INFORME DE COYUNTURA CAMBIARIA

Año 15
Octubre 2019

Prohibida su reproducción y/o distribución

Ecoanalítica
acompañando las buenas decisiones

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

CONTENIDO

Créditos indexados y balances *petrolizados* 2

Proyecciones del tipo de cambio paralelo 10

Indicadores de Disponibilidades de Divisas 13

Indicadores Monetarios 15

Usted debe tener en cuenta 16

Reporte de la deuda de Venezuela y Pdvsa 18

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

Créditos indexados y balances *petrolizados*

Dos elementos han surgido en las últimas semanas que pueden alterar las reglas del juego cambiario o, al menos, magnificar sus secuelas. Por un lado, las nuevas indexaciones del crédito a las modificaciones del tipo de cambio (mediante el denominado Índice de Inversión[1], o IDI) parecen añadir mayores restricciones a la actividad crediticia, al restar incentivos a una mayor demanda por éstos para adquirir divisas. Como detallamos en nuestra última nota de coyuntura, el capital adeudado de cualquier crédito (C) quedaría re-expresado en divisas (o en las nuevas unidades de valor de crédito comercial o UVCC), cuyo costo por amortización estaría sujeto a cambios en el precio oficial de las divisas entre el instante "0" (momento de liquidación) y el momento "1" (momento de amortización) de la forma:

$$C(1) = UVCC(0) * IDI(1) = C(0) * \left[\frac{IDI(1)}{IDI(0)}\right] = \boldsymbol{C(0) * (1 + \Delta IDI)}$$

Así, si las empresas emplean los bolívares recibidos en crédito para adquirir dólares entre "0" y "1", la demanda por divisas se eleva y con ello el tipo de cambio. Un mayor tipo de cambio implicaría un mayor capital adeudado para ese lapso, y con ello un mayor pago por financiamiento[2].

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autorizado

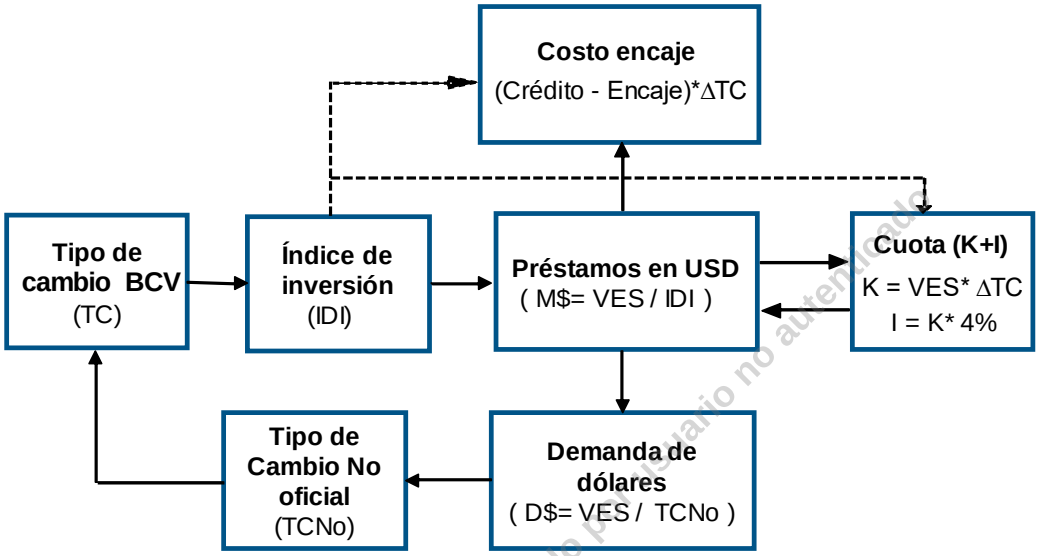
[1] El Índice de inversión no es más que un número índice, construido con las variaciones del tipo de cambio de referencia desde el momento de la ordenanza de la nueva indexación. Así, el IDI toma valor 100 para el 28 de octubre (entrada en vigencia de la resolución), cambiando conforme el tipo de cambio de las mesas de dinero suba o baje. Ver más en http://www.bcv.org.ve/estadisticas/indice-de-inversion.

[2] En la norma, los casos en el que *IDI*(1) < *IDI*(0) (caídas del tipo de cambio de referencia) se descartan, sustituyéndose por *IDI*(1) = *IDI*(0).

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

Funcionamiento de la indexación de los créditos al tipo de cambio



Dicha indexación se extendió hasta las normas que determinan los castigos por déficit de encaje legal. Así, un menor crédito frente a presiones cambiarias también procedería de una menor oferta (en favor del encaje requerido), en la medida que los bancos destinen más de sus depósitos a prestar y menos a encajar, pagando por ello una tasa-penalidad (sobre el monto no encajado) definida de la forma[3]

$$i_{penalidad} = (1 + \Delta \boldsymbol{IDI}) * (1 + i_{BCV}) - 1$$

En tal sentido, luce evidente que, de prestar más allá de lo permitido a fin de adquirir divisas, el castigo por no encajar puede elevarse en medio de un incremento del tipo de cambio (respecto al valor mostrado al momento de pactarse el crédito). Así, mientras estos nuevos créditos no generen ingresos suficientes para compensar los nuevos costos, los bancos se verán desincentivados a ofrecer nuevos préstamos.

