INFORME DE COYUNTURA CAMBIARIA

Año 14
Septiembre 2018

Prohibida su reproducción y/o distribución

Ecoanalítica
acompañando las buenas decisiones

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

CONTENIDO

Contradicciones en el ojo del huracán 2

Proyecciones del tipo de cambio paralelo 14

Indicadores de Disponibilidades de Divisas 17

Indicadores Monetarios 20

Usted debe tener en cuenta 21

Reporte de la deuda de Venezuela y Pdvsa 23

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe. De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com

Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

Contradicciones en el ojo del huracán

En un contexto hiperinflacionario, la estabilidad del tipo de cambio nominal implica una inestabilidad en el mercado cambiario, porque implica ajustes radicales al tipo de cambio real, que representa los términos de intercambio de la economía. Esencialmente, que el precio del dólar se mantenga relativamente estable y el precio de los bienes y servicios crezca simultáneamente, sólo puede ser la consecuencia de una recomposición en los factores del mercado cambiario.

Septiembre fue un mes de contradicciones en este mercado, de choques entre fuerzas contrarias. Por un lado, los choques en el mercado de bolívares se encontraron con otros en el mercado de dólares, cuyo peso fue suficiente para contrarrestarlos. Por otro lado, el abaratamiento relativo de las importaciones influyó positivamente en su demanda, pero se encontró con una depresión económica que ajustó la restricción presupuestaria de sus posibles demandantes. Adicionalmente, a pesar de haber reestructurado las reglas del mercado en el "Convenio Cambiario 1" el 8 de septiembre, el presidente Nicolás Maduro hizo caso omiso a ellas y las volvió a ajustar a comienzos de octubre, resucitando una nueva versión del Petro en el proceso.

Sin embargo, existen argumentos que apuntan hacia un desenlace en el corto plazo. Estacionalmente, se avecinan meses con una dinámica cambiaria particular que forzará una transformación del estatus quo. El tipo de cambio real se encuentra a un nivel de apreciación relativa que genera incentivos claros para los importadores. Adicionalmente, si su lanzamiento no es postergado nuevamente, el Petro podría mostrar en noviembre todas las cualidades que lo hacen inviable en cualquiera de sus múltiples facetas, y es posible que desaparezca finalmente del discurso público.

Reglas contradictorias

El pasado 8 de septiembre entró en vigor el Convenio Cambiario número 40, aunque por alguna razón el Ejecutivo decidió llamarlo "Convenio Cambiario 1". Lejos de cumplir su objetivo de "establecer la libre convertibilidad de la moneda", el convenio esboza los parámetros de un nuevo control cambiario y su aplicación asimétrica para distintos sectores de la economía. En cuanto al mercado privado, hubo cambios ligeros al Dicom y se prometió un mecanismo para transacciones al menudeo. Además, se legalizaron los contratos denominados en divisas y, parcialmente, la emisión de deuda corporativa denominada en divisas, abriendo la posibilidad de una nueva permuta.

© Ecoanalítica - Descargado por usuario no autenticado

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

Los cambios en Dicom fueron superficiales. Por ejemplo, su nombre cambió de Dicom a "Sistema de Mercado Cambiario" (SMC), aunque el nuevo nombre no ha calado todavía. Al igual que Dicom, el SMC es un mecanismo de subastas poco transparente, controlado por el Banco Central de Venezuela (BCV). Como en mecanismos anteriores, el BCV no sólo será el ente supervisor, sino que será quien decide cuáles transacciones se llevan a cabo y a qué tasa. Pero, adicionalmente, ahora intervendrá con prácticas reprochables desde un punto de vista de justicia y eficiencia, según los artículos 9, 10, y 18, entre otros.

El más importante parece ser el Artículo 18. Éste establece que según las pujas de oferta y demanda de cada subasta, las ofertas más baratas serán vendidas a quienes ofrezcan más por ellas. En todos los casos, el BCV se adueñará del diferencial entre las pujas de oferta y demanda en bolívares. Luego de cruzar las transacciones, supuestamente se pondera cada una según su volumen y tipo de cambio, y el resultante será el tipo de cambio oficial publicado por el BCV. Además, con el Artículo 10, el BCV se adueña de todas las divisas que no sean demandadas en alguna subasta, una práctica que en cualquier otro país se vería como una confiscación.

Después de haber anunciado la apertura de 300 casas de cambio a lo largo de todo el país el 17 de agosto, con el objetivo de atender las necesidades de transacciones cambiarias de compra y venta de bajo volumen, o "menudeo", el gobierno cambió de parecer el 8 de septiembre y responsabilizó de esa tarea a los bancos universales. Además, eliminaron la opción de compra de divisas antes de que entrara en vigor, y sólo se permite la venta. Por el momento, sin embargo, Sudeban ni siquiera ha publicado un registro de tales transacciones.

El Artículo 25 abre la puerta a la posibilidad de que cualquier persona natural o jurídica pueda realizar operaciones con títulos en alguna bolsa de valores extranjera, si Sunaval la autoriza, por medio de la intermediación de alguna casa de bolsa local. Los detalles de estas operaciones deberían ser revelados por Sunaval pronto, como establecen los Artículos 25, 27, 28 y 29. Pero, por el momento solo hay silencio. Esencialmente, existe la posibilidad de poder comprar dólares subsidiados desde el sector privado mediante operaciones de permuta utilizando títulos extranjeros. Pero, incluso en ese caso, el volumen de la permuta dependerá de las de divisas que Sunaval disponga para realizar las operaciones.

Convenio cambiario vs. Petro

En cuanto al turismo y las actividades de exportación, el convenio contemplaba mayores libertades, permitiéndoles quedarse entre el 25% y el 80% de las divisas que generaran dependiendo del caso. Pero, el primero de octubre, menos de un mes desde la aplicación del nuevo convenio, el presidente Maduro anunció que los exportadores y operadores

© Ecoanalítica - Descargado por usuario autorizado

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

turísticos tendrían que operar en Petros. Se espera que los detalles sean desvelados entre noviembre y diciembre, pero la idea central es evitar que manejen divisas y, por el contrario, que deban cobrar en bolívares al tipo de cambio oficial implícito del Petro.

El Petro es un concepto cambiante, una idea abstracta que comenzó prometiendo ser una criptomoneda, pero fracasó porque su diseño no generó suficiente confianza en el mercado en marzo. En agosto el gobierno intentó transformarlo en una unidad de cuenta y que el público lo asociara con la implementación de una copia del Plan Real de Brasil en 1994, pero fracasó porque nunca se indexó a la inflación. De esta manera, incluso denominados en Petros, los precios han aumentado 423,0% desde el día en que fue implementado. Hemos tenido hiperinflación en Petros.

Ahora, con la publicación de un nuevo intento de White Paper, el Petro planea volver a ser una criptomoneda. Sin embargo, un vistazo rápido al documento es suficiente para saber que no se trata de un intento serio. El gobierno sigue queriendo tener el control total del blockchain, su funcionamiento y sus reglas, y planea hacer emisiones indefinidas que diluirían su valor. Por ende, lo más probable es que se utilice sólo como un instrumento retórico, o como intermediario táctico para no pagarle a los exportadores y operadores de turismo en dólares sino en este concepto abstracto y difícilmente convertible en algo con valor.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Un sobreajuste de cuentas

A lo largo del 2018, pero sobre todo durante septiembre, los venezolanos fuimos testigos de un fenómeno económico históricamente aberrante. Desde noviembre del 2017, el mismo mes en que inició la hiperinflación, los precios de los bienes y servicios de la canasta de bienes locales, agrupados bajo el INPC, han aumentado a un ritmo 10,1 veces mayor que el ritmo de aumento del precio del dólar en el mercado no oficial. Por esta razón, la vida se ha encarecido en dólares.

A raíz del suceso, evidente para cualquier venezolano afectado, ha surgido un debate en torno a sus posibles causas y su (im)posible continuación indefinida en de cara al futuro. Sin embargo, hay quienes permanecen escépticos a su ocurrencia porque encuentran pequeñas excepciones, islas que, por alguna u otra razón, han experimentado en menor medida la hiperinflación y por ende se han encarecido menos en dólares.

La discusión sobre sus posibles causas es compleja. Para comprender como transitamos desde el punto inicial hasta el punto presente es necesario analizar qué sucedía en el punto inicial, qué sucedió para quebrantar la aparente estabilidad dinámica, y qué sucede en el presente. En Ecoanalítica hemos modelado las variaciones en los términos de

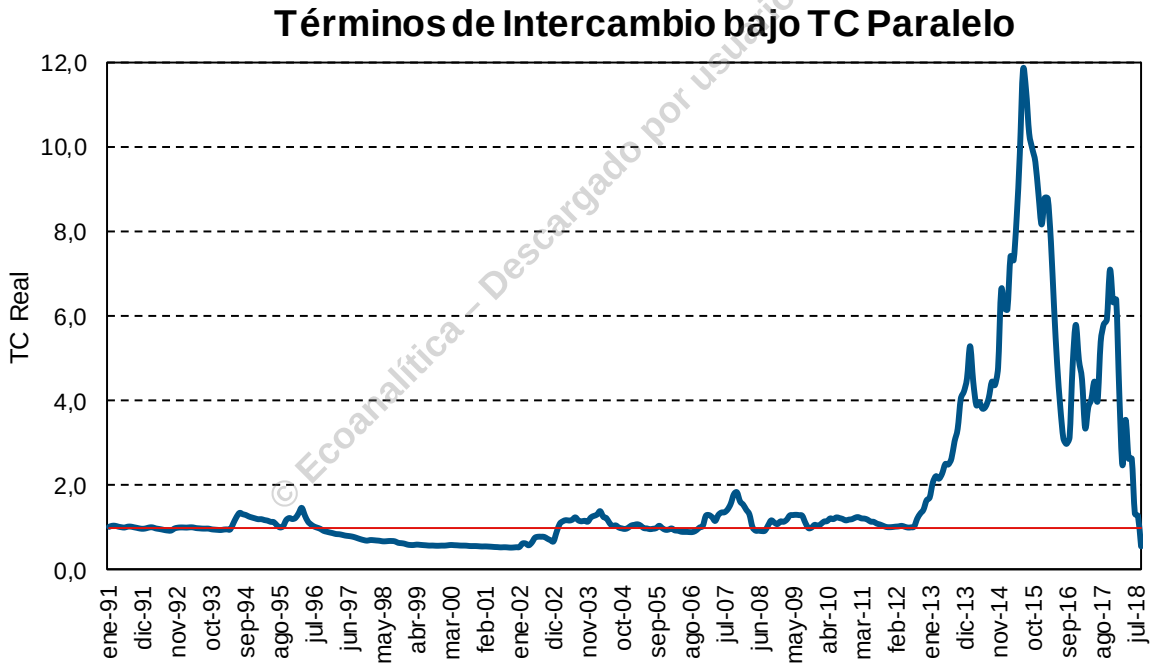
Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

intercambio desde 1991 y resulta evidente que, salvo 3 períodos atípicos, Venezuela tuvo un tipo de cambio real de equilibrio relativamente estable.

