



Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

En esta edición:

2012: ¿Bien dinámico en la asignación de divisas?.....	2
Indicadores cambiarios.....	6
Comportamiento del Sitme	7
Situación de la deuda de Venezuela y Pdvsa	7
<i>La deuda va viento en popa, pero son los precios petroleros los que siguen salvando la patria.....</i>	9
<i>Primarias 12F: la mesa está servida... Capriles Vs. Chávez.....</i>	15
<i>PIB y Balanza de Pagos de 2011: La receta apenas alivia al paciente.....</i>	17
Principales variables macroeconómicas de Venezuela	24

En marzo, usted debe tener en cuenta:

- **Nueva sección de análisis.** En *Ecoanalítica*, siempre estamos enfocados en llevarle el mejor servicio a nuestros clientes. En este sentido, a partir de este número, nuestro Informe de Entorno y Política Cambiaria contará con la sección: *Situación de la deuda de Venezuela y Pdvsa*, realizada con la colaboración de la firma de manejo de activos Knossos Asset Management, la cual analizará el desempeño de los papeles venezolanos (República + Pdvsa) en los mercados internacionales de forma mensual y finalizará con algunos comentarios de recomendación. Esperamos que sea de su utilidad.
- **¿Qué pasó con la emisión?** Tanto el Ministerio de Planificación y Finanzas como Pdvsa mantienen total hermetismo sobre una próxima emisión de deuda. La crisis de salud del presidente Chávez dejó en "stand-by" las opciones que se manejaban para las próximas semanas. Sin embargo, en el BCV hay preocupación pues necesitan bonos para mantener la oferta en el Sitme, por lo que se han planteado un "Plan B" donde Pdvsa realice una emisión privada para el BCV y la banca pública.
- **Bonos venezolanos continúan en "rally".** El comportamiento de los precios de los bonos de Pdvsa y la República continuó su racha positiva en el mes de febrero, el efecto primarias aunado a la enfermedad del presidente Chávez hizo que los rendimientos de los papeles bajaran drásticamente de alrededor de 15% a 12%. Al parecer, el mercado ha intensificado su apuesta sobre una transición pacífica y democrática en Venezuela en las elecciones del 7 de octubre.
- **Gasto siguió su ascenso en febrero.** Las cifras del cronograma de pagos de la ONT reflejan que en enero las erogaciones del Gobierno Central ascendieron a VEB 57.100 millones en lo que va de año, cuando el mismo período de 2011 fueron VEB 35.362 millones, lo que se traduce en incremento nominal de 62%, lo que en términos reales refleja un aumento de 28%. Este sustancial incremento del gasto (principalmente corriente) hará que los próximos meses sean de liquidez elevada, lo que debe ser tomado en cuenta por todos nuestros clientes.

Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás



2012: ¿Bien dinámico en la asignación de divisas?

Por: José Luis Saboin

2012 es el año D para el proyecto político del presidente Chávez. Es por esto que su administración, específicamente desde el último trimestre del año pasado, ha tratado de generar una sensación de bienestar en el país, para tratar de maquillar la deteriorada imagen de su Gobierno. Ya desde mediados de 2011 en **Ecoanalítica** destacábamos que, a nivel económico, los principales mecanismos a través de los cuales el Ejecutivo Nacional contaba para lograr concebir dicha “ilusión de armonía” eran los mismos de siempre: incrementos sustanciales en el gasto público y una mayor asignación de divisas al sector privado.

Sin embargo, para el cierre de 2011, solo el primer mecanismo fue el que pareciera haberse ejecutado con éxito. Si analizamos las cifras de gestión fiscal del Gobierno Central que reporta el BCV¹ observamos que, hasta el mes de noviembre, la expansión real del gasto público fue de 25,3%, algo que no se observaba desde 2005 (año previo a las últimas elecciones presidenciales) cuando la expansión fue de 30,3% en el mismo período. Este incremento, como bien sabemos, tuvo un impacto positivo en el componente de consumo de los hogares, lo cual se tradujo en un efecto multiplicador en la economía, que cerró el año creciendo 4,2%, de acuerdo a cifras preliminares del BCV.

El segundo mecanismo, es decir, la mejora en el desempeño del mercado cambiario no tuvo los mismos resultados. Las asignaciones de divisas al sector privado (Cadivi, Sitme y emisiones de deuda) mostraron incrementos insuficientes y en el caso de las emisiones de deuda más bien disminuyeron. Si analizamos las divisas aprobadas por Cadivi vinculadas a las importaciones (Importaciones + Aladi + Sucre) estas alcanzaron US\$25.358 millones al cierre de 2011, lo que se traduce en un incremento de tan solo 4,5% con respecto al año 2010. Por su parte, cuando observamos el comportamiento del Sitme a partir del segundo semestre del año², observamos que su incremento fue de 10,9% con respecto al mismo periodo del año anterior. Todo esto cuando el precio de la cesta venezolana de crudo y los ingresos por exportaciones petroleras se

¹ Vale la pena recordar que las cifras de Gestión Fiscal del Sector Público Restringido (Gobierno Central + Empresas Públicas No Financieras) no son publicadas por parte del Ministerio de Planificación y Finanzas desde el tercer trimestre del año 2010, por lo que la información que reporta el BCV es solo una medida parcial de la magnitud del gasto público, por lo tanto la medición del gasto en los últimos dos años está subestimada.

² Recordemos que el Sitme empezó a funcionar en el segundo semestre de 2010 por lo que el análisis comparativo se inicia desde ese periodo.



Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

incrementaron 38,2% y 41,4% respectivamente, equivalente a unos US\$25.814 millones adicionales, según la Balanza de Pagos.

Este desempeño del mercado cambiario tiene que ver, como hemos mencionado mucho en **Ecoanalítica**, con el nuevo modelo económico que se implanta en el país donde, palabras más palabras menos, el Estado debe jugar un rol fundamental a costas del decrecimiento y la sumisión del sector privado. Es por esto que ante este precario incremento en las asignaciones de divisas para el sector privado el sector público eleva cada vez más sus importaciones. Al cierre del año pasado las importaciones públicas aumentaron 24,9% para ubicarse en US\$16.496 millones, monto que cada vez ocupa más espacio en las cifras totales de importaciones que reporta nuestra Balanza de Pagos.

A pesar de un buen desempeño económico, el impacto del gasto se sintió en la inflación que cerró el año pasado en 27,6%, cifra que solo fue un tanto mayor a la del año 2010 (27,2%), principalmente, por el efecto de los controles de precios en los bienes básicos y la venta de bienes subsidiados en los mercados y centros de abastecimiento del sector público. Es decir, pese a esos grandes esfuerzos por parte del Gobierno, el poder de compra de los venezolanos continuó viéndose afectado. Para muestra un botón, si bien el Índice de Remuneraciones a los asalariados (IRE), que reporta el BCV, mostró un incremento nominal de 31,4% (39,7% público y 27,8% privado), al descontar el efecto de esta elevada inflación, tenemos que el incremento real del IRE fue de tan solo 3,0% (9,5% público y 0,2% privado).

Adicionalmente, el poco incremento en las asignaciones aunado a los retrasos en las liquidaciones de divisas por parte del BCV al sector privado (que comparado con el público es más eficiente en la producción/importación, distribución y venta de bienes) ha hecho que el índice de escasez, medido por el BCV, haya alcanzado niveles no observados por lo menos en los últimos cuatro años.

