que eso era un "objetivo estratégico" de su Gobierno.



¿Qué pasó con los bonos cambiarios?

- El 8 de febrero se realizó la sexta emisión de bonos cambiarios y el mercado comienza a desesperarse a la espera de la séptima; algunos agentes del mercado comienzan a creer que ya no se realizarán más emisiones porque esta política ha fracasado, por lo que al momento de redactar este informe la cotización del paralelo ya alcanza los 6,7 VEF/US\$.
- En **Ecoanalítica** no pensamos que el uso de los bonos cambiarios como herramienta para controlar el mercado permuta haya fracasado de manera definitiva, sino que más bien está en pausa. Tengamos presente que uno de los objetivos primordiales del Gobierno, en cuanto a materia cambiaria, es evitar las presiones inflacionarias generadas desde el mercado paralelo, dado que, como hemos dicho en anteriores ocasiones, constituye uno de los principales marcadores de precio de nuestra economía.
- El BCV se encuentra evaluando el mecanismo de asignación de los bonos cambiarios. Se plantea la realización de verdaderas subastas (en donde los demandantes pujan con el precio para obtener los bonos), en vez de asignaciones con criterio discrecional, y aparentemente aleatorio, que han utilizado hasta ahora. Incluso no se descarta que se suba ligeramente el monto colocado semanalmente.

El mecanismo tiene que mejorar

- Algunos analistas han comentado que los bonos cambiarios no han tenido efecto sobre el mercado paralelo, pero nosotros discrepamos. Durante las primeras dos semanas de emisiones de bonos cambiarios, entre el 13 y el 21 de enero, cuando el BCV estuvo realizando dos emisiones semanales, el dólar paralelo se mantuvo estable y por debajo de los 6,00 VEF/US\$.



Bonos Cambiarios									
Nombre	Cupón	Fecha de anuncio	Vencimiento	Denominación	Monto ofertado (miles de USD)	Monto adjudicado (miles de USD)	Precio (%)	Dólar paralelo día anterior	Dólar paralelo, día del anuncio
Bono Cambiario BCV Nº 1	0	13/01/2010	14/04/2010	USD	50.000	50.000	116,25	6,25	5,85
Bono Cambiario BCV Nº 2	0	14/01/2010	15/04/2010	USD	50.000	50.000	116,25	5,85	5,7
Bono Cambiario BCV Nº 3	0	19/01/2010	20/04/2010	USD	40.000	39.412	112,00	5,83	5,8
Bono Cambiario BCV Nº 4	0	21/01/2010	25/04/2010	USD	40.000	39.250	112,00	6,00	6,00
Bono Cambiario BCV Nº 5	0	27/01/2010	28/04/2010	USD	40.000	39.684	112,00	6,10	6,16
Bono Cambiario BCV Nº 6	0	08/02/2010	10/05/2010	USD	40.000	40.000	112,00	6,34	6,41

Fuentes: BCV y Ecoanalítica

- Fue sólo después de que la periodicidad de emisiones de bonos cambiarios dejó de ser regular, que el mercado paralelo arrancó su tendencia alcista que no se ha detenido hasta ahora.
- Es cierto que el mecanismo debería mejorar, y para ello, según **Ecoanalítica**, debería trabajarse en dos áreas adicionales. Primero, incrementar los montos que se adjudican semanalmente por medio de estos nuevos bonos. Según nuestros cálculos, en una primera etapa deberían subastarse entre US\$150 millones y US\$180 millones para luego estabilizarse alrededor de los US\$130 millones semanales. Segundo, las subastas deberían estar dirigidas exclusivamente al segmento corporativo o de empresas (incluyendo PYME) o, en su defecto, estos segmentos deberían ser los mayores beneficiarios (con un criterio de asignación de 80%, como mínimo).
- Por otra parte, en **Ecoanalítica** consideramos que para que este mecanismo funcione, el tipo de cambio implícito de estas operaciones de deuda debiera ubicarse en niveles cercanos al que se cotiza en el mercado paralelo. A diferencia de como ha sido la norma hasta ahora, en donde el diferencial cambiario ha estado en promedio alrededor de 25%. Esto se debe a que ese diferencial no incentiva a la baja la cotización del tipo de cambio paralelo (como es la intención dentro del Gobierno); al final, lo que genera es la posibilidad de lucro por parte de intermediarios o inversionistas que comprarán a un tipo de cambio bajo (el implícito del bono cambiario) y lo venderán al precio del mercado paralelo.