El tipo de cambio real es, básicamente, la relación entre el costo de una canasta de bienes en un país y el costo de esa misma canasta de bienes en el mercado de los países con quienes comercia. Como los precios locales se denominan en bolívares y los foráneos no, es necesario homogeneizarlos a través del tipo de cambio nominal que se utilice en la economía. Un tipo de cambio nominal subvaluado hace que los bienes locales sean relativamente baratos, y un tipo de cambio nominal sobrevaluado hace que los bienes locales sean relativamente caros. La variación en los términos de intercambio y el tipo de cambio real, por ende, es la diferencia entre la variación de los precios locales, los precios internacionales, y el tipo de cambio nominal.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autorizado



Fuentes: Ecoanalítica
*Un TC Real por encima de 1 está subvaluado y por debajo sobrevaluado

Bajo la métrica del tipo de cambio nominal del mercado no oficial, a partir de finales de 2012, Venezuela vivió una depreciación sustancial de su tipo de cambio real. Tan sólo un año después, Venezuela pasó a ser 2,6 veces más barata de lo que era. El tipo de cambio nominal se depreció a un ritmo mayor que la inflación, y en 2015 Venezuela ya era 11,8 veces más barata de lo que había sido entre 1992 y 2011, en promedio. Desde 2015 hasta 2017 hubo un ligero ajuste, y en su pico anual en noviembre 2017 Venezuela era 7,1 veces más barata que en el período de relativa estabilidad pasado. Esa era la

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

situación previa a la hiperinflación: Venezuela era barata y, para quienes no formamos parte del círculo de gobierno con acceso a dólares subsidiados, importar no era un negocio redondo.

El abaratamiento relativo fue impulsado por presiones de ahorro. Los venezolanos, tanto empresas como hogares, demandaron divisas con motivo de cobertura y por años empujaron el precio del dólar al alza. La teoría económica normalmente pregonaría que, ante un abaratamiento relativo de la canasta venezolana, el resto del mundo demandaría nuestros bienes y la demanda de bolívares aumentaría a medida que aumentaran nuestras exportaciones. No obstante, el aparato productivo venezolano no contó con suficientes capacidades como para reaccionar aumentando su producción y suplir un aumento de exportaciones suficiente como para compensar el tipo de cambio real. Venezuela perdió una oportunidad de oro que duró 6 años.

Realmente sobrevaluados

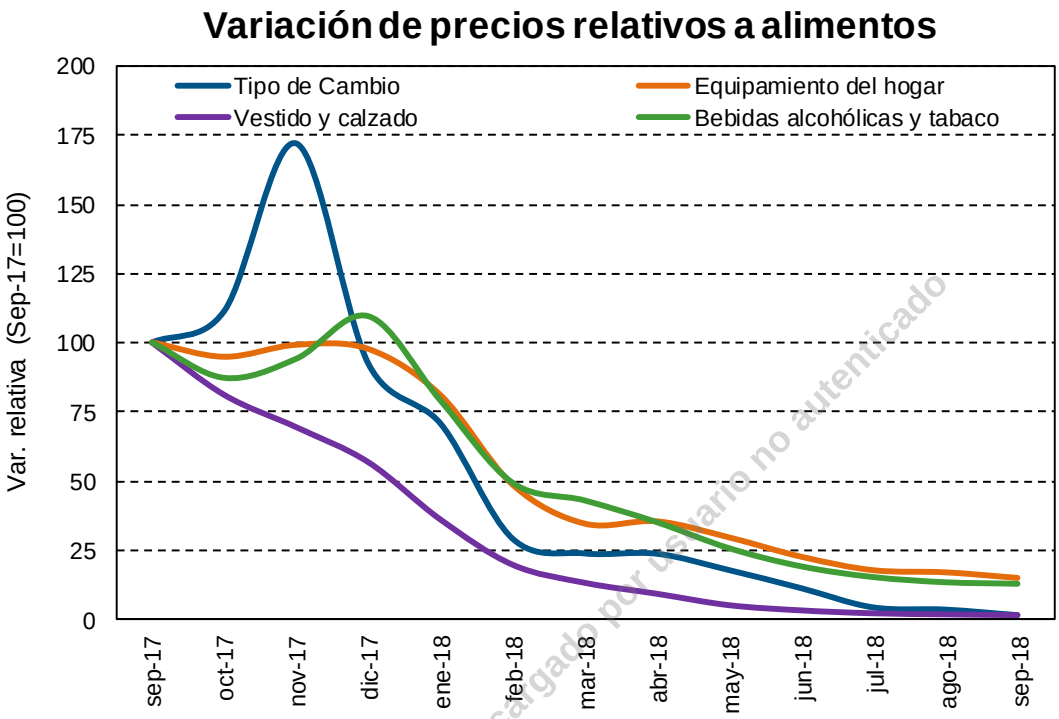
Desde ese momento nada ha vuelto a ser igual. En Ecoanalítica estimamos una contracción de 23,5% de la actividad económica y una caída del salario real de 95,0% para el 2018, incluso tomando en cuenta los aumentos de salario decretados por el presidente Maduro. En este escenario de empobrecimiento generalizado de consumidores y empresas, la demanda de dólares por cobertura se ha visto reducida. Los consumidores han ajustado su canasta de consumo progresivamente, de manera que ahora se destina una mayor proporción al consumo de alimentos y una menor proporción al ahorro.

En cierto modo el ahorro, o consumo postergado, se ha convertido en un lujo al que los venezolanos no son capaces de acceder. En hiperinflación, sólo hay para el corto plazo. Y ante una demanda de ahorro reducida, el costo del ahorro en divisas también ha disminuido en términos relativos. Así como la caída en el consumo de vestido y calzado ha pasado a un segundo plano, y sus precios han aumentado a un ritmo menor, abaratándolos 98,7% frente a los alimentos año, la caída en el ahorro ha abaratado el ahorro 98,3% en ese mismo lapso.

© Ecoanalítica - Usuario: por usuario no autorizado

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7



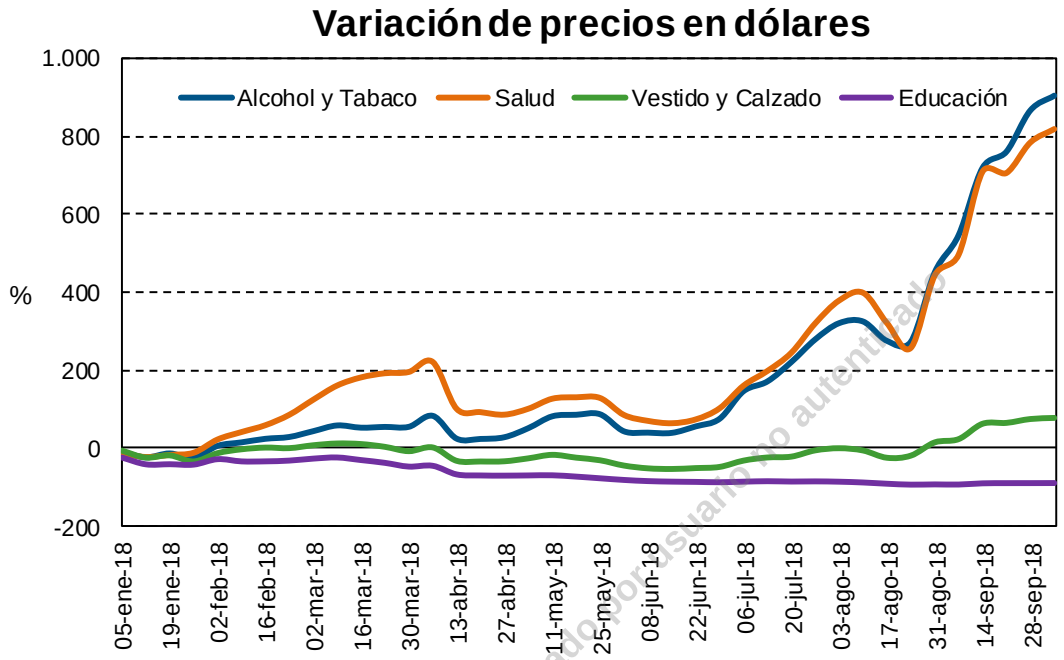
Fuentes: Dólar Web, BCV y Ecoanalítica

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Por otro lado, la contrapartida del abaratamiento del ahorro es la pérdida de poder adquisitivo de quienes tengan sus ahorros en dólares. Para ellos, la vida se ha encarecido en dólares. Por un lado, como algunos rápidamente apuntan, existen productos que se han encarecido en mayor medida en dólares que otros. En algunos casos, como los servicios de educación y telecomunicaciones, esto está relacionado a las distorsiones impuestas por el gobierno directamente. En otros casos, está relacionado a la recomposición de la canasta de consumo del venezolano promedio, a medida que es más pobre que en el pasado.

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7



Fuentes: API Bitcoin, BCV y Ecoanalítica

© Ecoanalítica - Descargado por usuario no autenticado

En este sentido, mientras los alimentos se han encarecido 8.213,8% en dólares en lo que va del 2018, las bebidas alcohólicas han aumentado 904,6%, y el vestido y calzado sólo es 75,7% más caro en dólares. Como evidencia el gráfico, los momentos más álgidos del fenómeno han sido las últimas semanas.