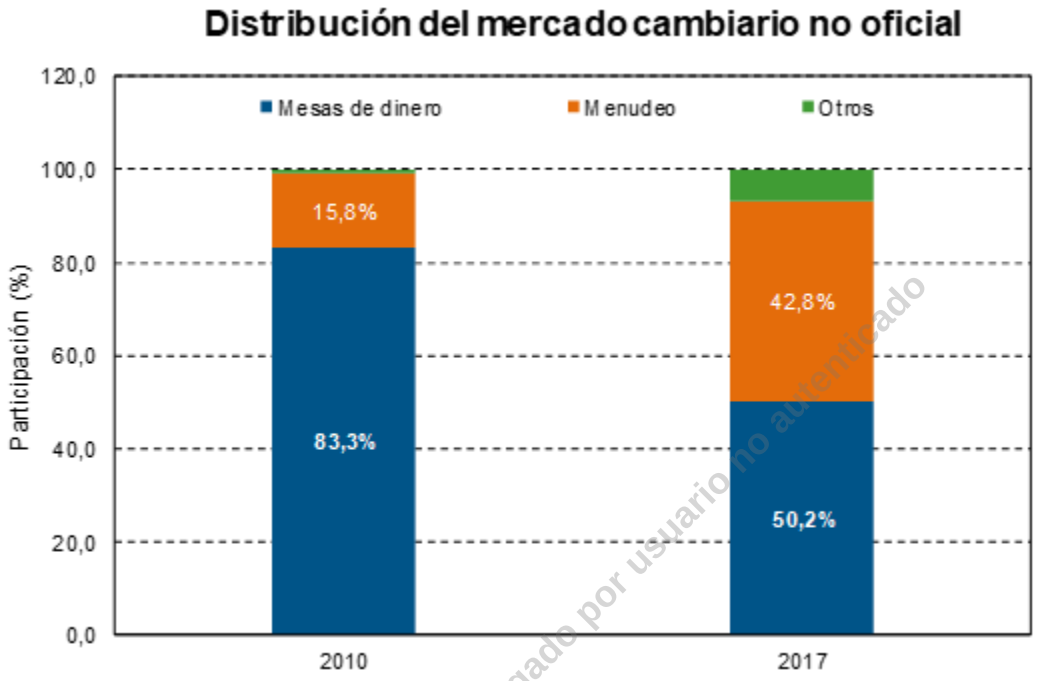
Más allá de los impactos sobre la banca y de la exposición de su flujo de ingresos a eventos cambiarios, claramente el Gobierno buscar restringir la adquisición de divisas en el segmento corporativo el cual, basados en la configuración del mercado cambiario paralelo en los últimos dos años, ha abarcado más de la mitad de las transacciones no oficiales.

[3] Además, se amplía el concepto del déficit de encaje, incorporando los montos recibidos del BCV como asistencia crediticia.

© 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



Fuente: Ecoanalítica

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Ahora, ¿por qué aplicar una mayor restricción al crédito, en un entorno donde los bancos solo ceden el 18% de sus préstamos? Para enfrentar nuevos choques monetarios provenientes de un sector público incapaz de generar mayores recursos externos, además de los excesos monetarios usualmente generados cerca del cierre de año. En tal sentido, la nueva medida evitaría un incremento mayor en la cantidad de dinero en la economía, creado una vez los bancos reciban (en forma de depósitos) los recursos provenientes del Estado.

Tales pagos no se hicieron esperar: solo entre el 25 de octubre y el primero de noviembre, la liquidez monetaria (M2) se elevó 16,4%, algo que no ocurrió siquiera durante los dos últimos ajustes del salario mínimo. En la misma semana, el tipo de cambio se incrementó hasta 45% (intersemanal), en donde los bancos no lograron elevar su proporción de depósitos destinados a créditos (a pesar de verse un incremento del multiplicador monetario). En otras palabras, de no haberse implementado la indexación, posiblemente el alza del tipo de cambio hubiese sido más agresiva.

Vuelve el *petro* arrepentido

Por otro lado, las nuevas regulaciones sobre el uso de la criptomoneda *petro* para algunas transacciones comerciales pudiesen imponer una mayor exposición de las transacciones de las empresas a los vaivenes del dólar. A pesar de la inexistencia de un

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

mercado por *petros*, si el gobierno muta a un esquema donde su uso se limite a denominar transacciones en esta criptomoneda (permitiendo su pago en otra moneda convertible), hablaríamos a un nuevo escenario en donde el valor del dólar afecte el costo de tales operaciones.

Ilustremos con un ejemplo. Si alguien adquiere un bien que vale 1 *petro* (VES 1.753.741,8 al 15 de noviembre), estaría comprando un activo en bolívares de costo USD 59,68. Suponiendo que el tipo de cambio se eleve 10% en el mercado oficial[4] y el ajuste del BCV al valor del *petro* (respecto al bolívar) sea completo, el ente emisor puede fijar ese mismo día un tipo de cambio VES/petro de 1.929.115,9, con lo que el comprador podrá obtener tal cantidad de bolívares (1 *petro*) por la venta de ese bien, pudiendo adquirir (con los bolívares recibidos) USD 59,68.

El *petro* nunca intervino fácticamente en la operación, siendo el tipo de cambio la variable de ajuste. Ello implicaría que cualquier cambio en la paridad no oficial afectaría el costo (en VES) de cada *petro*, aunque el precio de los bienes en *petro* se mantenga inalterado. Así, mientras se permita la convertibilidad del *petro*, su uso exacerbaría la indexación de estas transacciones al dólar. No obstante, convertibilidad implica credibilidad, la cual se basaría (en este caso) en la disponibilidad de los recursos (en divisas o en "barriles de petróleo) por parte del regulador para responder frente a los acreedores netos de *petro*. Este aspecto, así como las prohibiciones de los *US persons* de involucrarse en operaciones con *petros*, induce el rechazo de facto a la nueva moneda e incentiva su intercambio inmediato por divisas de parte de cualquier "comprador" (?) de estos *petros*, sea local o extranjero.

© Ecoanalítica - Usuario no autorizado

¿El huevo o la gallina?

Parcialmente vinculado con la nueva dinámica de los créditos, en estas semanas se ha observado nuevamente una dinámica dispar entre el precio de los bienes domésticos (inflación) y del dólar (tipo de cambio). Como hemos mencionado en informes previos, los desaciertos de las acciones oficiales han conllevado no solo que las decisiones de los locales de adquirir cobertura sean más sensibles a eventos monetarios, sino también ha profundizado, desde una perspectiva temporal, la desincronización entre los movimientos de los precios y el tipo de cambio.

Por un lado, hemos visto como alzas en el marcador (oficial y no oficial) han venido precedidas recientemente, en diversas ocasiones, por mayores montos negociados entre