Se hace evidente entonces que las elevadas tasas de inflación y de escasez con las que cerró 2011 no están vinculadas con la sensación de bienestar que se le quiere generar a una población que en todos los sondeos de encuestadoras y estudios de grupos focales revela que entre sus principales problemas (después de inseguridad y vivienda) se encuentran el alto costo de la vida y el desabastecimiento, es decir, la estrategia de política económica está errada, mal concebida o ha sido insuficiente. Es por ello que en **Ecoanalítica** nos hemos percatado que el Gobierno, en una carrera contra el tiempo, ha tomado conciencia de esta situación y desde que arrancó el año ha puesto el acelerador en la política de gasto público, pero buscando contener la inflación que



Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

este genera, a través de la disminución en los precios de otros bienes (19 artículos de limpieza del hogar y cuidado personal) que pertenecen a la canasta común del venezolano promedio.

No obstante, desde el Ejecutivo también están conscientes del impacto que la regulación de los precios podría generar en las estructuras de producción de las empresas privadas (que son las verdaderamente eficientes) y sus consecuentes resultados en el desabastecimiento, por lo que desde que empezó el 2012 vemos que se ha acelerado la asignación de divisas a este sector en proporciones significativas. Esto, tomando en cuenta que también el sector público no debe haberse quedado de brazos cruzados. Es decir, 2012 empieza pragmático en materia cambiaria.

El cambio que nos llama la atención es precisamente en el Sitme. Cuando analizamos el desempeño de este mecanismo en lo que va de año vemos que al cierre del mes de febrero se habían tranzado US\$1.556 millones, lo que se traduce en un incremento de 37,1% equivalente a US\$420 millones, con respecto al monto acumulado en los dos primeros meses del año anterior (US\$1.136 millones), meses que casualmente suelen ser de baja demanda por lo que el mecanismo se ajusta a este comportamiento disminuyendo la oferta, algo que sustenta aún más el incremento. Si analizamos mes a mes vemos que, para enero, el monto negociado de títulos valores en el sistema ascendió a US\$781 millones, cifra que superó en 49,6% a los US\$522 millones tranzados en enero de 2011, mientras que para febrero el monto fue de US\$776 millones, superando en 26,4% a los US\$613 millones del mismo mes en 2011. Estos montos arrojan promedios diarios tranzados por US\$37,2 millones en enero y US\$40,8 en febrero cuando en los mismos meses del año pasado los promedios diarios alcanzaron US\$26,1 millones y US\$30,7 millones respectivamente. Todo esto origina un promedio anual a la fecha de US\$38,9 millones, cuando en el mismo periodo de 2011 alcanzó US\$28,4 millones, es decir, el mecanismo esta transando 1/3 más de lo que transaba en 2011.

En cuanto a Cadivi, si bien este mecanismo revela sus cifras de forma trimestral, los comunicados de prensa realizados por el ente sobre las asignaciones para alguno que otro sector y ciertas entrevistas y declaraciones realizadas a las autoridades, especialmente a su presidente, Manuel Barroso, inducen a que pudiesen haber incrementos sustanciales con respecto al mismo periodo del año pasado.

Según Cadivi las asignaciones de divisas desde el 1 hasta el 31 de enero de este año suman un total de US\$2.240 millones por diferentes conceptos correspondientes a importaciones, operaciones financieras, tarjetas de crédito y efectivo, y otras operaciones. Si estimamos el monto total asignado por Cadivi para enero de 2011, obtenemos una cifra de US\$2.351 millones, lo que



Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

se traduciría en una caída del 4,9%. No obstante, es importante destacar el significativo incremento en el monto que Cadivi ha aprobado tan solo en el mes de enero para las importaciones de alimentos, ubicándose en US\$600 millones, el cual supera en 74,4% la cifra registrada en el mismo período de 2011 (US\$344 millones).

Estos resultados podrían sugerir entonces, entre otras cosas, una mayor liquidación de divisas para importaciones, especialmente, a los llamados sectores prioritarios/estratégicos por parte del Gobierno en detrimento de asignaciones para otras áreas, o bien esas otras áreas (ajenas a importaciones) pudieran ser atendidas a través del Sitme o el mercado no oficial, ya que las emisiones de bonos estarán fundamentadas, de ahora en adelante, para abastecer al Sitme, aunque los sectores mencionados anteriormente continuarán viéndose beneficiados, pero no a niveles de emisiones previas.

Lo que sí es cierto es que todos estos resultados en lo que va de año dan sustento al planteamiento que hemos esbozado en este análisis: el Ejecutivo Nacional mejorará el desempeño tanto cuantitativo como cualitativo en los mecanismos de acceso a las divisas, especialmente Cadivi y Sitme para evitar efectos adversos en temas de inflación y escasez y así poder generar una sensación de bonanza para ganar las elecciones presidenciales. Sin bien queda latente el tema del impacto de las regulaciones de costos en la cadena productiva de las empresas, una mayor asignación de divisas a través de estos mecanismos debería mitigar este efecto. Así que como diría nuestro desgastado Libertador: *vacilar, es perdersos*.



Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

Indicadores cambiarios

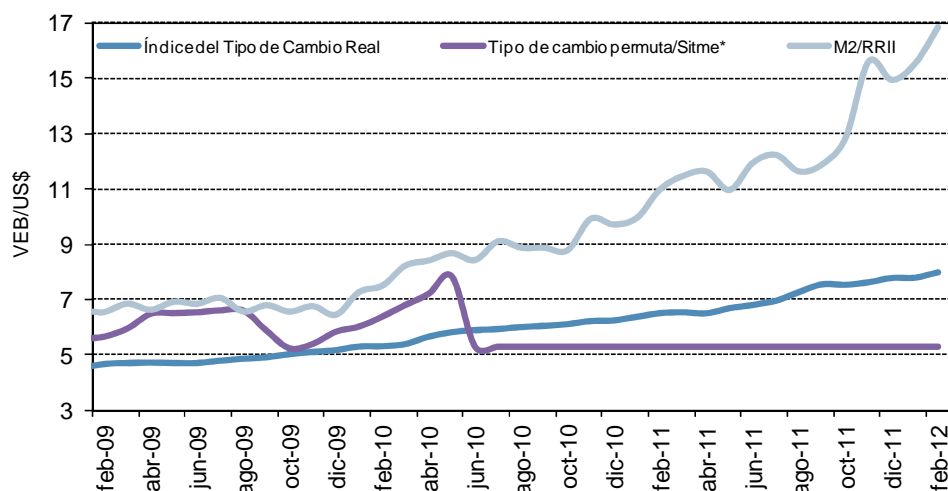
M2/RRII

En febrero, el indicador M2/RRII se ubica en 16,9 VEB/US\$, cifra mayor en 7,8% a la registrada en el mes enero. Este resultado obedece en principio al descenso que han experimentado las reservas internacionales en su variación intermensual (6,9%), así como por el descenso en su variación interanual (12,8%). Por su parte, la liquidez monetaria registra un incremento de 0,4% para el mes de febrero con respecto al mes previo, así como un crecimiento interanual de 48,5%.

TCR

El indicador de Tipo de Cambio Real (TCR) de **Ecoanalítica** nos mide el tipo de cambio de equilibrio competitivo entre Venezuela y sus cinco principales socios comerciales (EE.UU., Brasil, China, Colombia y México). En febrero, el tipo de cambio real se depreció 22,7% con respecto a febrero de 2011 al pasar de 6,5 VEB/US\$ a 8,0 VEB/US\$ y 2,3% con respecto al pasado mes de enero.

Indicadores del Tipo de Cambio



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

*Datos del Permuta hasta el 14 de mayo/Sitme a partir del 9 de junio



Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

Comportamiento del Sitme

Durante el primer bimestre de 2012 se negociaron US\$1.556,4 millones a través del Sitme, con un promedio diario de US\$39,1 millones, de los cuales US\$775,6 se transaron durante el mes de febrero, lo que muestra un descenso de 0,7% con respecto a los US\$780,8 millones tranzados en el mes de enero. El monto promedio diario de divisas negociado en el Sitme llegó a US\$40,8 millones en el mes de enero, cifra mayor que el promedio de US\$37,2 millones del mes de enero, lo que hace que el promedio histórico diario de divisas negociadas por el Sitme desde su creación se situó en US\$36,1 millones. El tipo de cambio de estas operaciones se mantuvo en 5,3 VEB/US\$.