Oportunidad (para el) que importa

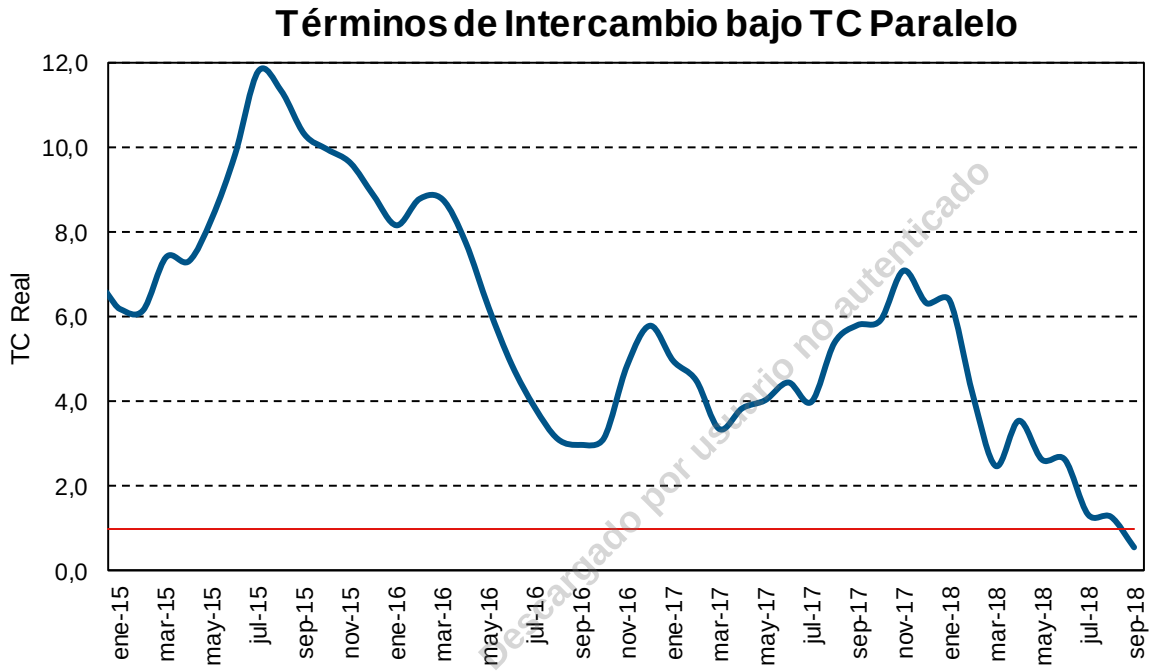
Tras meses de ajuste, parecía que el encarecimiento de la vida en dólares debió haber culminado antes. Los argumentos para pensarlo no escaseaban. En primer lugar, los aumentos de sueldo y las bonificaciones del carnet de la patria podrían haberse dirigido al ahorro en divisas, pero los carnetizados parecen haberlos dirigido hacia el consumo, empujando la inflación y ampliando aún más la brecha frente a la depreciación del tipo de cambio.

En segundo lugar, el tipo de cambio real cruzó la barrera de nuestro supuesto de tipo de cambio real de equilibrio histórico. Esto quiere decir que, en estos momentos, Venezuela es más cara de lo que históricamente fue en el equilibrio. Pero no sólo eso, a finales de septiembre el país alcanzó un pico histórico no visto desde hace 188 meses, en enero de 2002. Se esperaba que, ya sea por presiones de ahorro o de importaciones, el tipo de cambio del mercado no oficial se depreciara más rápidamente. Aunque esta última

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

semana se han visto indicios del comienzo de una depreciación más acelerada, ésta sigue siendo insuficiente para compensar el camino recorrido.



Fuentes: Ecoanalítica
*Un TC Real por encima de 1 está subvaluado y por debajo sobrevaluado

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Frente a una sobrevaluación de 45,8% del tipo de cambio real con respecto al equilibrio histórico, la situación actual presenta ciertas implicaciones negativas, pero para algunos puede llegar a representar una oportunidad. Aunque ciertamente existe un riesgo de volatilidad cambiaria, también es cierto que existen oportunidades de importación para los bienes que ya sean más baratos en el exterior.

Asumiendo que se han reducido ciertas restricciones burocráticas a la importación, como los “certificados de no producción” interna, podría haber mayores oportunidades para importar bienes cuya alta rotación de inventarios permita cubrir el riesgo cambiario. Algunos alimentos encajan en esta descripción, sobre todo si son de aquellos suficientemente accesibles como para ser demandados por una población relativamente más empobrecida.

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

Importaciones totales por sector y mecanismo (MM USD)

		1S2017	Peso	1S2018	Peso	Var. %
Públicas	**Petroleras**	2.960	46,5	2.988	47,0	1,0
	No petroleras	1.720	27,0	1.580	24,9	-8,2
Privadas	**Dicom**	407,1	6,4	157,8	2,5	-61,2
	Paralelo	700,6	11,0	1.631	25,7	132,7
	Total	**6.369**	100,0	**6.356**	100,0	-0,2

Fuente: Ecoanalítica

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autorizado

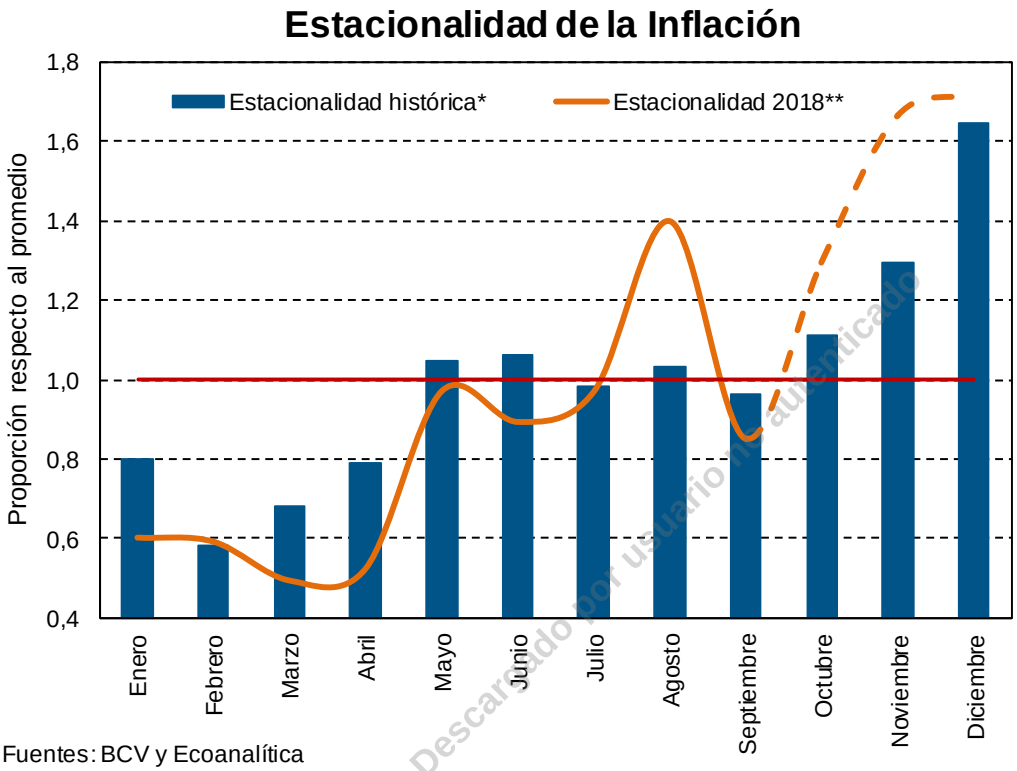
Como muestra la tabla, durante el primer semestre se vieron indicios de que las importaciones privadas no oficiales podrían verse favorecidas por la apreciación del tipo de cambio real. Durante el primer semestre del 2018, el tipo de cambio real fue 13,2% más favorable a las importaciones no oficiales que durante el mismo período en 2017. Aunque existen razones de mayor peso para explicar un aumento interanual de 132,7% en las importaciones no oficiales, como un superávit en el flujo de divisas del gobierno de USD 1,9 mil millones que no fue reportado en reservas u otro fondo público, no se descarta que la influencia del tipo de cambio real también haya jugado un rol importante.

Noviembre subirá la barra en la prueba de fuego

En mínimos históricos en cuanto a la competitividad de nuestras exportaciones no petroleras en el mercado internacional, y en máximos históricos en cuanto a la competitividad de las importaciones hacia Venezuela, se presenta el último trimestre del año. Estacionalmente, este último trimestre es atípico tanto en términos inflacionarios como en términos cambiarios reales.

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7



Fuentes: BCV y Ecoanalítica
*Estacionalidad promedio entre 2012 y 2017
**Proyectando la inflación del último trimestre

© Ecoanalítica - Descargado por usuario no autenticado

De cara a las fiestas decembrinas tradicionales, tanto religiosas como electorales, el gobierno suele ceder tanto en su política fiscal como su política monetaria. Los aumentos de salario, que este año serán acompañados por aumentos de transferencias directas al carnet de la patria, se unen a otros gastos sustanciales para ampliar el déficit fiscal que es financiado con emisión de dinero. Por esta razón, el señoreaje – o financiamiento monetario – ha alcanzado su máximo mensual en noviembre durante los últimos 7 años sin excepción. En 2010, hace ocho años, fue el segundo mes con mayor señoreaje sólo por detrás de diciembre.