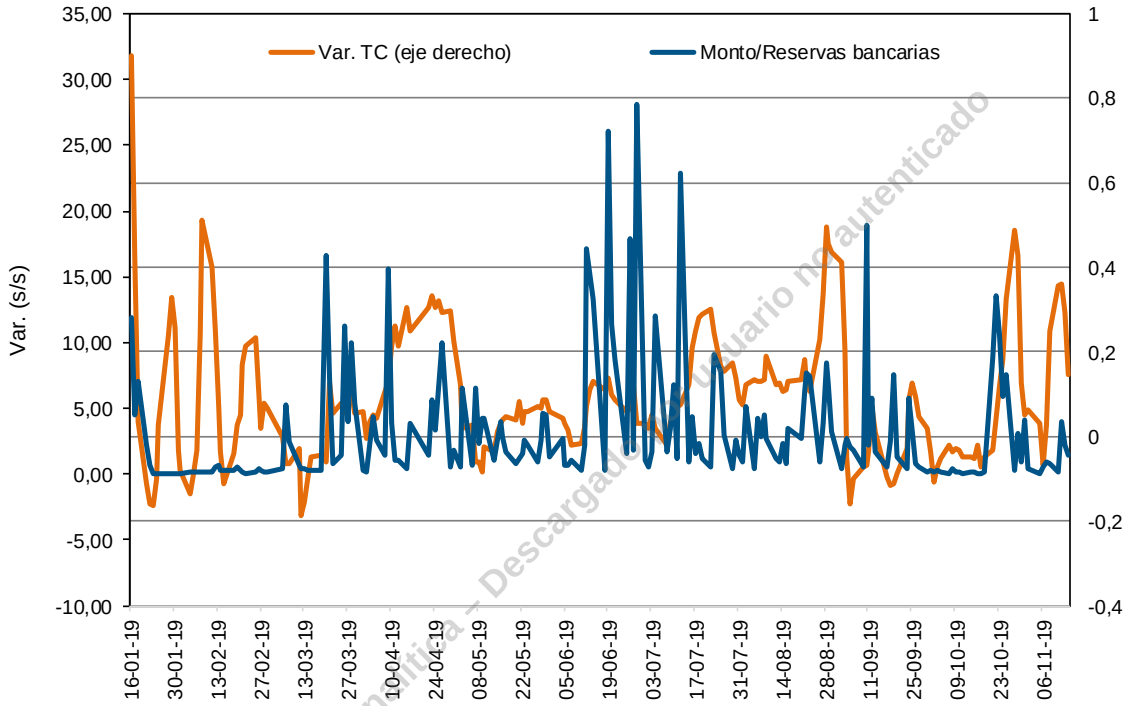
[4] Debido a incrementos en el tipo de cambio no oficial.

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

bancos, indicativo de las necesidades de éstos por bolívares para cumplir con órdenes de pagos por parte de los entes públicos (mientras tales pagos se hagan efectivos)[5].

Monto negociado en el mercado overnight Vs. variación semanal TC no oficial



Fuentes: Ecoanalítica.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Por otro lado, la poca persistencia en el alza del tipo de cambio parece ser indicativa de que, aún con niveles menos agresivos, la hiperinflación sigue afectando la renta de los hogares y las empresas. En tal sentido, la descapitalización de los agentes en moneda extranjera ha traído consigo que, una vez ocurrida las presiones cambiarias y su efecto sobre precios, el tipo de cambio tienda a ceder toda vez el mercado tiende a ser nuevamente alimentado de moneda extranjera (en búsqueda de los bolívares para enfrentar la nueva inflación).

Entonces, ¿Por qué suben los precios, mientras el tipo de cambio cede? En esta dinámica, parecen estar actuando, a la vez, dos efectos: los incrementos de la cantidad de dinero que elevan el tipo de cambio (o la compra de divisas), y el alza consecuente de los precios que hace que el tipo de cambio tienda a ceder en lapsos posteriores.

[5] Las necesidades han sido tales que el mercado de nivelación ha negociado USD 51,8 MM en los primeros quince días de noviembre, luego de pactar USD 42,1 MM durante todo el mes de octubre.

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

Una actualización de nuestras estimaciones sugiere que[6], a nivel semanal, el tipo de cambio es el primer precio que cede frente al mayor flujo de dinero. En este caso, solo los precios locales parecen reaccionar al mayor tipo de cambio (y a la mayor liquidez) solo 3 semanas después del incremento de la masa monetaria. No obstante, en magnitud, tales ajustes parecen ser inferiores, aunque de mayor "duración". Otro aspecto es que la mayor inflación parece provocar en las semanas iniciales una caída (o ningún cambio) en el tipo de cambio, reproduciendo esa alza del costo de la vida en dólares que ha marcado los últimos dos años.

En tal sentido, con las mayores restricciones en el crédito vigente desde el incremento de encaje marginal a inicio de año (desde donde inicia nuestra muestra), la inflación ha hecho más aguda la caída en términos reales de los ingresos de hogares y empresas y, con ello, su capacidad de crear coberturas.

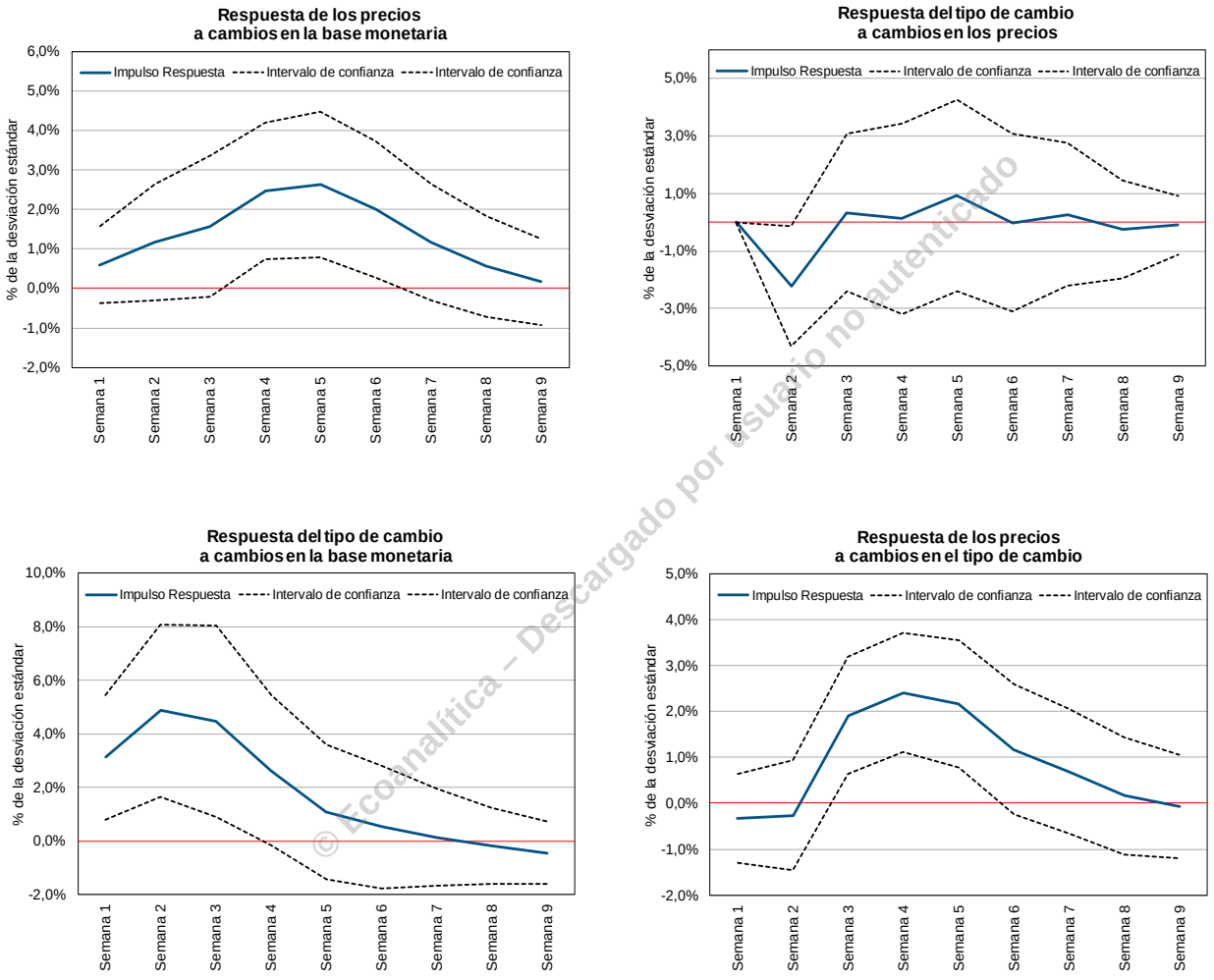
© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