Situación de la deuda de Venezuela y Pdvsa

Por: Knossos Asset Management

Después de un comienzo de año muy positivo para la deuda venezolana y de Pdvsa, el desempeño de la misma en el mes de febrero rompió todas las expectativas del mercado. A pesar que teníamos una posición neutral a principios del mes, donde recomendábamos la parte corta de la curva de Pdvsa (13's y 14's) y algo de la parte muy larga (37's), los acontecimientos del mes nos obligaron a cambiar totalmente nuestra estrategia hacia una posición larga muy agresiva. Entre los eventos, destacan los siguientes:

1. Las elecciones primarias celebradas por la oposición el 12 de febrero

La semana antes de la celebración de la misma, el mercado estaba actuando con cautela dado que el desempeño de la deuda los días siguientes dependía del porcentaje de participación. Los resultados fueron muchos mejor de los esperados, con un total de votantes de casi 3,1 millones y una victoria de Henrique Capriles Radonski por más de un millón de votos. El mercado reaccionó hacia el alza, subiendo el primer día 1,5% en promedio. Lo más interesante fueron los comentarios de algunos traders donde indicaban que habían recibido llamadas de clientes que jamás habían estado interesados en invertir en deuda venezolana. Definitivamente la posibilidad de un cambio político abrió las puertas a nuevos flujos de dinero.



Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

2. Nuevamente la salud del presidente

El mercado se mantuvo muy activo durante la semana previa a las fiestas carnestolendas, incrementándose el volumen de transacciones, pero con oferta y demanda muy pareja. Sin embargo, durante los carnavales, comenzó el rumor que el Presidente Chávez había viajado a Cuba de manera sorpresiva para hacerse un chequeo urgente ante la posible aparición de un tumor en la misma zona donde había tenido cáncer. El martes de carnaval, el presidente Chávez confirmó el rumor, indicando que tenía que ser sometido a una operación.

BONO	29/02/2012	30/12/2011
VENZ 10 3/4 09/19/13	104,81	101,71
VENZ 8 1/2 10/08/14	100,80	93,28
VENZ 5 3/4 02/26/16	89,96	78,75
VENZ 7 12/01/18	84,03	71,42
VENZ 13 5/8 08/15/18	110,09	99,09
VENZ 7 3/4 10/13/19	84,95	71,75
VENZ 6 12/09/20	75,25	61,67
VENZ 12 3/4 08/23/22	106,17	90,50
VENZ 9 05/07/23	86,26	70,75
VENZ 8 1/4 10/13/24	81,30	65,85
VENZ 7.65 04/21/25	77,94	63,00
VENZ 11 3/4 10/21/26	100,88	83,00
VENZ 9 1/4 09/15/27	90,06	73,24
VENZ 9 1/4 05/07/28	86,48	69,88
VENZ 11.95 08/05/31	101,01	82,25
VENZ 9 3/8 01/13/34	86,60	70,00
VENZ 7 03/31/38	71,98	58,28
PDVSA 8 11/17/13	100,56	95,61
PDVSA 4.9 10/28/14	88,71	78,95
PDVSA 5 10/28/15	84,32	71,71
PDVSA 5 1/8 10/28/16	81,00	66,31
PDVSA 5 1/4 04/12/17	79,35	64,32
PDVSA 8 1/2 11/02/17	91,13	76,11
PDVSA 12 3/4 02/17/22	102,23	84,33
PDVSA 5 3/8 04/12/27	62,80	49,73
PDVSA 5 1/2 04/12/37	61,37	48,38

Fuente: Bloomberg, Konossos Asset Management y Ecoanalítica

Al día siguiente, el mercado abrió 3 puntos al alza tomando por sorpresa a todos los traders que se quedaron cortos de títulos. El bono de referencia Pdvsa 22 se negoció a niveles de 97% llegando a hasta 103% en los días posteriores. Definitivamente el cambio de percepción hacia Venezuela ha hecho que los niveles de precio hayan cambiado substancialmente. A principio de año, los rendimientos estaban sobre el 15% en algunos títulos, bajando drásticamente a 12%. La pregunta que se hacen los agentes económicos entonces es: ¿hasta cuándo puede durar este rally? ¿Es momento de venta? ¿Compra?

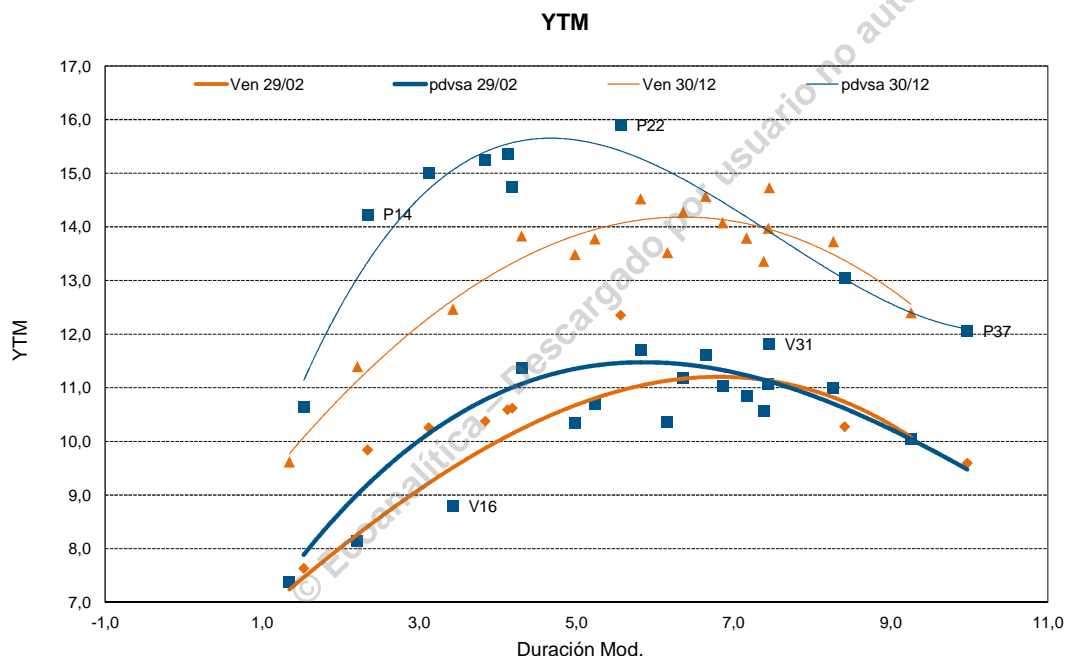
Nuestra recomendación es que para aquellos que piensan que en Venezuela puede venir un cambio político de manera pacífica y ordenada, deben estar largos sin pensarlo. La posibilidad



Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

de llegar a los niveles de Brasil, Colombia o Perú dentro de 3 años es muy alta y eso, en niveles de precio, puede ser hasta 40% de alza.



Fuentes: Bloomberg, Knossos Asset Management y Ecoanalítica

La deuda va viento en popa, pero son los precios petroleros los que siguen salvando la patria

La Ley Especial de Endeudamiento Anual para el ejercicio fiscal 2012 contempla que el endeudamiento bruto para el año en curso será de VEB 110.979 millones (US\$25.809 millones); si tomamos en consideración que la amortización de deuda del Gobierno Central para este año será de VEB 10.352 millones (US\$2.407 millones), nos queda que el endeudamiento neto para el año en curso sería de VEB 100.627 millones (US\$23.401 millones).



Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

A pesar de la tendencia alcista de la cesta petrolera venezolana, del positivo entorno petrolero mundial, el cual nos aseguraría altos ingresos, y del alto costo asociado al financiamiento de la deuda de nuestro país, la política de endeudamiento sigue en alza y a verdaderos pasos de vencedores, sin mostrar señales de un cambio de dirección, mucho menos en un año electoral.

El Gobierno venezolano sigue implementando una política de endeudamiento que tiene gran correspondencia con las necesidades de corto plazo. En nuestro país, las emisiones de bonos se han convertido en un mecanismo de política cambiaria; como consecuencia, la demanda de dólares supera la oferta, por lo cual este instrumento se ha utilizado, en gran parte, para contrarrestar el juego de los fundamentos del mercado cambiario.

Teniendo este contexto como antesala, vemos que estas políticas de endeudamiento público no serán viables si no se hacen ajustes en la política económica del país y si el Gobierno no controla el gasto ni reconsideran los objetivos políticos a mediano y largo plazos.

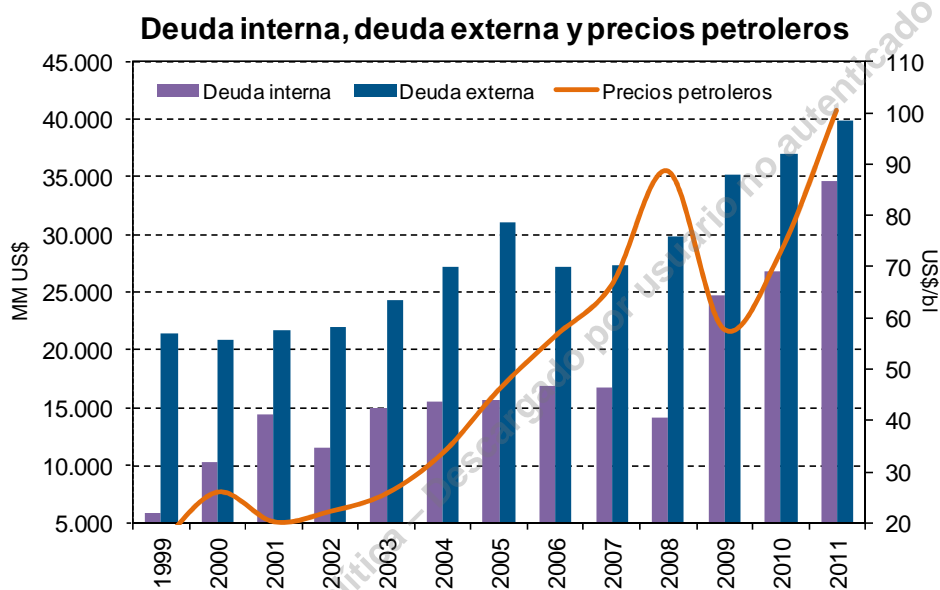
Podemos apreciar que tanto la deuda interna como la externa han evolucionado a través de los años hasta alcanzar los altos niveles de nuestros días. La información del Ministerio de Planificación y Finanzas, correspondiente a cifras preliminares, señala que la deuda pública interna se ubicó en US\$34.690 millones en 2011, lo que equivale a un aumento de 65,2% con respecto a 2010, cuando las obligaciones fueron US\$26.838 millones.

En cuanto a la deuda externa, observamos una cifra de US\$39.909 millones durante el pasado año, es decir, un aumento de 7,8% con respecto a 2010 (US\$37.035 millones).



Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás



Fuentes: Ministerio de Planificación y Finanzas, Menpet, BCV y Ecoanalítica

En el año 2011 las operaciones de crédito público siguieron en ascenso, destinándose inclusive un endeudamiento adicional para cubrir los gastos de las misiones. Aunado a esto se tienen los préstamos que se han pactado con China y la gestión de la industria petrolera, que en los últimos años ha acelerado las emisiones de bonos y ha buscado más financiamientos.

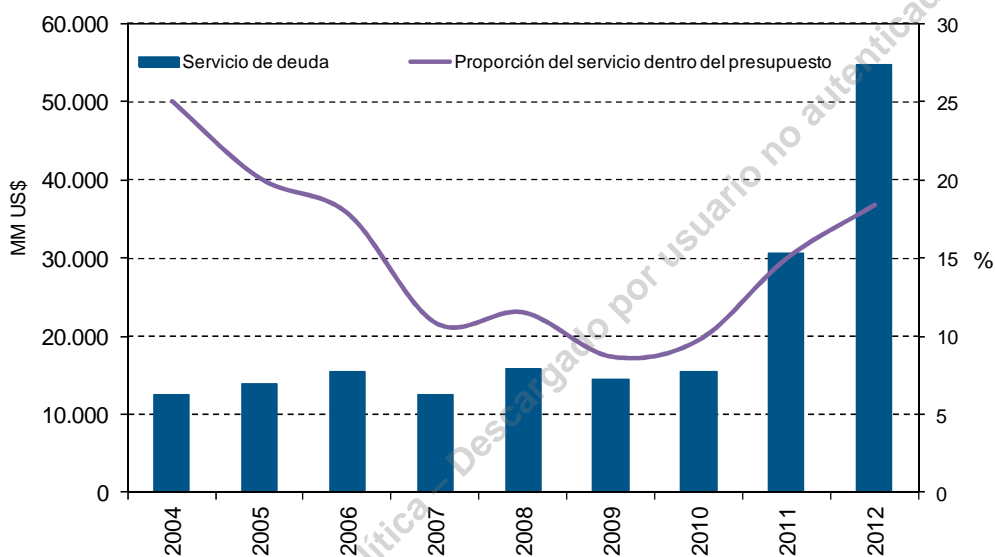
A medida que la política de endeudamiento continúa en ascenso, el servicio de la deuda (el pago de amortizaciones e intereses) va representando un mayor peso dentro de las necesidades presupuestarias del país.



Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

Servicio de deuda



Fuentes: Leyes de Presupuesto y Ecoanalítica

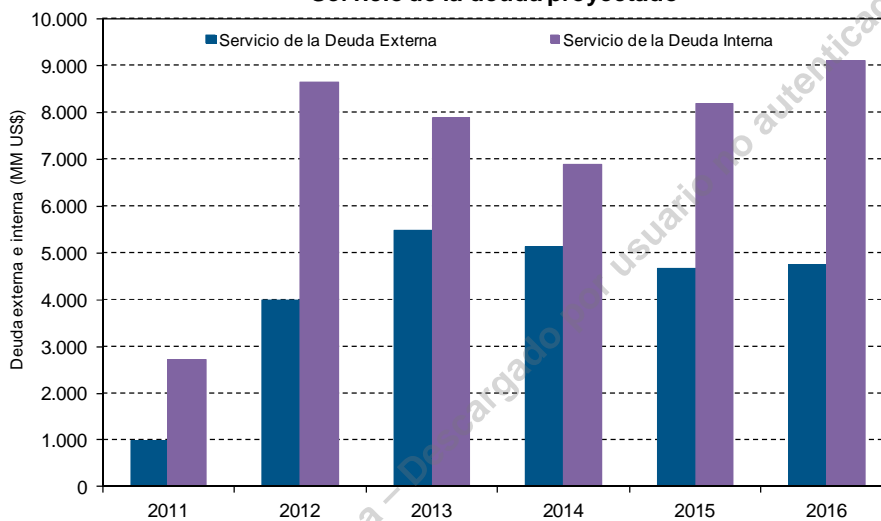
Según el cronograma de pagos por servicio de deuda pública al 01 de octubre de 2011, elaborado por el Ministerio de Finanzas, para 2012 el servicio total llegará a US\$12.600 millones. De ese monto, US\$3.900 millones se destinarán al pago por deuda externa y US\$8.600 millones a la deuda interna.

Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás



Servicio de la deuda proyectado



Fuentes: Ministerio de Planificación y Finanzas y Ecoanalítica

En **Ecoanalítica** hemos hecho el ejercicio de proyectar la deuda del Gobierno Central en los dos posibles escenarios que la contienda política del 7 de octubre de este año nos pudiese deparar.

Es evidente que el modelo del socialismo del Siglo XXI ha sustentado su programa en la expansión del gasto público, por lo cual ha tenido que endeudarse para poder cumplir con sus objetivos, como ya hemos mencionado, cortoplacistas, pero realmente complacientes en cuanto a popularidad.

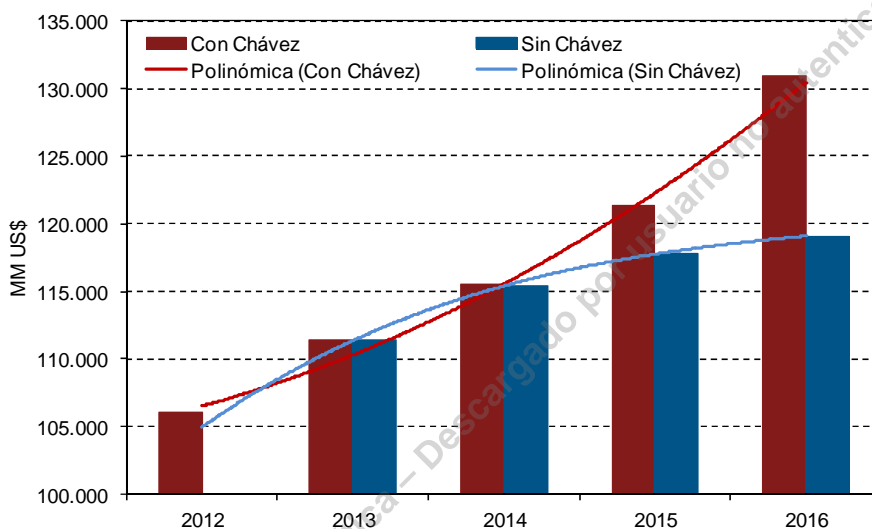
Sin embargo, un cambio de modelo como el que podría darse, si la oposición se hace del poder, conduciría a que el énfasis se hiciese en variables distintas a la del gran gasto público implementado por el Gobierno actual; esto podría cambiar la tendencia del endeudamiento a mediano y largo plazos, con lo cual la deuda total disminuiría en el transcurso de los años, de manera gradual, como puede observarse en el siguiente gráfico.

Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás



Proyecciones deuda Gobierno Central



Fuentes: Ministerio de Planificación y Finanzas y Ecoanalítica

La deuda venezolana, así como su servicio, se han incrementado peligrosamente en los últimos años por la alta percepción de riesgo; por consiguiente, creemos que la política de endeudamiento debe ser revisada por el Gobierno que resulte electo el 7 de octubre.

No obstante, en **Ecoanalítica** no prevemos mejoras de la política de endeudamiento para 2012, dado el objetivo electoral; de hecho, seguimos esperando emisiones de deuda entre la República y Pdvsa por el orden de los US\$12.000 millones en los primeros tres trimestres del año.

En el futuro, mientras se mantengan restricciones de acceso a las divisas, un tipo de cambio apreciado artificialmente y un bajo nivel de reservas operativas, al Ejecutivo no le quedará más remedio que endeudarse externamente a un costo muy alto, ante una economía que se ha vuelto cada vez más dependiente de las importaciones. Esta es una apuesta muy peligrosa.



Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

Primarias 12F: la mesa está servida... Capriles Vs. Chávez

El pasado domingo 12 de febrero la oposición venezolana, representada por ese gran logro de la Mesa de la Unidad Democrática (MUD), culminó de forma triunfal lo que hasta ese momento se consideraba una utopía. Esto confirma el efecto motivador de las primarias en la población, así como el buen desempeño de las organizaciones políticas en temas de enlace y movilización.

El último balance ofrecido por la Comisión Electoral de la MUD, correspondiente al 99% de las actas escrutadas, muestra que el total de personas que votaron el pasado domingo en las elecciones primarias del 12 de febrero es de 3.040.449. De ese total, 2.959.413 fueron votos válidos. Esto equivale a cerca del 16,5% de electores inscritos en el Registro Electoral (RE).

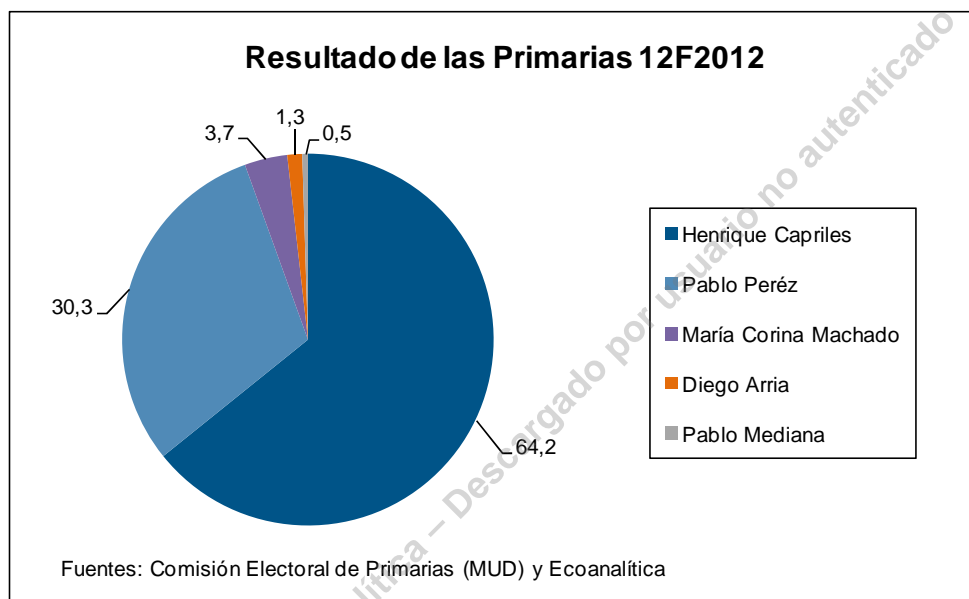
Los estados con mayor participación fueron Miranda con 462.905 personas, Zulia con 459.187, Distrito Capital con 274.590, Carabobo con 267.571 y Lara con 204.374. También destacó la participación en Aragua, Táchira y Anzoátegui, estados donde la participación superó los 160.000 electores.

Tal como lo vaticinaban las diversas firmas encuestadoras meses atrás, Henrique Capriles Radonski (HCR) se alzó con una victoria contundente de 64,2% (un total de 1.900.528 votos) frente a su contrincante inmediato, el también gobernador Pablo Pérez, quien recogió 896.070 votos (30,3%). La diputada María Corina Machado obtuvo un 3,7% (110.420 votos), mientras que el ex embajador Diego Arria obtuvo un 1,3% del total escrutado (37.834 votos) y el sindicalista Pablo Medina alcanzó 14.561 votos, equivalentes al 0,5%. Cabe destacar que Capriles resultó ganador en 21 estados y el Distrito Capital, mientras que Pablo Pérez resultó vencedor en el Zulia y Delta Amacuro.



Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás



Es importante resaltar que el hecho de que HCR obtuviera más del doble de votos que PP otorga mayor legitimidad al primero como el principal líder de la oposición, lo que debería fortalecer la unidad dentro de la oposición hasta las elecciones presidenciales. Esto debería impulsar la movilización de la oposición el 7 de octubre, así como también promover la imagen de HCR dentro de los sectores independientes y oficialistas.

Estas elecciones primarias han puesto de manifiesto que existe una oposición mucho más madura, clara, consolidada y organizada, que además cuenta con una estrategia mucho más atractiva para la elección presidencial.