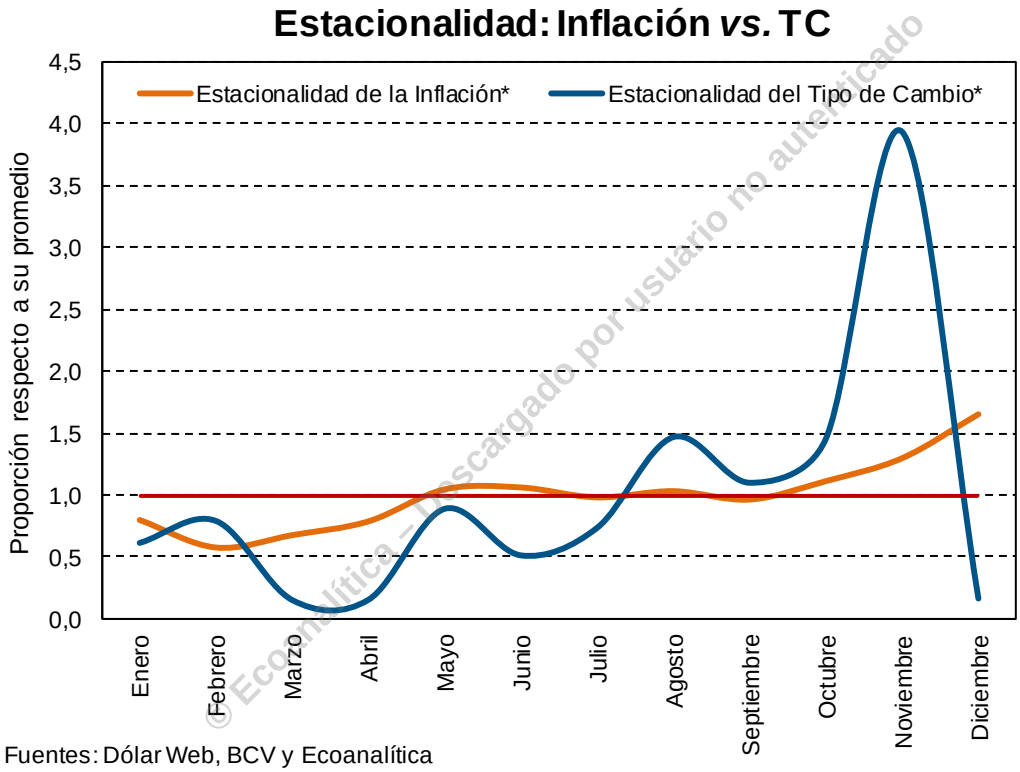
En promedio, durante los últimos 7 años, el señoreaje en noviembre ha sido 14,8 veces mayor que en el resto de los meses del año. El año pasado, ante un señoreaje relativamente alto en todos los meses del año, el de noviembre fue sólo 2,8 veces mayor que el resto. En todo caso, queda claro que tanto noviembre como diciembre son dos meses excepcionalmente irresponsables tanto fiscal como monetariamente para el oficialismo, y las implicaciones inflacionarias y monetarias no son menores.

Desde 2012, en promedio, noviembre tiene una inflación 29,6% superior a la inflación mensual promedio de su respectivo año, y 64,7% superior en el caso de diciembre. Sin

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

embargo, aunque la inflación sea relativamente más agresiva en los últimos meses del año, la depreciación del tipo de cambio es habitualmente más brusca todavía. De hecho, en 7 de los últimos 8 años, el tipo de cambio se ha depreciado a un ritmo superior que la inflación durante los últimos 4 meses de su respectivo año. Es decir que, desde 2010 y con la única excepción de 2015, el tipo de cambio real se ha depreciado entre septiembre y diciembre.



Fuentes: Dólar Web, BCV y Ecoanalítica
*Estacionalidad promedio entre 2012 y 2017

Una hipótesis sobre el fenómeno plantea que la depreciación real es habitualmente causada por un incremento en la proporción del ingreso dedicada al ahorro, en relación con la propensión marginal a consumir del resto de los meses. También suele darse un incremento en las importaciones para abastecer el aumento relativo del consumo. Entre ambas presiones, en teoría, deprecian el tipo de cambio nominal y, más importante, deprecian el tipo de cambio real.

Posiblemente para evitar este fenómeno, el gobierno ha intentado proponer alternativas al ahorro en dólares como los mediáticamente resaltantes “lingoticos” de oro, o el “plan de ahorro en Petros”. Aunque es posible que existan ciertos venezolanos sin acceso al mercado no oficial de dólares que intenten acceder a estos instrumentos, sobre todo los

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

títulos de oro, ambas alternativas son evidentemente terribles opciones para el ahorro y seguirá existiendo una preferencia por mercado de dólares.

Por último, de cara al largo plazo la discusión añade grados adicionales de complicación. La economía venezolana ha sufrido daños estructuralmente significativos durante los últimos 20 años, e intentar calcular cuál es el tipo de cambio real de equilibrio externo, o el tipo de cambio real óptimo en el 2018 o 2019, es un ejercicio que tendrá que esperar hasta después de que se asiente el polvo. No obstante, existen argumentos para alegar que nuestro tipo de cambio real no volverá a sus niveles entre 2012 y 2017. Sea relativamente más apreciado o más depreciado que el histórico, difícilmente alcance el nivel de distorsión vivido en los pasados 6 años.

Guillermo Arcay Finlay

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

Proyecciones del tipo de cambio paralelo

Fundamentos de las actualizaciones:

Dadas las dificultades técnicas para hacer proyecciones de tipo de cambio nominal en un entorno hiperinflacionario, señaladas en informes anteriores, en **Ecoanalítica** nos encontramos realizando ajustes a nuestro modelo predictivo. Los resultados mostrados en la presente edición obedecen a dicho proceso de ajuste. Por ello, presentan cambios relativamente significativos respecto a la edición anterior.

Proyecciones

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Proyecciones del Tipo de Cambio Paralelo

Fecha	Valor efectivo	Rango					
		Bajo		Moderado		Alto	
2018M01	2,36	0,94	1,26	1,46	1,84	2,14	3,03
2018M02	2,15	1,06	1,45	1,71	2,21	2,61	3,84
2018M03	2,36	1,32	1,84	2,20	2,92	3,50	5,31
2018M04	6,21	1,77	2,53	3,06	4,17	5,07	7,91
2018M05	12,54	1,78	2,84	3,60	5,39	6,99	11,94
2018M06	31,82	4,48	7,05	9,13	14,07	18,62	33,00
2018M07	35,79	6,36	10,35	13,65	22,14	30,39	58,27
2018M08	87,22	12,96	21,75	28,90	49,18	69,06	137,99
2018M09	106,81	35,93	57,23	72,70	108,71	140,91	240,84
2018M10		**68,11**	**107,17**	**138,68**	**213,69**	**282,82**	**501,33**
2018M11		**208,00**	**338,44**	**446,48**	**724,26**	**994,04**	**1.905,94**
2018M12		**648,39**	**1.088,57**	**1.446,21**	**2.461,07**	**3.455,89**	**6.905,15**

Fuentes: BCV, Ecoanalítica y Cálculos propios

*Al cierre de cada mes, a menos que se indique los contrario

^Último dato disponible

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

Indicadores del Mercado Cambiario

Indicadores de tipo de cambio

Indicadores de tipo de cambio (VES/USD)			
	sep-18	Var. % (m/m)	Var. % (a/a)
M2/RRII*	17,3	116,7	3.931
Tipo de cambio nominal de paridad**	177,3	117,4	613.644
Dicom***	62,2	1,7	185.759,5
TCP (Consumidores)	89,6	9,9	310.085

Fuentes: BCV, otros Bancos Centrales y Ecoanalítica

* Cierre de mes. ** Promedio mensual. *** Última subasta hecha

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Indicadores de tipo de cambio anual

Tipos de cambio (VES/USD)					
	2017E	2018P	Devaluación	Depreciación/ Apreciación Real	Var. % (a/a)
TCP Importaciones públicas[1]	**0,001**	**8,1**	**99,98**	**-99,78**	**639.109**
TCP (importaciones)[1]	0,03	90,4	99,96	-97,6	262.327
Tipo nominal de paridad[2]	**0,2**	**3.743**	**99,996**	**0,0**	**2.244.234**
M2/RRII[2]	0,1	1,5	91,1	-100,0	1.018

Fuentes: BCV y Ecoanalítica

[1] Promedio anual. [2] Cierre del año.

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

Tipo de cambio ponderado de las importaciones

Tipo de cambio ponderado de la economía*
(VES/USD)

Tipos de cambio	2017E	Peso	2018P	Peso
Importaciones Públicas	0,001	75,1%	8,1	77,0%
Sitme	-	-	-	-
Sicad	-	-	-	-
Sicad II	-	-	-	-
Cencoex - Dipro	0,0001	5,6%	-	-
Simadi - Dicom	0,021	6,0%	8,1	0,8%
No Oficial	0,242	13,3%	378	22,2%
TC ponderado importaciones	**0,03**		**90**	
Variación	**1030,8%**		**262327%**	
Devaluación	**91,2%**		**-99,96%**	

Fuentes: BCV, Cadivi/Cencoex, Dicom y Ecoanalítica

* Promedio anual

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Tipo de cambio ponderado de las importaciones del sector privado

Tipo de cambio ponderado de las importaciones privadas*

Tipos de cambio	2017	Peso	2018	Peso
Sitme	-	-	-	-
Sicad	-	-	-	-
Sicad II	-	-	-	-
Cencoex - Dipro	0,0001	22,6%	-	-
Simadi - Dicom	0,02	24,0%	8,1	3,3%
No Oficial	0,2	53,4%	378,0	96,7%
TC ponderado importaciones privada	**0,13**		**365,8**	
Variación	**1832,4%**		**271959%**	
Devaluación	**94,8%**		**99,96%**	

Fuentes: BCV, Cadivi/Cencoex y Ecoanalítica

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

Indicadores de Disponibilidades de Divisas

Liquidaciones de Divisas del Sector Privado

Liquidaciones diarias al Sector Privado
(MM USD)

	Cencoex/ Dipro	Sicad I	Sicad II	Simadi/ Dicom	Total
Promedio 2015	**41,4**	**1,3**	**14,2**	**4,2**	**48,8**
Promedio 2016	**9,2**	**1,3**	**-**	**8,5**	**17,9**
Promedio 2017	**2,6**	**-**	**-**	**2,7**	**5,4**
ene-18	0,0			0,0	0,0
feb-18	0,0			0,1	0,1
mar-18	0,0			4,6	4,6
abr-18	0,0			5,6	5,6
may-18	0,0			6,2	6,2
jun-18	0,0			1,3	1,3
jul-18	0,0			0,7	0,7
ago-18	0,0			1,2	1,2
sep-18	0,0			0,7	0,7