- De esta forma, el BCV estaría malgastando parcialmente el “esfuerzo” que implica la emisión de estos instrumentos de deuda. La manera en la cual esta estrategia disminuye el tipo de cambio paralelo será aumentando sustancialmente la emisión de estos instrumentos y generando confianza, así la oferta de divisas aumenta y obligará a que el tipo de cambio disminuya.
- Sin embargo, en ese período en el cual comienzan a realizarse las emisiones y efectivamente baja la cotización en el paralelo se beneficiarán sólo esos “intermediarios cambiarios”; ni el Estado ni la sociedad incrementarán su bienestar. Como ya dijimos, en la medida en que se realicen emisiones periódicas, transparentes y en magnitudes acordes con la demanda, se logrará estabilizar, e incluso llegar a disminuir, el tipo de cambio paralelo, obteniendo un beneficio social

Las acciones no corresponden a las palabras

- El BCV, más que una reducción drástica en el mercado permuta, como sucedió el año pasado con las emisiones de bonos soberanos y de Pdvsa, lo que busca es estabilizar el mercado en torno a un diferencial manejable entre 35% y 45% respecto al tipo de cambio petrolero. Esto tiene más sentido, pues si la estrategia es adecuada, sería sostenible en el tiempo y además redundaría en beneficios para el sector real de la economía.
- Pero las acciones no corresponden a las palabras. Si el BCV busca estabilidad, primero, deben planificarse las emisiones de bonos y brindar información a los agentes del mercado sobre la periodicidad de las mismas. Segundo, es importante dar a conocer el criterio de asignación que se utilizará, ya que a menor incertidumbre mayor estabilidad. Pero pareciera que lo que se busca es sorprender constantemente al mercado, lo que genera una mayor volatilidad en la cotización del mercado paralelo.
- No somos optimistas sobre correcciones a corto plazo. La intención del BCV es continuar realizando las emisiones cuando lo consideren conveniente y con un mecanismo de asignación discrecional, aunque como



comentamos anteriormente, se está evaluando un mecanismo de asignación mediante subastas.

¿Vendrán bonos de Pdvsa?

- En nuestro informe semanal número 6 de 2010 ***Pdvsa: Cuando querer no es poder***, destacamos que para que Pdvsa logre desarrollar los proyectos de los bloques Carabobo, Junín y Mariscal de Sucre de la Faja Petrolífera del Orinoco, bajo los esquemas de inversión que se están planteando, deberá invertir US\$88.500 millones durante los próximos seis años. Esto implicaría que Pdvsa deberá invertir el 81,4% de sus ingresos promedio disponibles, aunque en el período 2004-2008, el promedio de inversiones sobre el ingreso disponible fue de sólo 25,7%.
- En dicho informe evidenciamos que dada las obligaciones que actualmente tiene la estatal petrolera, incluso en el escenario más optimista de precios petroleros, resulta inviable que Pdvsa acometa todas estas inversiones en solitario; por consiguiente, requerirá financiamiento externo mediante préstamos bilaterales provenientes de los países “aliados” y emisiones de bonos de deuda corporativa.
- En ***Ecoanalítica*** sostenemos que Pdvsa realizará en el mediano plazo una emisión de bonos por un monto de hasta US\$3.000 millones para financiar diferentes proyectos. Esto podría darse incluso antes de que finalice el primer semestre del año.