La propuesta de HCR se centra en eliminar la mayor parte de las distorsiones de la economía, incluidos los controles de cambio, controles de precios, subsidios regresivos, el desorden y la opacidad fiscales, entre otros. Sin embargo, el mensaje es claro a la hora de abogar por un enfoque gradual con el fin de minimizar el costo social del ajuste y así garantizar la gobernabilidad del país.

En *Ecoanalítica*, tal y como señaló el cineasta y analista Thaelman Urgelles en su análisis de las primarias, no tenemos duda de que a partir de la noche del 12 de febrero



Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

“Venezuela será irremediamente otra, que la alianza de todos los factores convocados por la MUD, si se deponen mezquindades posteriores y se tiene fe en el candidato electo, es perfectamente capaz de derrotar electoralmente a este gobierno pícaro y poderoso”.

Es claro que con la elección de Capriles arrancará la contienda electoral. Como lo hemos venido sosteniendo: el Ejecutivo va a erogar mucho dinero con impactos positivos en el consumo y crecimiento económico. Es un tema para aprovechar, porque independientemente de lo que pase en octubre, los años venideros no serán fáciles.

Por otro lado, el tema de los inventarios es el punto a cuidar este año y se debe tomar previsiones para el futuro considerando que el tema de la devaluación es solo cuestión de tiempo. Más allá de sectores como alimentos, medicamentos y cuidado personal que pueden tener serias dificultades para la acumulación de grandes inventarios. El resto de los sectores no debe pasar este tema por debajo de la mesa.

Es importante resaltar que la devaluación viene más ordenada, si gana la oposición, mientras que continuaría la restricción de divisas, si sigue el chavismo. Es clave la estrategia de cobertura.

PIB y Balanza de Pagos de 2011: La receta apenas alivia al paciente

El Banco Central de Venezuela (BCV) publicó, tal como es costumbre, las cifras del Producto Interno Bruto a precios constantes (PIB) y de Balanza de Pagos (BP) correspondientes al 4T2011. Estas cifras, a simple vista, invitan al optimismo, pero lo desmoronan si se analiza con detalle el desempeño de los sectores clave. Se refuerza aún más lo que en **Ecoanalítica** hemos sostenido en reiteradas oportunidades: el gasto público sigue sin ejercer los efectos deseados en el sector productivo y, por ende, en el desempeño del crecimiento económico. Este resultado es el preludio de lo que será el quehacer económico de este año 2012.

Las cifras del 4T2011, unidas al crecimiento de 3,9% de los primeros nueve meses de 2011, condujeron a un crecimiento de 4,2% al cierre del año pasado. El sector petrolero

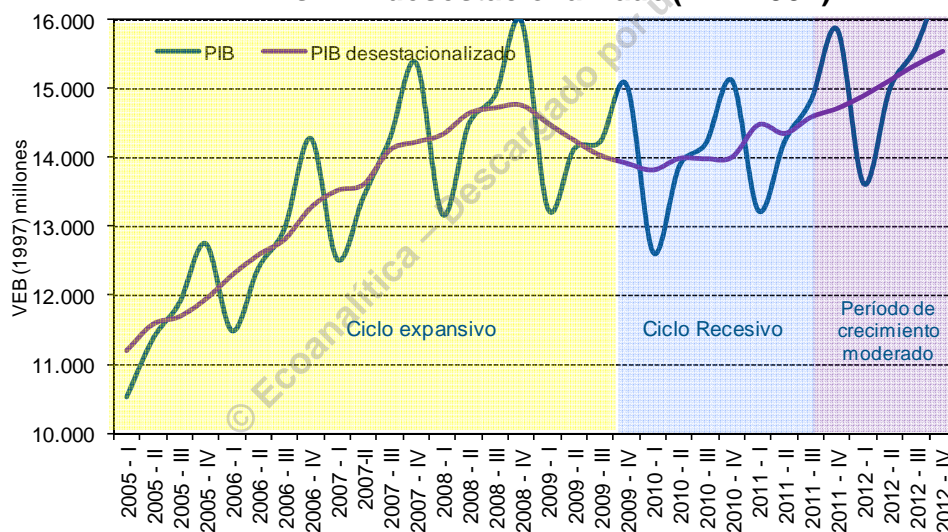
Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás



creció 0,6%, mientras que la actividad no petrolera lo hizo en 4,5%. Desde el enfoque institucional, el mencionado comportamiento del PIB origina las expansiones de 3,8% y 4,0% de los sectores privado y público, respectivamente. En el sector privado se observaron avances en la mayoría de las actividades que lo conforman. Por su parte, en el sector público resultaron determinantes los aumentos observados en servicios financieros, comunicaciones y servicios del Gobierno general

PIB Vs. PIB desestacionalizado (VEB 1997)



Fuentes: BCV y Ecoanalítica
Ajuste estacional realizado por el método X12

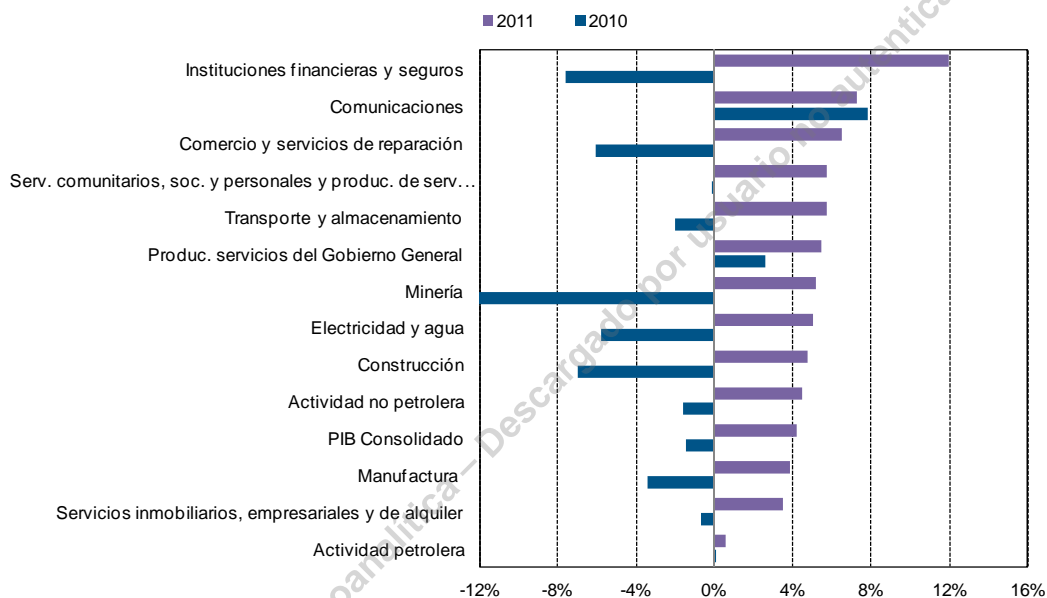
En el comportamiento favorable del PIB no petrolero de 2011, podemos destacar que el mayor crecimiento se encontró en los siguientes sectores: instituciones financieras y seguros (12,0%), la construcción (4,8%), las comunicaciones (7,3%), los servicios producidos por el Gobierno general (5,5%), el comercio (6,5%), electricidad y agua (5,0%), y la manufactura (3,8%).



Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

Crecimiento por actividad económica



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

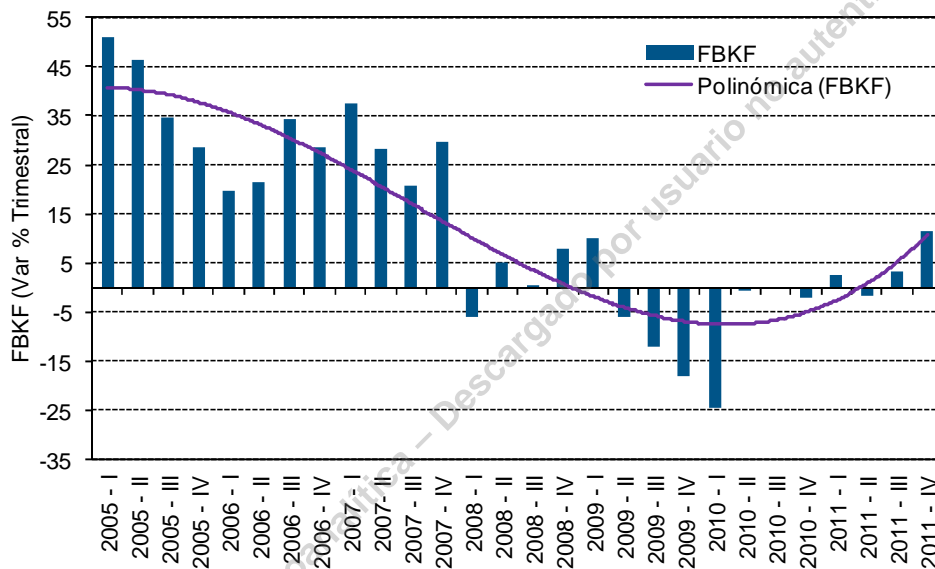
El entorno adverso que enfrenta el sector industrial es lo que repercute de forma negativa en la inversión, factor clave para el fortalecimiento de la producción. Existen trabas a la hora de invertir, mientras el mercado sigue creciendo. Con esto en mente podemos observar el siguiente gráfico, en el cual se muestran las cifras suministradas por el BCV sobre la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF), la cual muestra un crecimiento de tan solo 4,4%, cifra significativamente inferior a los altos niveles de 38,4% de 2005.



Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

Evolución de la Formación bruta de Capital Fijo (2005-2011)



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

El BCV aún no difunde las cifras de inversión privada, pero las que se encuentran disponibles indican que entre 2007 y 2010 este indicador cayó 43,6%, lo que dificulta la posibilidad de ampliar la oferta nacional.

De acuerdo con las cifras publicadas por el BCV, la Balanza de Pagos registró un déficit en 2011 de US\$4.032 millones, lo cual se traduce en una reducción de 50,0% con respecto a 2010 (US\$8.060 millones). Esta contracción del déficit es consecuencia del resultado favorable en la cuenta corriente (US\$27.205 millones), socavado por el saldo negativo registrado en la cuenta de capital y financiera (-US\$27.619 millones) y el saldo negativo que presentó la cuenta de errores y omisiones (-US\$3.618 millones). La balanza de pagos cumplió en 2011 tres años consecutivos arrojando déficit, aunque la economía haya dejado de mostrar resultados negativos por el significativo aumento en los precios del crudo.



Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

BALANZA DE PAGOS (Resumen General)	2010	2011	Var (%)
Cuenta Corriente	12.071	27.205	125,4%
Saldo en Bienes	27.132	46.161	70,1%
Exportaciones Petroleras	62.317	88.131	41,4%
Exportaciones No petroleras	3.428	4.471	30,4%
Importaciones de Bienes f.o.b.	-38.613	-46.441	20,3%
Saldo en Servicios	-9.191	-10.496	14,2%
Otros	-5.870	-8.460	44,1%
Cuenta Capital	-20.131	-31.237	55,2%
Cuenta Capital del Sector Público	1.086	-17.583	-
Cuenta Capital del Sector Privado	-21.006	-13.654	-35,0%
Variación en Reservas Internacionales	-8.060	-4.032	-50,0%

Fuentes: BCV y Ecoanalítica

En este sentido, el superávit en cuenta corriente de US\$27.205 millones representa un aumento de 125,4% con respecto al de 2010 (US\$12.071 millones). Este crecimiento fue impulsado por el comportamiento favorable de la balanza comercial, cuyo saldo creció 70,1% y alcanzó los US\$46.161 millones gracias al alza en el valor de las exportaciones de bienes.

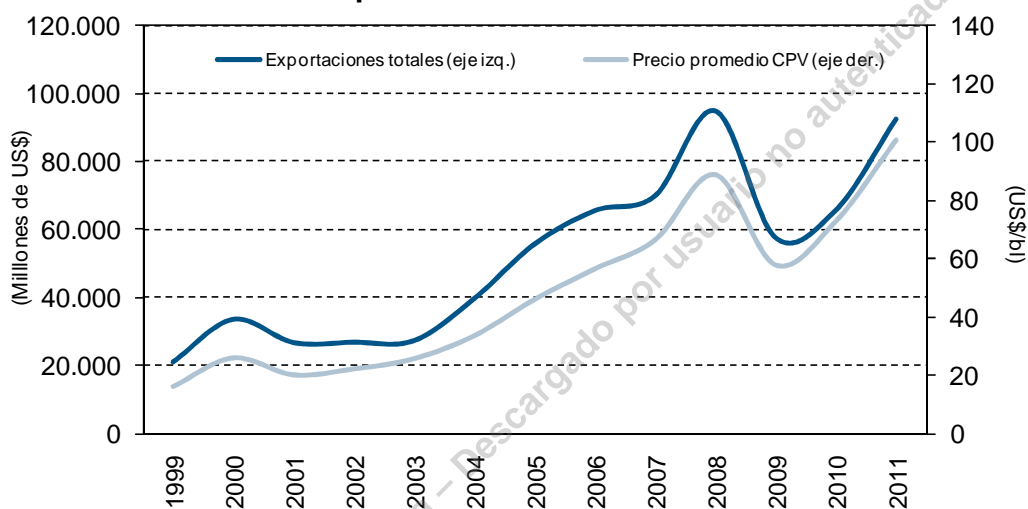
Las exportaciones de bienes en 2011 alcanzaron US\$92.602 millones, con lo cual se expanden 40,9% con respecto a 2010 (US\$65.745 millones). Este avance, según el BCV, obedeció al alza de 41,4% de las ventas petroleras, las cuales alcanzaron los US\$81.131 millones, pero también recibieron impulso del aumento de 40,4% en el precio promedio de la cesta petrolera venezolana (CPV), ya que los volúmenes comercializados aumentaron sólo 2,2%.



Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

Exportaciones Vs. Precio CPV



Fuentes: BCV; Menpet y Ecoanalítica

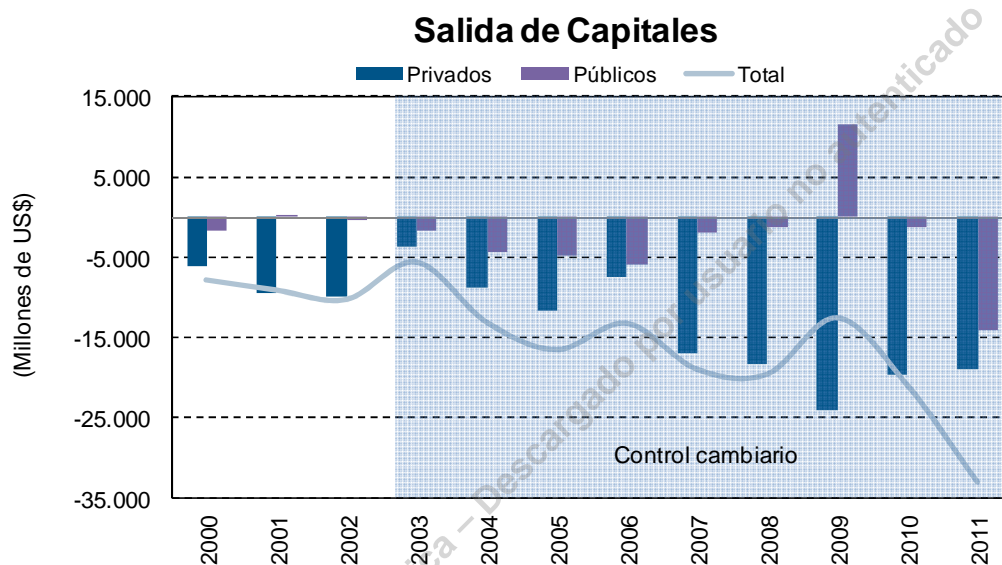
En **Ecoanalítica** reforzamos la tesis que indica que el único soporte que tiene este modelo de crecimiento es un precio petrolero volátil. Es pertinente destacar que, a pesar de la tendencia alcista actual de los precios petroleros en el mercado internacional, los altos precios no están garantizados, por lo que nos volvemos más sensibles a cualquier shock externo.