Fuentes: BCV, Mefbp y Ecoanalítica

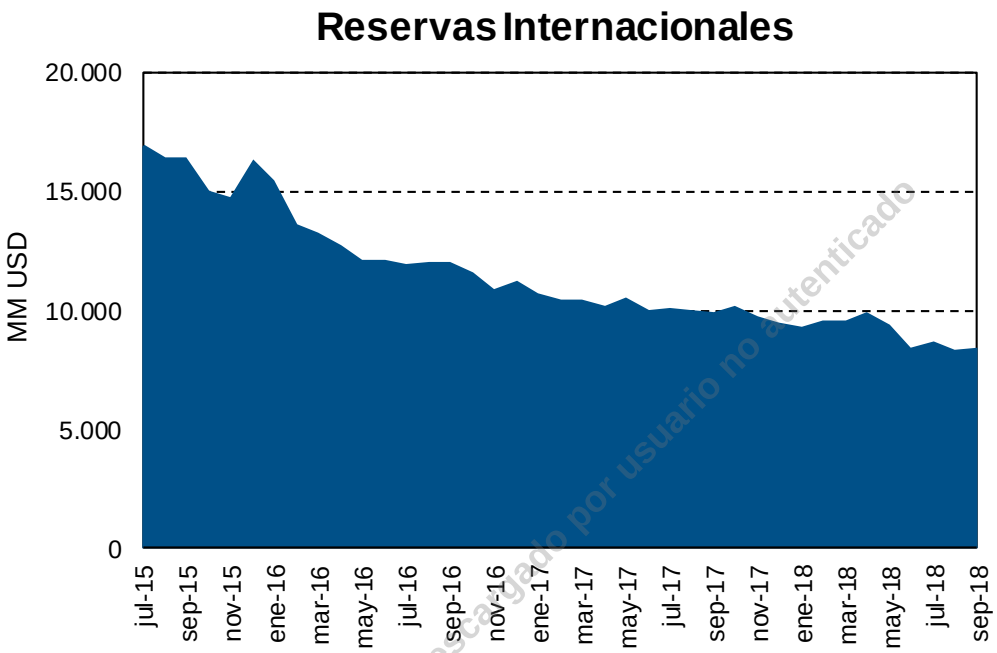
*Asignaciones de divisas del sector público a privados

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

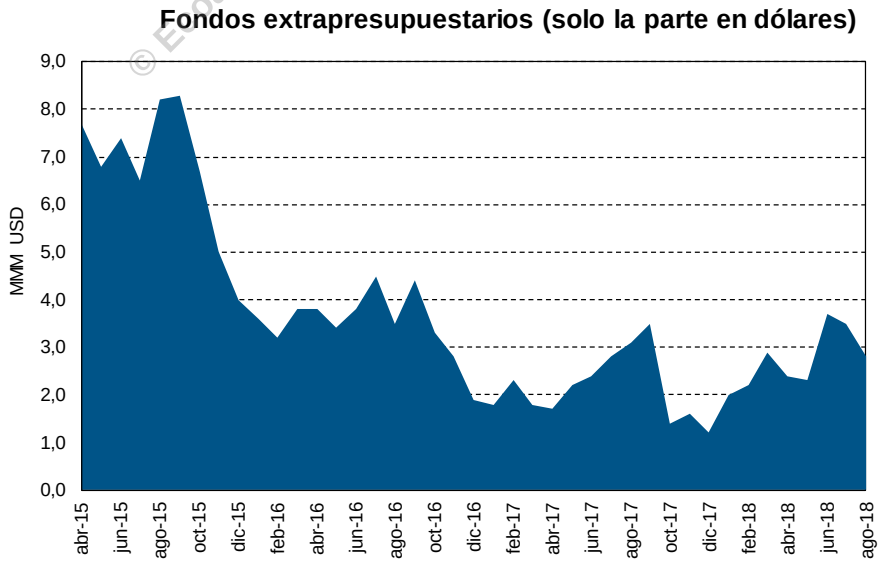
Reservas Internacionales



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Fondos Extrapresupuestarios



Fuente: Ecoanalítica

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

Deuda parcial no financiera

Deuda (parcial) no financiera en divisas - Sector Privado (MMUS$)

	2017	1T2018	1S2018	Var. % (a/a)	Var. % (t/t)
Cadivi - Importaciones no liquidadas	8.726	8.316	7.916	-28,5%	-4,8%
Cadivi -Dividendos aprobados y no liquidados	1.626	1.124	891	-74,7%	-20,7%
Cadivi -Renta y servicios*	3.412	2.961	2.176	-64,5%	-26,5%
Empresas mixtas - Socias Pdvsa	12.091	12.051	12.113	-7,2%	0,5%
Total	**25.855**	**24.452**	**23.096**	**-31,6%**	**-5,5%**

Fuente: Ecoanalítica

*Incluye deuda con aerolíneas.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

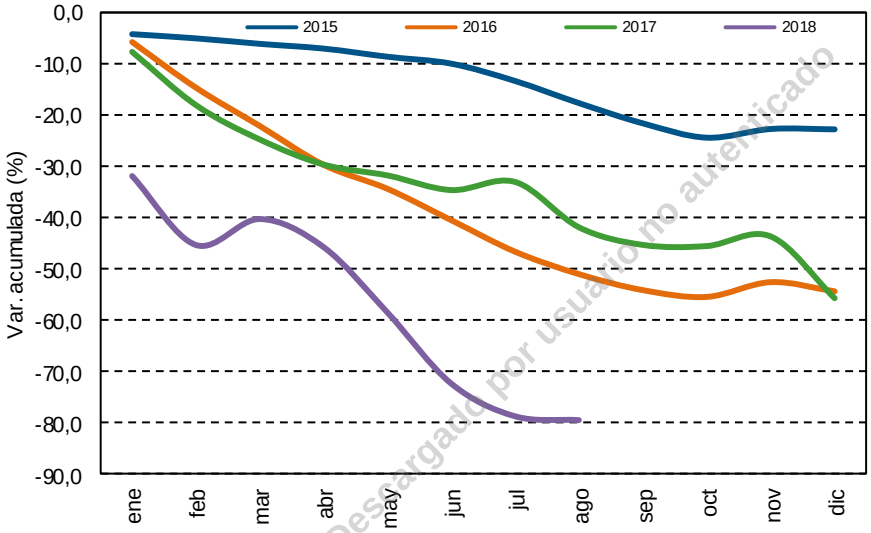
Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

Indicadores Monetarios

Liquidez monetaria (M2)

Expansión real de la liquidez



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

Usted debe tener en cuenta

- ✓ El presidente Nicolás Maduro desveló un nuevo *white paper*, que explica las características fundamentales de la última versión del petro. Esta vez como "moneda de intercambio nacional e internacional".
- ✓ En primer lugar, el petro no estará respaldado únicamente por reservas petroleras. Ahora, se alega que lo respaldará una "canasta de *commodities*", conformada por recursos naturales en suelo venezolano.
- ✓ En teoría, el petróleo representará 50,0% de ese respaldo, el oro 20,0%, el hierro 20,0% y los diamantes 10,0%.
- ✓ Sin embargo, por ahora, el valor del petro seguirá anclado al valor de la canasta petrolera venezolana, fijada en USD 60,0 el barril como precio inicial, pero que se actualizará con el baremo de la canasta de *commodities*.
- ✓ Maduro propuso una nueva emisión de cien millones de petros. De esa cantidad, 51,0% quedarán en reservas legales en la Superintendencia Nacional de Criptoactivos y la Tesorería de Criptoactivos, el otro 49,0% será para la venta al público.
- ✓ **.** El *white paper* amplió los productos, bienes y servicios que deberán obligatoriamente ser pagados con la criptomoneda.
- ✓ Entre estos se encuentran: la gasolina internacional para aviones, la venta de petróleo, el pago de hoteles por parte de turistas en Venezuela y los boletos aéreos comprados por venezolanos fuera del país.
- ✓ También, a partir del 5 de noviembre los venezolanos podrán comprar el petro en bolívares soberanos. Se declaró que el pago o envío de remesas podrá hacerse de esta manera.
- ✓
- ✓ De acuerdo con fuentes primarias, la producción petrolera de Venezuela del mes de septiembre fue de 1,434 millones barriles diarios (mb/d).
- ✓ Esto representa una caída de 14 kb/d con respecto al mes anterior. A su vez, esto significa una caída acumulada (al mes de diciembre) de -187 kb/d y una variación interanual de -651 kb/d.
- ✓ Sin embargo, fuentes secundarias establecen que la producción petrolera fue de 1,197 millones barriles diarios (mb/d), que representa una diferencia de 237 kb/d con las fuentes oficiales.
- ✓ De acuerdo con estas cifras, hubo una contracción de 38 kb/d con respecto al mes de agosto; la caída acumulada (al mes de diciembre) fue de -450 kb/d, y la variación interanual de -710 kb/d.
- ✓ La tasa de cambio resultante en la subasta 45, fue VES 72,08/EUR equivalente a VES 62,66/USD. La devaluación sobre la subasta la primera subasta desde el relanzamiento del sistema es de 3,81%.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

- ✓ Durante el mes de septiembre se liquidaron USD 14,7 millones, 376,7% más que lo liquidado en agosto.
- ✓ Las reservas internacionales han aumentado en promedio 0,6% las últimas tres semanas. Para el cierre de la semana del 28 de septiembre las reservas cerraron en USD 8.451 millones.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