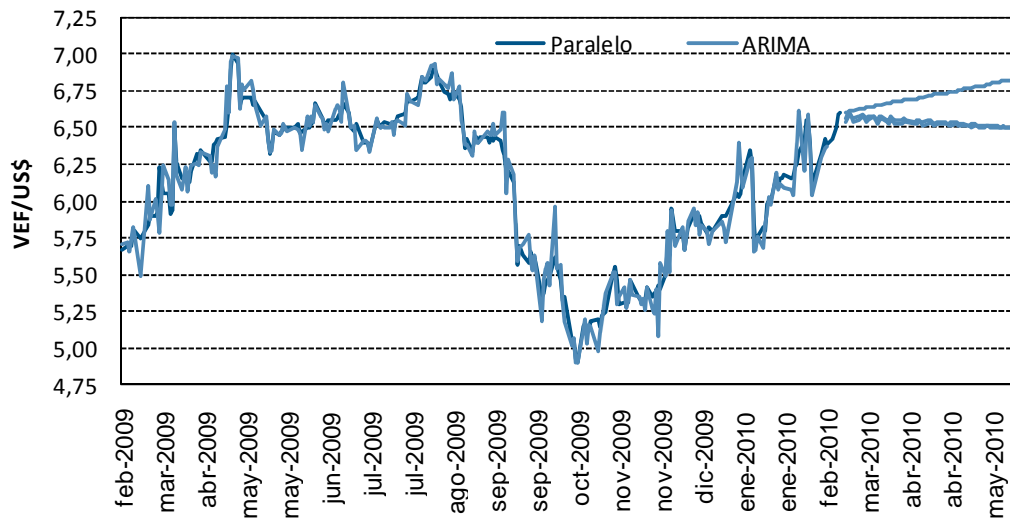
¿Qué dicen nuestros indicadores?

El modelo ARIMA

- Nuestro modelo Auto Regresivo Integrado de Medias Móviles nos muestra lo que podría ocurrir durante los próximos tres meses, en el caso de que el BCV continúe con la dinámica del mes de febrero, es decir, una oferta escasa de bonos cambiarios.



Modelo ARIMA



Fuente: Ecoanalítica

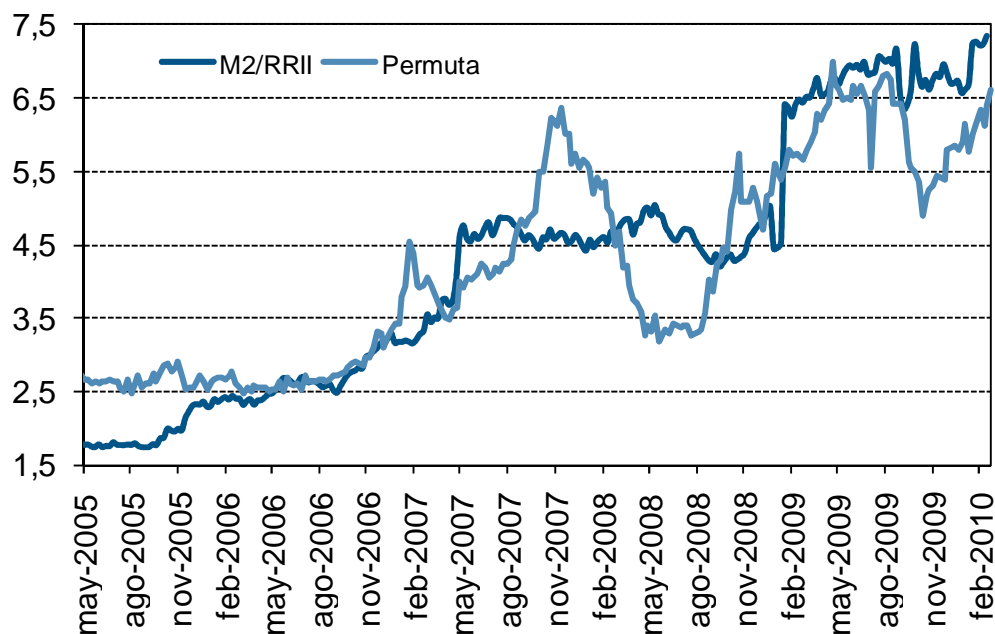
- El tipo de cambio paralelo se estará moviendo en un rango entre 6,5 VEF a 6,8 VEF/US\$ (promedio entre bid y ask) en los próximos tres meses, si el BCV continua realizando una oferta insuficiente de bonos cambiarios.
- Por supuesto, existe el riesgo de que la tendencia sea a la baja en el caso de que el BCV y Cadivi decidan realizar cambios significativos que traten de solventar los seis problemas que mencionamos al principio de este informe, que hacen que el mercado paralelo esté prácticamente indiferente ante los bonos cambiarios.

M2/RRII

- En lo que va de año el coeficiente de liquidez en reservas internacionales ha continuado creciendo, como lo habíamos pronosticado, gracias a las transferencias de US\$3.000 millones y US\$1.000 millones que se realizaron desde las reservas internacionales al Fonden, el 20 de enero y el 26 de febrero. Por lo que al cierre de la tercera semana de febrero el coeficiente se ubicaba en 7,35 VEF/US\$. Recordemos que en **Ecoanalítica** utilizamos este indicador como el límite superior al cual el tipo de cambio paralelo podría llegar si el Gobierno no hace nada por controlarlo.