[6] Extraídos a partir de la estimación de un modelo semanal de vectores autorregresivos (VAR) no estructural, entre los precios, la base monetaria y el tipo de cambio no oficial entre 2018 y octubre de 2019. Las gráficas representan la reacción de cada variable (en términos de su desviación estándar "estimada") a cambios no anticipados en la base monetaria, precios y tipo de cambio.

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

Relación entre los precios, el dinero y el tipo de cambio semanal (con mayores restricciones en el crédito)



Fuentes: Ecoanalítica.

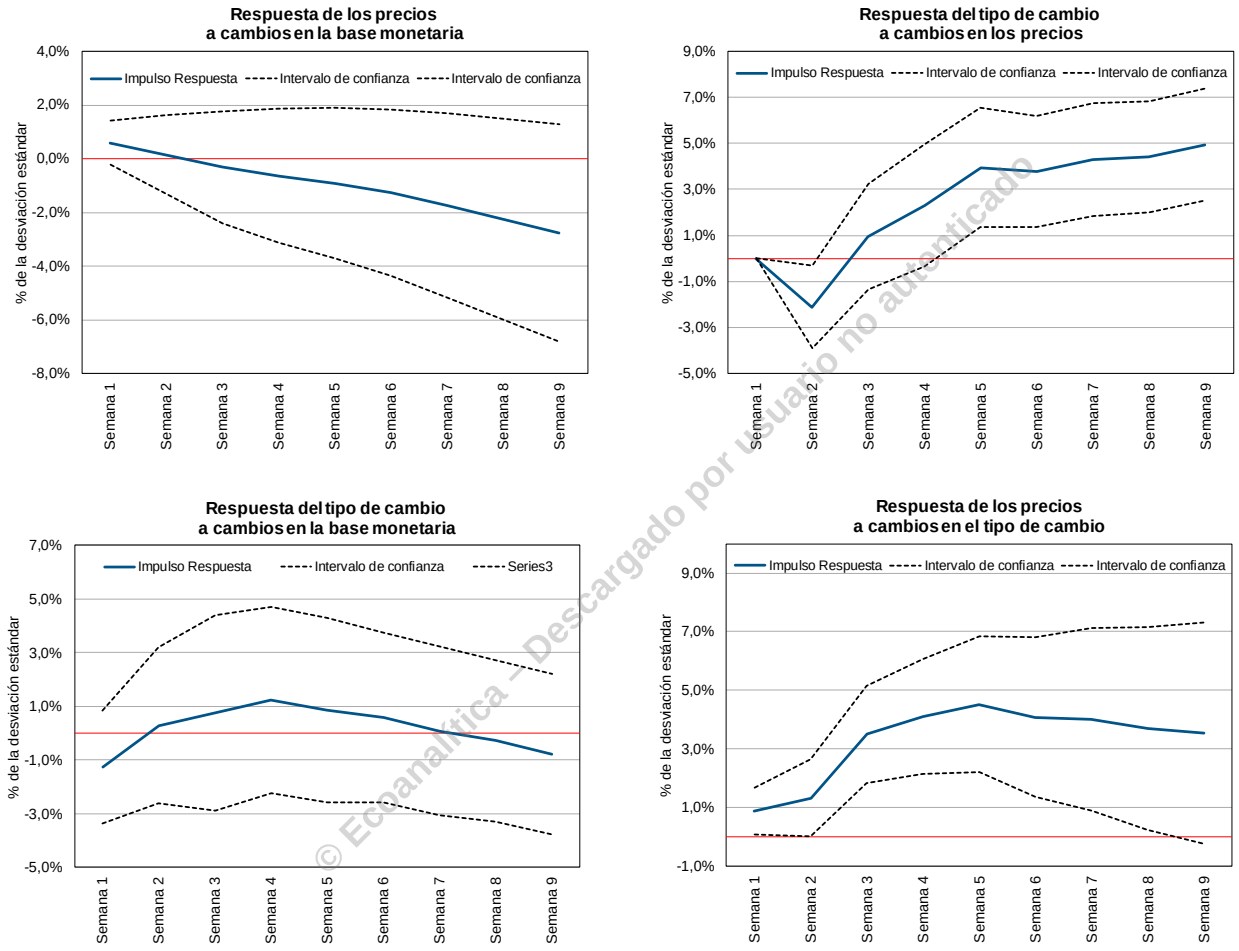
© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

¿Qué pasa si expandimos la muestra con datos desde 2018? Los resultados cambian radicalmente, al menos respecto a los efectos monetarios sobre precios. Sin embargo, parece mantenerse un efecto *pass-through* del tipo de cambio a precios más persistente respecto a la muestra anterior (visible luego de dos semanas después del alza del primero). Por otro lado, parece observarse igual reacción inicial en el tipo de cambio ante un choque en la inflación, para luego generar un incremento (sin señas de convergencia) sobre dicha paridad. ¿Por qué? Debido a que las limitaciones al crédito no fueron tan marcadas durante el 2018, permitiendo que los agentes locales se apalancaran para adquirir divisas en medio de un mayor auge en la inflación.

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

Relación entre los precios, el dinero y el tipo de cambio semanal (con menores restricciones en el crédito)



Fuentes: Ecoanalítica.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Lo anterior parece demostrar que, mientras no exista un medio alternativo para enfrentar la pérdida real de ingresos, el sobreajuste de precios tenderá a permanecer por más días que el alza en el tipo de cambio. La nueva indexación de los créditos constituye, por tanto, un refuerzo adicional a la apreciación real, mientras que el uso del *petro* no hará sino magnificar los costos operativos de las empresas en los ratos que el tipo de cambio les gane la pulsada a los precios.