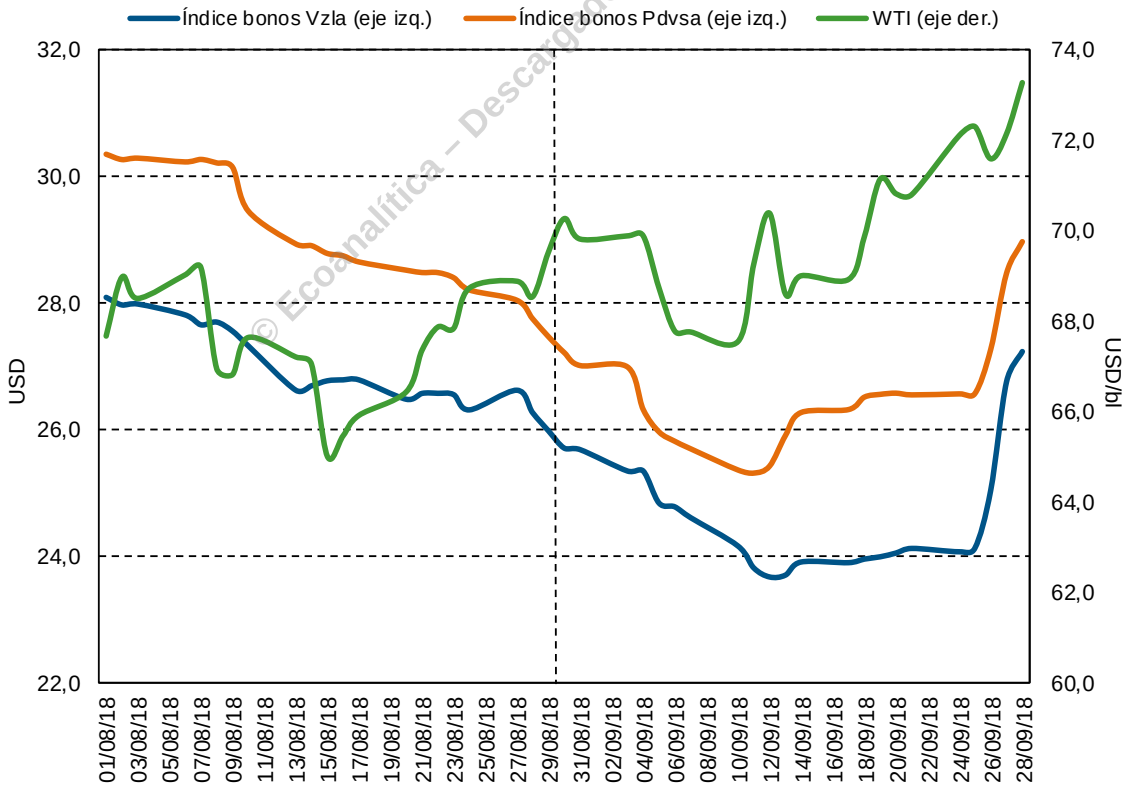
Reporte de la deuda de Venezuela y Pdvsa

Por: Knossos Asset Management

La deuda venezolana recupera su correlación con el crudo y rompe la tendencia bajista en septiembre. Los bonos de Venezuela y PDVSA tuvieron un mes volátil, cayendo más del 6% en la primera mitad y luego subiendo fuertemente en la semana final. Un entorno positivo en mercados emergentes y energía estimuló el apetito de inversionistas de deuda *distressed*, que aprovecharon valoraciones cercanas a los mínimos históricos para posicionarse en papeles de largo plazo de la República y la estatal petrolera, motivando una leve alza en el volumen transado en el mercado secundario. El *rally* de la semana final coincidió, notablemente, con la participación de Maduro en la Asamblea General de la ONU en Nueva York.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autorizado

Índice de precio de los bonos de Venezuela y Pdvsa *vs.* Futuros del crudo WTI



Fuente: Knossos Asset Management

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

No ha habido cambios de peso en la situación de la industria petrolera, caracterizada por un continuo descenso en la producción. Según fuentes secundarias de la OPEP, la producción petrolera cayó 36 mil b/d en agosto, a 1,23 MM b/d; de este modo, el promedio de producción en 2018 representa la lectura anual más baja en seis décadas.

En el frente económico, el principal desarrollo fue la comisión mixta de alto nivel China-Venezuela, celebrada a mediados de mes en Beijing. El 15 de septiembre, Maduro anunció la firma de 28 acuerdos de cooperación con el gobierno chino, especialmente en el sector petrolero. A cambio de asistencia técnica, una extensión de 6 meses en el período de gracia de los pagos de capital del Fondo Chino, y la promesa de una línea de crédito de USD 5.000 MM (aún sin confirmar), Venezuela cedió un 9,9% de su participación en la empresa mixta Sinovensa a la petrolera asiática CNPC. Este cambio lleva la participación de CNPC al 45%, la más alta para un socio foráneo en las empresas mixtas del sector petrolero, y la primera vez en la historia que la contraparte extranjera cuenta con más de 40% del patrimonio.

Un detalle importante de los acuerdos firmados es el compromiso del gobierno venezolano con Beijing de hacer ajustes en política monetaria y cambiaria, dado que el gobierno chino está condicionando una posterior extensión del período de gracia de capital a la mejora en los indicadores macroeconómicos de la nación. En respuesta a este compromiso, el Banco Central de Venezuela estableció un inusual régimen de encaje legal del 100% sobre los nuevos depósitos (a partir del 1ª de septiembre), en esencia neutralizando por completo la capacidad del sector financiero de expandir la liquidez monetaria por la vía del crédito. Esta política se combinó con un incremento significativo del volumen de divisas ofertado en el Sistema de Mercado Cambiario (subiendo a más de USD 5,3 MM semanales al cierre de septiembre), y una fuerte caída en la confianza de las empresas y la actividad económica – motivada al alza inédita del 5900% en el salario mínimo, que resulta desastroso para las pequeñas y medianas empresas. Este entorno de contracción en la liquidez y el shock negativo en actividad han impulsado una súbita y masiva apreciación del tipo de cambio real, como resultado de un estancamiento por más de un mes en el tipo de cambio paralelo en el contexto de inflación por el orden del 100% mensual en promedio en el último semestre.

En el frente de la deuda no hubo desarrollos concretos, a pesar de la volatilidad en los precios de los bonos. Destacó que un grupo de tenedores del PDVSA 20 (liderado por Blackrock y Contrarian Capital Management, y que posee cerca del 60% del total de la emisión) introdujo un comunicado en la corte estatal de Delaware, señalando que estarían en contra de una orden judicial para la venta de PDV Holding a favor de la minera canadiense Crystallex. Su argumento añade que la venta forzada de PDV Holding (y por ende de Citgo) eliminaría todo incentivo a la estatal petrolera de pagar la amortización de USD 950 MM que vence el próximo 29 octubre, obligando a los tenedores a ejecutar

© Ecoanalítica - Descargado por usuario no autenticado

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

el colateral en un entorno legal incierto y creando así una “liquidación desordenada” de sus posiciones en el PDVSA 20. Esta opinión complementa el argumento de defensa de PDVSA, que acusa a Crystallex de “buscar el control mayoritario de la compañía a través de la destrucción de valor” y que considera inadmisible que el laudo arbitral de la minera vaya por encima de la viabilidad operativa de Citgo.

Desempeño del mes

Security	31/08/2018	28/09/2018	Total Return	Total Return (2018 YTD)
VENZ 13 5/8 08/15/18	26,50	**27,70**	+4,53%	-48,83%
VENZ 7 12/01/18	26,00	**26,30**	+1,15%	-34,07%
VENZ 7 3/4 10/13/19	25,40	**25,85**	+1,77%	+5,10%
VENZ 6 12/09/20	24,70	**27,05**	+9,51%	+16,65%
VENZ 12 3/4 08/23/22	26,20	**27,70**	+5,73%	+2,76%
VENZ 9 05/07/23	24,70	**27,20**	+10,12%	+20,66%
VENZ 8 1/4 10/13/24	25,00	**26,60**	+6,40%	+17,96%
VENZ 7.65 04/21/25	24,55	**26,90**	+9,57%	+20,83%
VENZ 11 3/4 10/21/26	26,25	**27,80**	+5,90%	+12,31%
VENZ 9 1/4 09/15/27	26,25	**27,65**	+5,33%	+10,84%
VENZ 9 1/4 05/07/28	24,55	**26,05**	+6,11%	+16,88%
VENZ 11.95 08/05/31	26,20	**27,70**	+5,73%	+8,40%
VENZ 9 3/8 01/13/34	27,10	**29,55**	+9,04%	+17,11%
VENZ 7 03/31/38	24,75	**26,20**	+5,86%	+16,69%
PDVSA 8 1/2 10/27/20	84,80	**85,00**	+0,24%	+2,49%
PDVSA 9 11/17/21	21,10	**23,35**	+10,66%	-22,55%
PDVSA 6 11/15/26	19,15	**21,95**	+14,62%	-6,51%
PDVSA 5 3/8 04/12/27	20,75	**22,05**	+6,27%	-12,97%