M2/(Reservas Internacionales) vs Dólar Permuta



Fuente: BCV y Ecoanalítica

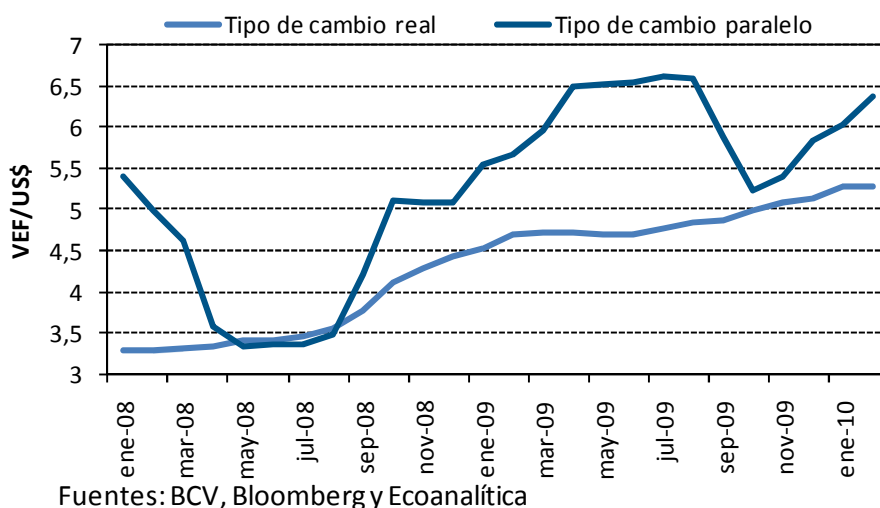
- Preveamos que el BCV transferirá otros US\$3.000 millones durante este semestre, ya que como el nivel de reservas internacionales óptimo fue establecido en US\$28.000 millones y la ley establece que cada semestre, el BCV puede transferir al Fondes las reservas excedentarias con respecto al cierre del semestre anterior. Lo que por supuesto elevará el coeficiente más aun durante los próximos meses.

El tipo de cambio real

- Con esto, el tipo de cambio real de equilibrio competitivo se ubicó durante el mes de febrero en 5,29 VEF/US\$. Recordemos que en **Ecoanalítica**, además del significado de competitividad relativa de las monedas, utilizamos este indicador como el límite inferior en el cual podría ubicarse el tipo de cambio paralelo, si el Gobierno concentrara sus esfuerzos en reducir de manera sostenida la cotización del mismo.



Tipo de cambio real



RECOMENDACIÓN DE COBERTURA

- En la siguiente tabla contrastamos el cálculo del valor implícito del dólar permuta endeudándonos hoy en bolívares, y lo que es una proyección independiente del precio en dicho mercado, enmarcado en un margen de 10% que define la banda inferior y la banda superior. Esto conducirá a tres alternativas: neutral si se cae dentro del rango, compra si se supera el rango superior y vende si se está por debajo del inferior.
- **Con el precio de hoy, dada las perspectivas de una cotización del dólar permuta entre 6,5-6,8 VEF/US\$ (promedio entre bid y ask), recomendamos esperar un poco para hacer sus compras en el mercado paralelo con la expectativa de que el BCV mejore y aumente la asignación de bonos cambiarios y de que Cadivi aumente la entrega de divisas al nuevo tipo de cambio en los próximos meses.**
- **Para operaciones de cobertura de largo plazo recomendamos adelantar su compra de divisas, ya que luego de las elecciones parlamentarias aumentará el riesgo de que al Ejecutivo se le salga de las manos el mercado paralelo.**



Recomendación de cobertura cambiaria - Tope TAM

Plazo	Hoy	1 mes	3 meses	6 meses	1 año
Rango inferior		6,82	6,83	6,86	6,90
Rango superior	6,81	6,95	7,22	7,62	8,44
Proyecciones		6,60	6,40	6,30	7,50
Recomendación		Vende	Vende	Vende	Neutro
Tasa de Interés Interna		24%			
Tasa de Interés Externa		2%			
Rango		10%			

Fuente: *Ecoanalítica*