Luis Arturo Bárcenas

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

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	225,92	53,06	83,49	108,04	166,47	**220,32**	390,55
2018M11	473,47	55,19	89,80	118,47	192,18	263,76	**505,74**
2018M12	739,71	73,79	123,88	164,58	280,08	393,29	**785,82**
2019M01	2.174,86	849,4	1.186,5	1.414,8	1.880,7	**2.596,4**	3.418,1
2019M02	3.424,05	809,0	1.153,4	1.393,1	1.899,2	2.311,7	**3.604,1**
2019M03	3.362,09	553,4	881,5	1.119,7	1.674,4	2.170,2	**3.709,4**
2019M04	6.028,46	714,2	1.123,7	1.454,1	2.240,7	2.965,5	**5.256,6**
2019M05	6.450,38	915,7	1.204,4	1.588,9	2.577,5	3.537,5	**6.782,7**
2019M06	7.517,06	1.080,6	1.548,7	2.057,5	4.911,9	**7.538,7**	9.823,7
2019M07	11.973,69	2.468,1	3.447,7	4.111,0	5.464,9	9.078,3	**9.932,1**
2019M08	23.157,99	4.029,2	5.744,3	6.938,0	10.949,0	12.572,9	**17.949,3**
2019M09	19.662,29	7.198,3	10.742,7	15.947,1	**25.232,1**	32.783,8	38.528,0
2019M10	21.900,00	8.825,9	13.171,9	17.124,5	**26.827,3**	40.694,5	47.239,9
2019M11		**11.428,2**	**17.055,4**	**19.573,8**	**30.257,9**	**38.666,0**	**61.168,1**
2019M12		**13.099,7**	**15.591,7**	**18.389,9**	**41.599,5**	**65.303,1**	**87.805,4**

Fuentes: BCV, Ecoanalítica y Cálculos propios

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

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)			
	oct-19	Var. % (m/m)	Var. % (a/a)
M2/RRII*	2.543,0	32,7	10.526
Tipo de cambio nominal de paridad**	105.980,5	17,2	23.110
Mesas de cambio***	23.402,9	12,8	36.049
TCP (Consumidores)	20.736,3	-2,8	4.441

Fuentes: BCV, otros Bancos Centrales y Ecoanalítica

* Cierre de mes. ** Promedio mensual (AN). *** Última subasta hecha

© Ecoanalítica - Descargado por usuario no autenticado

Indicadores de tipo de cambio anual

Tipos de cambio (VES/USD)				
	2017	2018	Devaluación	Depreciación/ Apreciación Real
TCP Importaciones públicas[1]	**0,001**	**61,9**	**99,998**	**-98,3**
TCP (importaciones)[1]	0,03	102,9	**99,97**	-97,2
TC nominal de paridad[2]	**0,2**	**3.616**	**97,97**	**0,0**
M2/RRII[2]	0,1	91,1	99,9	-97,5

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**	**2018E**	**Peso**
Importaciones Públicas	0,001	75,1%	45,7	71,7%
Sitme	-	-	-	-
Sicad	-	-	-	-
Sicad II	-	-	-	-
Cadivi preferencial	-	-		
Cencoex - Dipro	0,0001	5,6%	-	-
Simadi - Dicom	0,021	6,0%	45,7	5,3%
No Oficial	0,242	13,3%	116	23,1%
TC ponderado importaciones	**0,03**		**61,9**	
Variación	**1030,8%**		**179675,0%**	
Devaluación	**91,2%**		**99,9%**	

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**
Cencoex - Dipro	0,0001	22,6%	-	-
Simadi - Dicom	0,02	24,0%	45,7	18,6%
No Oficial	0,2	53,4%	116,0	81,4%
TC ponderado importaciones privada	**0,13**		**102,9**	
Variación	**1832,4%**		**76433%**	
Devaluación	**94,8%**		**99,87%**	

Fuentes: BCV, Cadivi/Cencoex y Ecoanalítica

*Promedio anual

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

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
feb-18	-	-	-	0,1	0,1
mar-18	-	-	-	4,6	4,6
abr-18	-	-	-	5,6	5,6
may-18	-	-	-	6,2	6,2
jun-18	-	-	-	1,3	1,3
jul-18	-	-	-	0,7	0,7
ago-18	-	-	-	1,2	1,2
sep-18	-	-	-	0,7	0,7
oct-18	-	-	-	5,4	5,4
nov-18	-	-	-	2,8	2,8
dic-18	-	-	-	3,5	3,5
ene-19	-	-	-	0,7	0,7
feb-19	-	-	-	1,8	1,8
mar-19	-	-	-	1,3	1,3
abr-19	-	-	-	13,0	13,0

Fuentes: BCV, Mefbp y Ecoanalítica

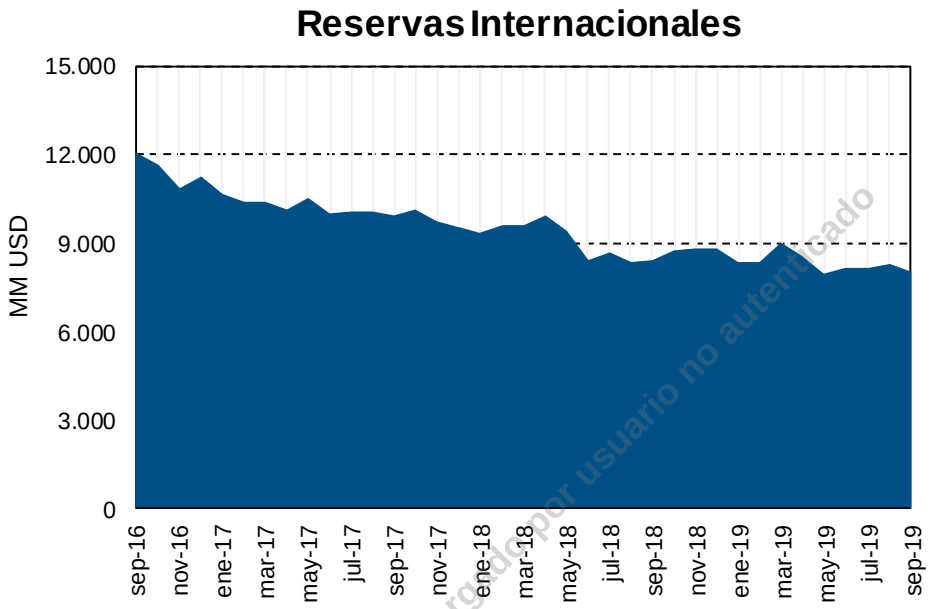
*Asignaciones de divisas del sector público a privados.

© 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.