Fuentes: Bloomberg y Knossos Asset Management

Ecoanalítica- Descargado por usuario no autorizado

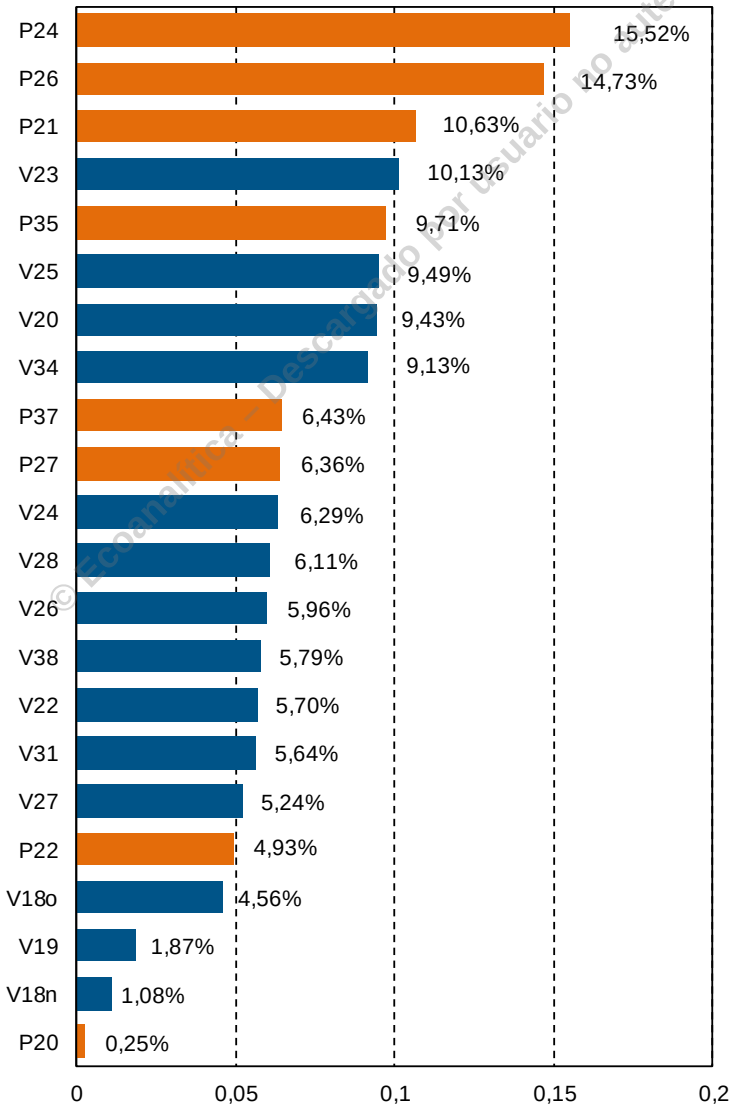
Medido por el índice JPMorgan EMBI+ Venezuela, los bonos de la República tuvieron un retorno de +6% en septiembre de 2018. PDVSA, por otro lado, registró un avance promedio de +8,5% y ganancias de dos dígitos en la parte media de la curva. La demanda de los inversionistas se concentró en bonos *low dollar value* (PDVSA 24/26, VENZ 20), así como también en títulos de cupón relativamente alto y precios nominales bajos (PDVSA 21/35, VENZ 23/25/34). En contraste, los títulos de corto plazo tuvieron un alza sustancialmente menor en sus precios, especialmente en el PDVSA 20 (apenas +0,25%

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

en el mes). Este movimiento en los precios de la deuda sugiere que los inversionistas están tomando en cuenta los intereses corridos para valorar los instrumentos, a pesar de que ambos emisores se encuentran en impago por más de un año. La estrategia consiste en maximizar el *Past Due Interest* (PDI), y opera bajo el supuesto que una hipotética reestructuración en el futuro tomaría en cuenta el PDI como parte del pasivo sujeto a recibir un *Recovery value*, ya sea en efectivo o (más probablemente) en especie, por medio de la emisión de una nueva curva de bonos reestructurada.

Ranking Bonos VENZ PDVSA por retorno total a septiembre 2018



Fuentes: Bloomberg y Knossos Asset Management

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

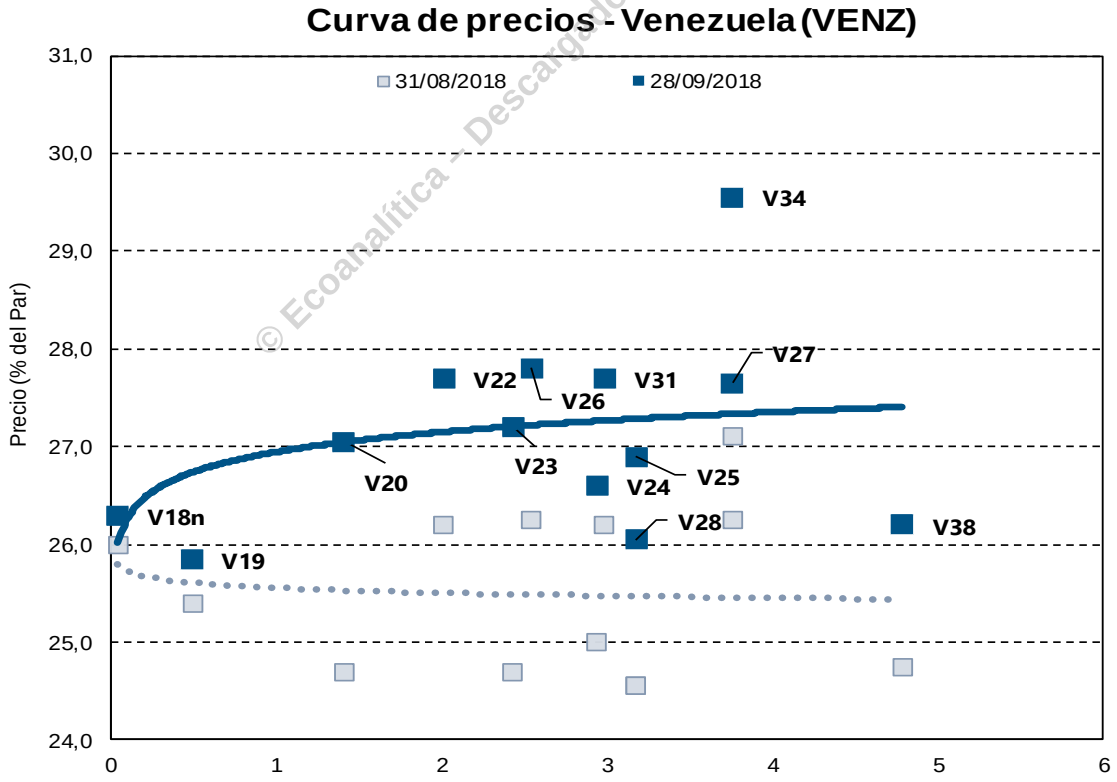
Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

Evolución de las curvas

Los gráficos N° 3 y 4 muestran la evolución de las curvas de precio de los bonos de Venezuela y PDVSA al cierre de septiembre de 2018. En el caso de Venezuela, destaca que el VENZ 34 cotiza con una prima de casi 3 puntos en promedio con respecto al resto de la curva. Además de ser un título con una relación entre PDI y precio nominal atractiva, un componente importante de la demanda por el papel está explicada por su umbral de CAC alto (se requiere 85% del voto de los emisores para modificar términos materiales, en contraste con 75% en el resto de la curva). Es posible que exista un grupo de inversionistas que esté acumulando un portafolio con más del 15% de la emisión, con el objeto de actuar en rol de *holdout* ante negociaciones futuras con la República. Fuera de este caso atípico, el resto de la curva sigue una pendiente ligeramente positiva. Esto podría ser reflejo de que un plazo mayor asegura un flujo de PDIs a una tasa cupón conocida; en contraste, la tasa a la que devengarían bonos con el pago de capital vencido es incierta, y está sujeta a un fallo judicial en el futuro sobre la tasa de cálculo, que no necesariamente sería la tasa cupón actual.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autorizado

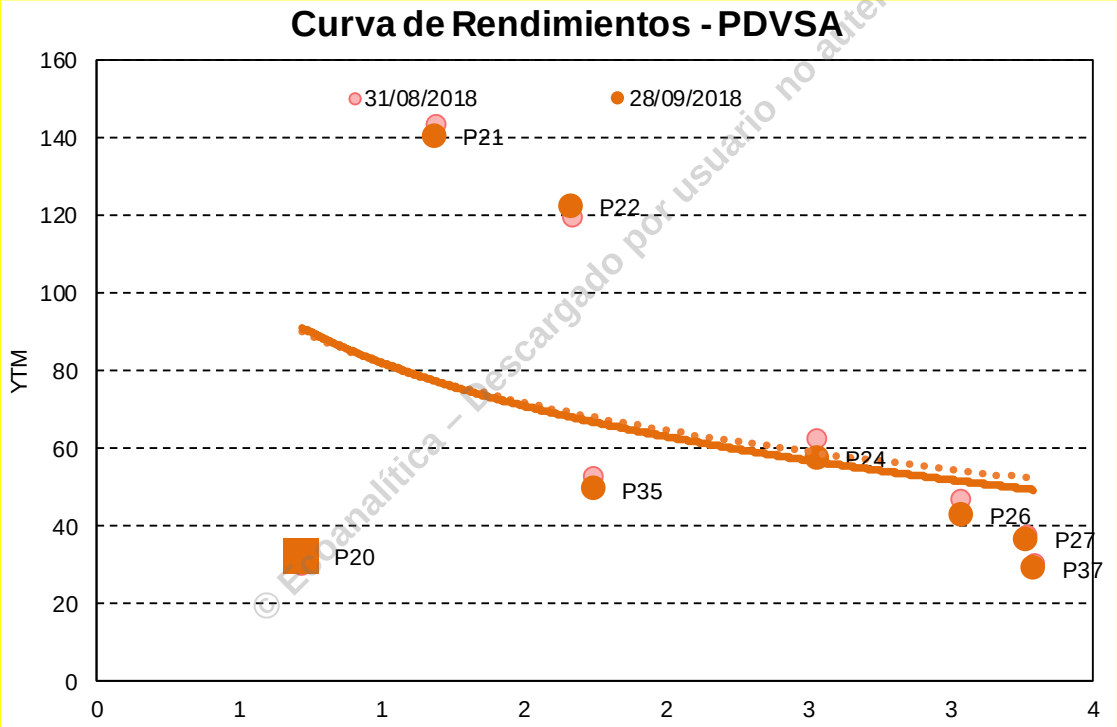


Fuentes: Bloomberg y Knossos Asset Management

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

En el caso de PDVSA, se mantiene la pendiente fuertemente invertida de la curva, puesto que el PDVSA 20 continúa cotizando en el rango de 80-90 versus precios promedio de 23 en los bonos sin colateral. La controversia legal reciente alrededor de Citgo Holding ha llevado a una fuerte presión de ventas en este papel, especialmente después del fallo de la corte de Delaware que sirvió la mesa para una eventual orden judicial de liquidación de PDV Holding. Como reseñamos anteriormente, una venta forzada de la compañía matriz de Citgo Holding podría invalidar el colateral de los PDVSA 20. No obstante, los precios actuales parecieran descontar una baja probabilidad de ocurrencia de este evento en la práctica.



Fuentes: Bloomberg y Knossos Asset Management

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Crystallex *vs.* Tenedores del PDVSA 20: ¿quién ganará?