En 2011, la salida de capitales se agravó aún más y batió récord nuevamente al alcanzar US\$33.080 millones; esto representa un avance de 57,9% con respecto a 2010 (US\$20.951 millones). El sector privado, que extrae capitales del país como mecanismo de protección de sus activos, sacó US\$18.906 millones en 2011, 4,1% menos que en 2010 (US\$19.722 millones). Sin embargo, el sector público sacó US\$14.174 millones, es decir, un aumento de 1.053,3% con respecto al año anterior, cuando esta cifra se ubicó en US\$1.229 millones. Según el BCV, el Estado sacó capitales para pagar anticipos de importaciones, créditos comerciales y depósitos de la industria petrolera, pero ¿será acaso que el Gobierno está perdiendo confianza en el bolívar?



Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

En **Ecoanalítica** consideramos que se están agravando algunos factores vitales para el crecimiento económico, tales como la decreciente participación de las exportaciones no petroleras sobre las exportaciones totales, la salida de capitales y la estrecha relación entre los superávits que registra la balanza comercial y el promedio del precio de la cesta petrolera venezolana; todos estos son elementos que componen la vulnerabilidad del modelo económico actualmente en marcha en el país. Además, resulta difícil entender que, a pesar del crecimiento registrado en 2011 y el fuerte aumento en los precios del petróleo, la balanza de pagos no haya podido mostrar, aunque sea, un leve superávit.

En función de lo anteriormente descrito, en **Ecoanalítica** proyectamos que para 2012 el resultado del crecimiento seguirá siendo positivo, aunque modesto, ya que el mismo seguirá supeditado a la expansión del gasto público, el cual es proporcional al alza experimentada en el volátil precio del petróleo. Ante este escenario, proyectamos que para el cierre de este año el PIB a precios constantes podría experimentar un crecimiento de 4,8%.



Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

Principales variables macroeconómicas de Venezuela

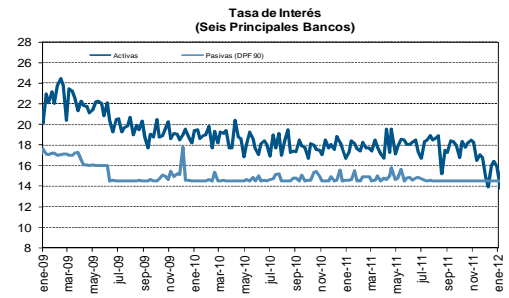
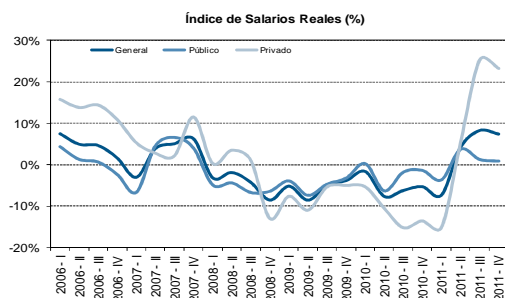
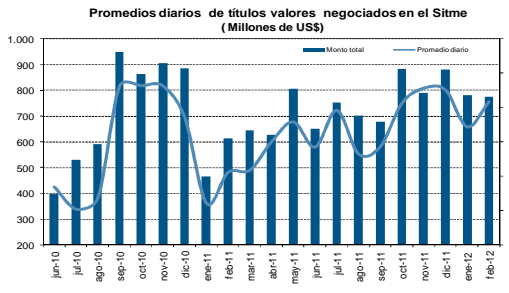
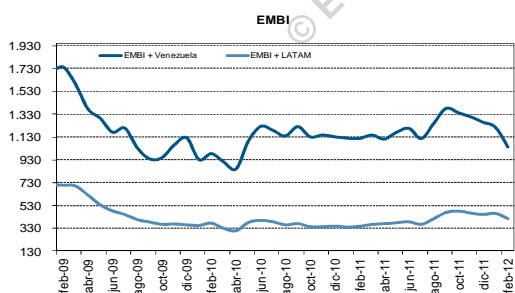
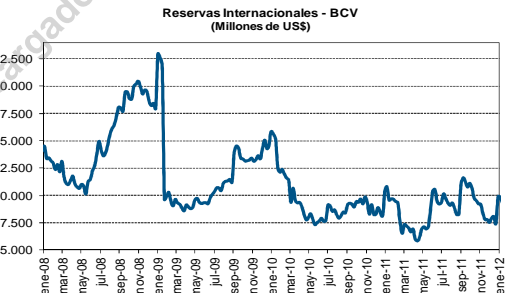
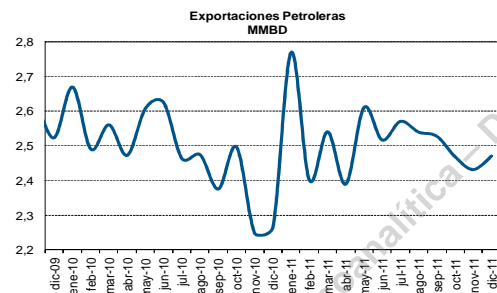
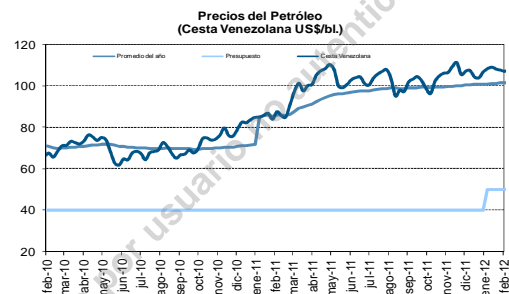
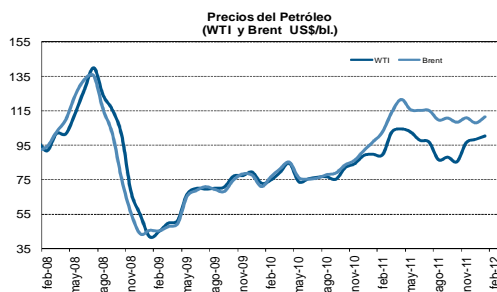
Variables	2011	Estimado	(Último dato)
		2012	
Precio del petróleo (Cesta Venezolana)	101,4	100,6	109,2
PIB Total (% Anual)	4,2	4,8	4,2
PIB Petrolero (% Anual)	0,6	2,1	0,6
PIB No Petrolero (% Anual)	4,5	5,0	4,5
IPC-Caracas (%)	28,9	29,5	26,3
INPC (%)	27,6	28,4	26,0
IPM (%)	22,2	25,0	18,3
Tipo de cambio oficial (fin de año)	4,30	4,30	4,30
Tasas activas (fin de año)	17,3	18,3	17,2
Tasas pasivas (fin de año)	14,2	15,6	14,6
Liquidez monetaria (VEB MMM)	444,4	744,2	446,6
Reservas Internacionales (US\$ MMM)	29,9	28,8	26,5
Desempleo (%) (promedio)	8,2	7,8	10,3

Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás



INDICADORES ECONÓMICOS





Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