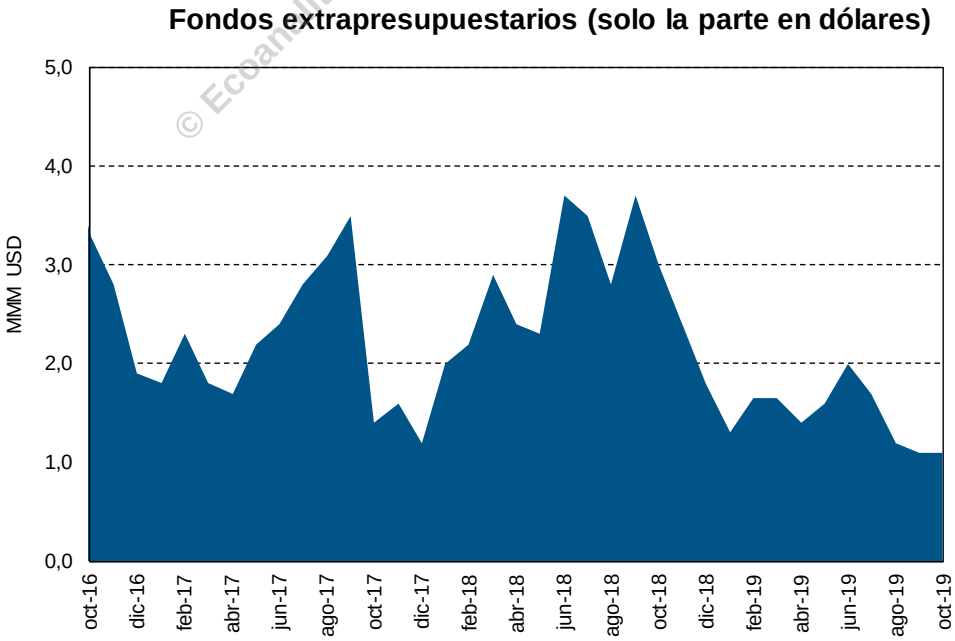
@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

Reservas Internacionales



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

Fondos Extrapresupuestarios



Fuente: 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

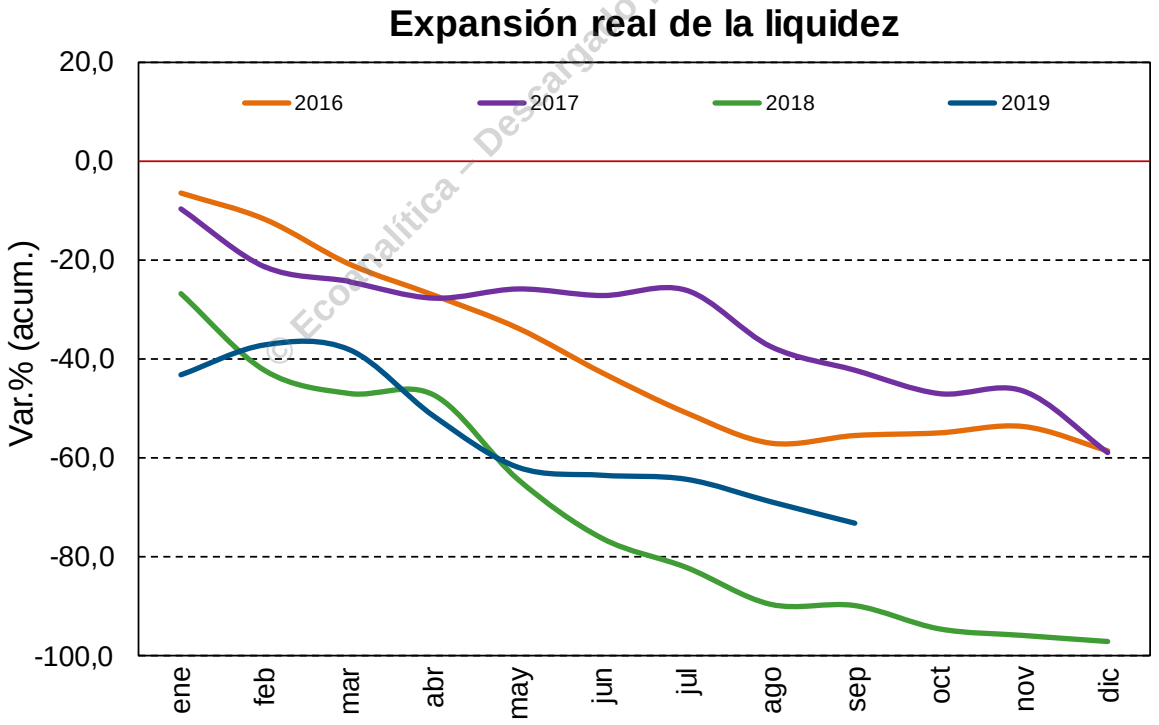
Deuda parcial no financiera

Deuda (parcial) no financiera en divisas - Sector Privado (MM USD)								
	2017	3T2018	4T2018	1T2019	2T2019	3T2019	Var. % (a/a)	Var. % (t/t)
Cadivi - Importaciones no liquidadas	8.726	6.832	6.294	5.917	5.741	5.411	-20,8%	-5,7%
Cadivi -Dividendos aprobados y no liquidados	1.626	541	393	203	201	200	-63,0%	-0,5%
Cadivi -Renta y servicios*	3.412	1.906	1.411	1.126	1.090	1.089	-42,9%	-0,1%
Empresas mixtas - Socias Pdvsa	12.091	12.110	12.109	12.087	12.086	12.416	2,5%	2,7%
Total	**25.855**	**21.389**	**20.207**	**19.333**	**19.118**	**19.116**	**-10,6%**	**0,0%**

Fuente: Ecoanalítica
*Incluye deuda con aerolíneas.