La principal historia de 2018 en el mercado de deuda venezolana está cerca de su desenlace. "¿Pagarán o no pagarán la amortización de los PDVSA 20s?" es la mayor incógnita que ha rodeado al mercado en un año donde los bonos VENZ/PDVSA han perdido su protagonismo en el sector de crédito de Mercados Emergentes. Ha sido un año extremadamente complicado para la economía nacional y el mercado de deuda, tras el comienzo de la peor crisis doble - default e hiperinflación – en la historia de América Latina. No obstante, y a pesar de haber incumplido con todos los demás acreedores externos, el gobierno de Maduro se ha mantenido solvente en los PDVSA 20, único

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

pasivo en la pila de casi USD 150.000 MM de deuda externa que posee un colateral amparado por la ley internacional.

En este contexto, la amortización de USD 950 MM del PDVSA 20 el próximo el 29 de octubre está sujeta a problemas sin resolver de capacidad y viabilidad de pago. Los incentivos de PDVSA para mantener el servicio de deuda en este título son evidentes, dado que un impago implicaría la venta forzada de Citgo Holding. Sin embargo, más allá de la voluntad de pago, los problemas clave de capacidad y viabilidad operativa para hacer frente a este compromiso siguen presentes. PDVSA ha visto su flujo de caja en divisas severamente afectado por la acelerada caída en producción y la tendencia creciente en años recientes a solicitar préstamos pagaderos con entregas futuras de petróleo, bajo acuerdos establecido con China (en 2007) y luego con Rusia (desde inicios de 2017). Debido a esto, no queda claro si su posición propia de liquidez en divisas sería suficiente para cancelar el compromiso, incluso tras haber recortado los demás componentes del gasto en divisas a su mínima expresión. No obstante, el principal factor de riesgo reconocido por el mercado es que ningún ente público venezolano posee líneas de corresponsalía con bancos de EEUU. El gobierno de Maduro, por ende, tendrá que apostar a una ejecución exitosa con la cadena de intermediarios utilizada para el pago del último cupón de los PDVSA 20 (el cual, cabe destacar, se efectuó sin retrasos el pasado 29 de abril).

En el conflicto entre los acreedores que detentan a Citgo Holding, los tenedores del PDVSA 20 definieron su posición. El comunicado de los tenedores del PDVSA 20 puede entenderse como un argumento en contra de la liquidación a favor de Crystallex y también como una alianza implícita con Venezuela, puesto que los bonistas expresaron que su incentivo es a seguir recibiendo los pagos de deuda (y por ende, que Citgo se mantenga en manos de PDVSA). A nuestro juicio, la intervención de este grupo podría resultar en un aplazamiento de la resolución de la disputa entre Crystallex y la República, al menos hasta fin de mes (de modo que tengan un obstáculo menos para recibir el pago de la amortización). Por otro lado, también creemos posible que Crystallex siga avanzando en una demanda paralela, también introducida en la corte estatal de Delaware, alegando una “transferencia fraudulenta” de colateral, que inició en noviembre de 2016 en respuesta al uso de las acciones de Citgo holding como colateral de la emisión del PDVSA 20.

No obstante el desenlace del pago del PDVSA 20, la ruptura del “velo corporativo” entre la República y PDVSA implica que Venezuela ya perdió posesión de Citgo. En línea con las conclusiones de nuestro anterior reporte, consideramos que es sólo cuestión de tiempo determinar cuándo será liquidada la refinadora estadounidense (único activo externo de valor aún en manos de la nación) y quién entre la larga fila de acreedores externos de Venezuela se beneficiará de esta liquidación. Por lo tanto, el problema de

© Ecoanalítica - Descargado por usuario@gmail.com

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

fondo para el gobierno de Maduro consiste en determinar si vale la pena pagar USD 950 MM para evitar un evento de crédito en los PDVSA 20 por un semestre más, sujeto a la evolución de los múltiples juicios en su contra que también podrían llevar a una venta forzada de Citgo Holding. Entre las disputas, destaca el caso contra ConocoPhillips, en donde PDVSA se comprometió a pagar USD 500 MM en un plazo de 3 meses (que vence a finales de noviembre) para evitar incautaciones de activos por Conoco. Este es sólo uno de los múltiples obstáculos que enfrenta PDVSA en el intervalo hasta la próxima fecha de pago del PDVSA 20. En todo caso, consideramos que el gobierno de Maduro apostará a ir resolviendo los pagos pendientes "como vayan viniendo", e intentar seguir pagando para extender su posesión de Citgo el mayor tiempo posible.

China continúa siendo el aliado de último recurso de Venezuela, saliendo al rescate de nuevo en septiembre. Ha habido mucha especulación y pocos anuncios concretos con respecto a los resultados de la cumbre mixta China-Venezuela, en la que Maduro se reunió con Xi Jinping por primera vez desde 2016. En años recientes, la tendencia para China ha sido de no extender nuevos préstamos y de dar la mayor flexibilidad posible para el repago de los créditos actuales, mientras que Venezuela ha sido cada vez más insistente sobre la necesidad de financiamiento e inversiones directas en el sector petrolero, al punto de que ha cedido cuotas de participación récord para sus socios chinos de las empresas mixtas. Esta postura sugiere un límite para el apoyo financiero de China: liberar todas las exportaciones petroleras que se envían para repago, lo que equivale a un período de gracia sobre todos los pagos, tanto de capital como de interés, en los préstamos de Fondo Chino. Este límite arroja un máximo estimado del valor de la ayuda que China está dispuesta a aportar al gobierno venezolano: entre 250 y 300 mil barriles diarios de producción liberada que podría venderse a precios de mercado, facturando cerca de USD 600 MM al mes. La contrapartida de esto, llevando también al extremo la postura venezolana, sería un canje de deuda por participación accionaria para CNPC y otras empresas chinas en la industria local, y no exclusivamente en el sector petrolero (considerando la creciente influencia del capital chino en sectores como Construcción y Telecomunicaciones).

Por otro lado, Venezuela no ha progresado en la estabilización macroeconómica exigida por el gobierno chino para extender la asistencia financiera. El resultado de la combinación de represión financiera e intervención cambiaria ha sido el de una misteriosa estabilidad en el dólar paralelo, mientras el resto de la economía sigue en la espiral hiperinflacionaria. A pesar que la inflación sigue acelerándose - a un ritmo de 223% de alza mes a mes en agosto, que implica un alza del 200.000% en los precios con respecto a Agosto 2017 – el tipo de cambio en el mercado paralelo lleva más de un mes estancado alrededor de VES 100-120 por Dólar. El resultado es una masiva apreciación del tipo de cambio real, que encarece fuertemente el costo de la vida y los costos de producción en todas las industrias en términos de dólares. Esta situación, a

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

nuestro juicio, es insostenible, y creemos los chinos piensan lo mismo. Por ende, asignamos una baja probabilidad a la ejecución del préstamo de USD 5.000 MM que Venezuela está solicitando públicamente desde julio sin obtener una confirmación de Beijing.

El rally de las últimas dos semanas señala que aún existe optimismo entre los inversionistas sobre un cambio de gobierno inminente en Venezuela. El alza en los precios de la deuda a finales de septiembre coincidió con una nueva ronda de sanciones por parte de EEUU, esta vez apuntando a la primera dama Cilia Flores, al ministro de defensa Vladimir Padrino López, y a los hermanos Delcy y Jorge Rodríguez; todas piezas clave del círculo íntimo de Maduro. En particular, el comentario del Departamento de Tesoro de EEUU de que las sanciones están orientadas a "cambiar las actitudes" de ciertos actores claves, y que por ende podrían ser revertidas si se dan pasos concretos para reestablecer la democracia y las libertades políticas en el país, le da a los protagonistas en Miraflores renovados incentivos de buscar una solución negociada a la crisis. Dejar pasar esta oportunidad podría implicar en una escalada en las hostilidades por parte de EEUU, por lo que seguimos atentos a los desarrollos en materia política y específicamente a las relaciones entre Venezuela y Colombia, considerando el reciente deterioro en las relaciones bilaterales entre ambos países tras comentarios del embajador de Colombia en EEUU, Francisco Santos, de que "todas las opciones" deben estar sobre la mesa para lidiar con la crisis en Venezuela.

En este entorno, y dado que las primas de riesgo en el resto de mercados emergentes continúan atractivas, consideramos que el riesgo de exponerse a deuda venezolana en el mes de octubre podría no ser compensado. El único bono con flujos de caja para los bonistas es el PDVSA 20, pero su precio de mercado actual refleja un upside potencial mínimo ante un escenario de repago exitoso, y un downside potencial signficativo en un escenario de impago, debido a su diferencial de precios de más de 60 puntos con respecto a los bonos de PDVSA sin colateral. En el resto de la curva, salvo una extensión del optimismo por un cambio de gobierno en Venezuela (que no vemos factible al menos hasta finales de año), consideramos que no hay factores de peso que podrían llevar a un alza en los precios de la deuda en el contexto actual.

© Ecoanalítica – Desarrollado por usuario no autorizado

Está totalmente prohibida la reproducción, publicación y/o distribución total o parcial del contenido de este informe.
De detectarse fuga de información se cancelará el contrato sin derecho a reembolso de la suscripción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

Ecoanalítica
acompañando las buenas decisiones

EQUIPO ECOANALÍTICA

Alejandro Grisanti / Director
alejandrog@ecoanalitica.net / @agrisanti
Asdrúbal Oliveros / Director
asdrubalo@ecoanalitica.net / @aroliveros
Pedro Palma / Director
pedrop@ecoanalitica.net / @palmapedroa
Cristina Rodríguez / Director
cristinar@ecoanalitica.net
Luis Arturo Bárcenas / Economista Senior
luisb@ecoanalitica.net / @barcenasluis
Gorka Lalaguna / Economista
gorkal@ecoanalitica.net / @gorkalg
Guillermo Arcay Finlay/ Economista
guillermoa@ecoanalitica.net / @guillermoarcayf

ASISTENTES DE INVESTIGACIÓN:
Jhoan F. Castellano
Corina Fung
Diego Santana

© Ecoanalítica - Descargado de usuario no autenticado

CONTÁCTENOS
Venezuela:(+58-212) 266 9080/ Fax: (+58-212) 266 5119
Estados Unidos: (+1 212)-994 1850
ventas@ecoanalitica.net
www.ecoanalitica.com
@ecoanalitica