Indicadores Monetarios

Liquidez monetaria (M2)



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

- ✓ Pocos días antes de que el bono Pdvsa 20 entre formalmente en *default*. el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos bloqueó temporalmente la venta de acciones de Citgo vinculadas a dicho bono.
- ✓ El organismo indicó que la venta y transferencia de dichas acciones será bloqueado hasta el 22 de enero, a menos que esto se autorice por la OFAC.
- ✓ El Departamento del Tesoro de Estados Unidos autorizó nuevas licencias especiales que permiten a entes petroleros con capital estadounidense realizar transacciones comerciales con Pdvsa que se encontraban vigentes antes del 26 de julio.
- ✓ Fuentes de Reuters de Reuters aseguraron que Nayara Energy está adquiriendo petróleo de Venezuela usando a Rosneft como intermediario.
- ✓ El ministro de Energía de Rusia, Pavel Sokorin, comentó que en la próxima reunión que celebrará la Organización de Países Exportadores de Petróleo y Rusia (Opep+) entre el 5 y 6 de diciembre se tratará la desaceleración del incremento de la producción de crudo de Estados Unidos (USA).
- ✓ Argus Media publicó el 25 de octubre de 2019 un reporte donde indicó que Pdvsa está importando alrededor de 60 kb/d de gasolina, una fracción de la demanda total, que las refinerías nacionales no pueden satisfacer, según fuentes internas del Ministerio de Petróleo Venezolano.
- ✓ Según documentos internos de la estatal Petróleos de Venezuela (Pdvsa) y datos de Refinitiv Eikon, la compañía y sus empresas conjuntas entregaron 33 cargas de crudo y productos refinados en el mes de octubre, teniendo una exportación que superó los 800.000 barriles diarios (bpd) por segundo mes consecutivo.
- ✓ Rosneft, el mayor productor de petróleo de Rusia, afirmó que Pdvsa realizó un pago que redujo su deuda pendiente de 1.100 millones de dólares, a finales del segundo trimestre, a 800 millones de dólares, a finales del tercer trimestre.
- ✓ El Banco Central de Venezuela (BCV) publicó cifras que muestran que los sectores no petroleros que han experimentado mayor contracción son la construcción (-74,1%), la manufactura, con (-56,3%), las instituciones financieras y de seguros (-55,6%) y el comercio (-39.2%).
- ✓ Según los datos publicados, Venezuela acumula en 2019 una inflación de 9.241,0%. La menor variación de precios la observamos en junio, mes en el que se observó una inflación mensual de 22,1%. El mes con mayor inflación continúa siendo enero, con una variación de 196,6%.
- ✓ Los datos del producto interno bruto señalan una continuidad de las contracciones observadas en los últimos años. El BCV señala que el 2018 cerró su último trimestre con una caída interanual de 20,2%. Mientras que el primer trimestre del 2019 marca una caída interanual del PIB de 26,8%.
- ✓ En el informe del FMI se destaca el papel de Venezuela, pero por el éxodo masivo de venezolanos dentro de la región (4,5 millones según el Alto Comisionado de las

© Ecoanalítica - Descargado 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

Naciones Unidas para los Refugiados (Acnur)), que representa una variable de consideración para los gobiernos de turno en la región y para las organizaciones multilaterales que los asisten.

- ✓ La empresa de software estadounidense *Adobe Systems Incorporated* informó que el Gobierno de Estados Unidos emitió una licencia que permite a la compañía proporcionar todos sus productos y servicios en Venezuela. Como resultado, el acceso de sus clientes a *Creative Cloud* y *Document Cloud* no se interrumpirá y continuarán teniendo acceso a los mismos productos y servicios.
- ✓ El expresidente de Hidrocapital, José María De Viana, advirtió que el agua distribuida por el ente estatal no es inspeccionada por ningún organismo imparcial. Afirmó que es necesario hacer una alerta sanitaria ya que "los mismos operadores de las plantas han confesado que no están clorando el agua".
- ✓ La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) publicó que preveía que la economía venezolana se contrajera 25,5% para 2019, mientras que para 2020 esta cifra es un poco menos dramática, ya que se proyecta una contracción de 14,0%.

© Ecoanalítica – Descargado 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

Reporte de la deuda de Venezuela y Pdvsa

Por: Knossos Asset Management

Al llegar el 27 de octubre, y en consecuencia la fecha límite para el pago de los USD 913 millones correspondientes al pago de amortización e intereses del bono PDVSA 2020, quedó claro que para el gobierno interino "todas las opciones estaban sobre la mesa" a la hora de mantener el control de CITGO. El 24 de octubre, el gobierno de los EEUU y la OFAC finalmente tomaron medidas con la emisión de la enmienda a la Licencia General 5 (ahora GL 5A), que crea una protección de 90 días para el activo. La GL 5A prohíbe transacciones relacionadas a la venta o transferencia de acciones de CITGO relacionadas con el bono PVDSA 2020, y estará vigente hasta el 21 de enero de 2020.

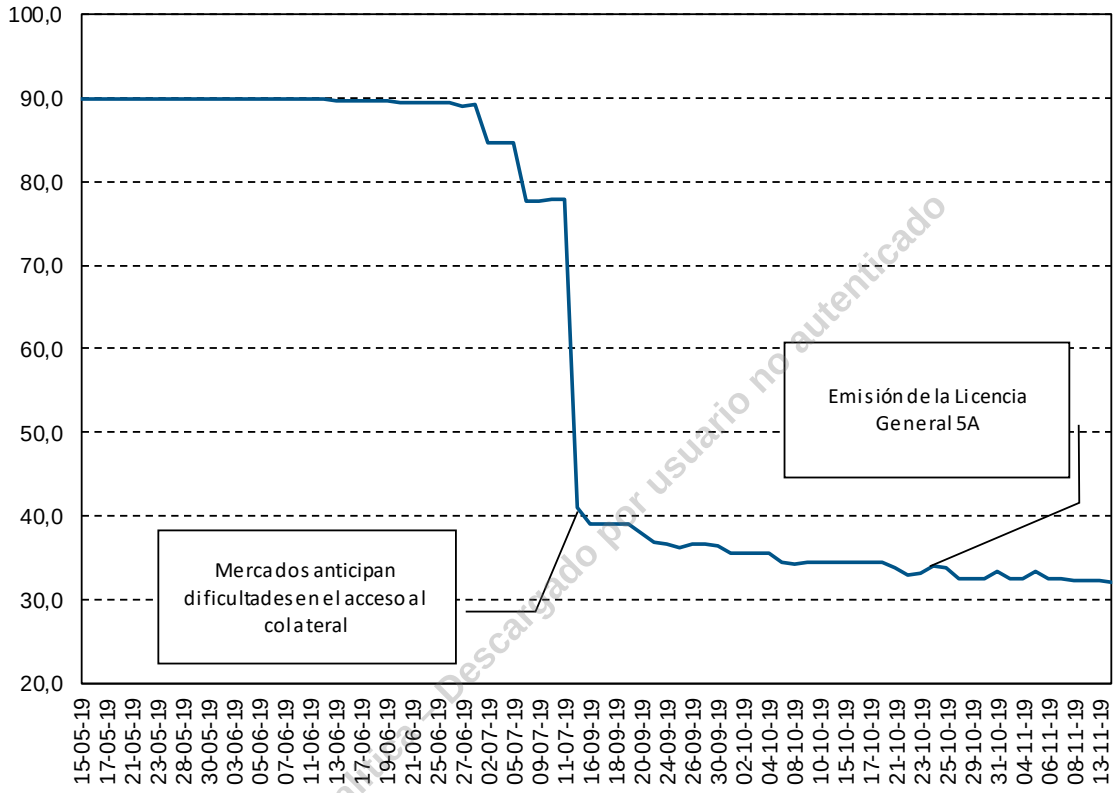
La GL 5A es el resultado de significativos esfuerzos de la administración Guaidó para obtener apoyo adicional por parte del gobierno de los EEUU, con el objetivo ganar tiempo y mejores condiciones para hacer frente a los acreedores. Sin embargo, los límites de tiempo establecidos para alcanzar un acuerdo con los tenedores del bono PDVSA 2020 y la amenaza de otros acreedores (como Crystallex, ConocoPhillips y Rusoro Mining) nos hacen cuestionar la sostenibilidad de esta estrategia y el alcance de la protección a CITGO.

© Ecoanalítica – Descargado 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

Evolución del precio del bono PVDSA 2020 (may-nov 2019



Fuentes: Bloomberg BGN, Knossos Asset Management.

© Ecoanalítica - Descargado por usuario no autenticado

Dadas las últimas noticias sobre el bono PDVSA 2020 nos gustaría resaltar las más recientes reacciones del precio de este título. Se estuvo transando alrededor de 90 cents hasta mediados de este año, cuando el gobierno interino anunció que no iba a hacer el pago de octubre. En la medida que fueron surgiendo dudas sobre la capacidad de los acreedores para acceder al colateral ante lo que a todas luces parecía un evento de impago, los precios cayeron a alrededor de 40 cents, para luego estabilizarse en 30 cents tras la enmienda a las sanciones.

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

Desempeño de los bonos VENZ/PDVSA, octubre 2019				
Security	30/09/2019	31/10/2019	Retorno Total	Retorno Total (2019 YTD)
VENZ 6 12/09/20	10,85	10,40	-4,15%	-54,37%
VENZ 12 3/4 08/23/22	10,85	10,70	-1,38%	-55,22%
VENZ 9 05/07/23	10,85	10,60	-2,30%	-54,10%
VENZ 8 1/4 10/13/24	10,80	10,60	-1,85%	-54,96%
VENZ 7.65 04/21/25	10,75	10,30	-4,19%	-54,80%
VENZ 11 3/4 10/21/26	10,80	10,60	-1,85%	-57,74%
VENZ 9 1/4 09/15/27	10,90	10,80	-0,92%	-54,31%
VENZ 9 1/4 05/07/28	11,00	10,70	-2,73%	-53,62%
VENZ 11.95 08/05/31	11,05	10,70	-3,17%	-55,11%
VENZ 9 3/8 01/13/34	10,75	10,65	-0,93%	-62,15%
VENZ 7 03/31/38	10,85	10,75	-0,92%	-53,32%
PDVSA 8 1/2 10/27/20	36,50	33,25	-8,90%	-64,48%
PDVSA 9 11/17/21	8,25	6,95	-15,76%	-62,21%
PDVSA 12 3/4 02/17/22	8,45	7,10	-15,98%	-62,93%
PDVSA 6 05/16/24	8,45	7,05	-16,57%	-53,02%
PDVSA 6 11/15/26	8,25	7,00	-15,15%	-53,49%
PDVSA 5 3/8 04/12/27	8,15	6,85	-15,95%	-54,45%
PDVSA 9 3/4 05/17/35	8,45	7,00	-17,16%	-63,44%
PDVSA 5 1/2 04/12/37	8,25	6,85	-16,97%	-54,49%

Fuente: Bloomberg CBBT, Knossos Asset Management.

*Nota: Los retornos fueron ajustados para tomar en cuenta la pérdida del interés devengado tras las resoluciones de EMTA

© Ecoanalítica - Descargado por usuario no autenticado

Las futuras acciones del gobierno interino serán claves a la hora de sentar un precedente de su enfoque con respecto a la restructuración de la deuda. Al respecto, el 29 de octubre el gobierno interino introdujo una demanda ante la corte del Distrito Sur de Nueva York, solicitando que se declare la nulidad del bono PDVSA 2020. Todo esto ocurre después de que la Asamblea Nacional revelara su intención de anular el bono, el pasado 15 de octubre.

Por su parte, el 4 de noviembre el Comité de Acreedores de Venezuela emitió una respuesta señalando lo dañina que es la GL 5A para sus intereses, dado que reduce significativamente los incentivos del gobierno interino para negociar. La credibilidad del gobierno interino puede deteriorarse de forma importante en este contexto, ya que decidió proteger a CITGO por la vía de los tribunales cuando en el pasado mes de julio, a través de los “Lineamientos para la renegociación de la deuda pública externa heredada del período Chávez/Maduro” pidió paciencia a los acreedores disuadiéndolos de no recurrir a las cortes.

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 pulso por las acciones de CITGO: hallando el balance entre fuerza e inteligencia

En sus esfuerzos por tomar control de todas las instituciones venezolanas, el gobierno interino ha adoptado a CITGO como la bandera de su causa. En repetidas ocasiones hemos sugerido que la colaboración con los tenedores y los acreedores es un factor crucial para mantener a salvo los activos de la nación y llegar a un proceso de restructuración exitoso, por lo que acciones judiciales que puedan ser consideradas hostiles no solo son difíciles de deshacer, sino que atentan contra el apoyo que se pudiera recibir de los acreedores y hace más difícil recuperar la confianza a futuro.

Con la Asamblea Nacional preparándose para justificar la nulidad del bono PDVSA 2020, parece cuesta arriba esperar una solución consensuada que emerja de negociaciones cordiales antes del 21 de enero. Cabe destacar que, en el año 2017, el consenso del mercado era que el título había sido legalmente emitido. Hubo quienes se opusieron al swap y al uso de CITGO como colateral, algo sin precedentes para la fecha, pero contrario a lo que ocurrió con el PDVSA 2022 6% (los llamados *bonos del hambre*), el mercado no cuestionó la validez legal del PDVSA 2020 y por lo tanto el bono nunca se transó a descuento con respecto a los otros títulos. El pago hecho “bajo protesta” también evidencia la validez que se le da al colateral. Será interesante ver cómo se desenvuelve el juicio ya que parece poco probable que la administración Trump esté dispuesta a proveer protección para CITGO por tiempo indefinido y en detrimento de los intereses de todos los acreedores que esperan en la fila para cobrar de las acciones de CITGO.

El hecho de que veamos progresos significativos en todo lo relacionado con la deuda venezolana sigue dependiendo del entorno y las condiciones políticas. Por esta razón no esperamos ningún cambio material o avance con respecto a la renegociación de la deuda durante el último trimestre de 2019. Mientras tanto, las discusiones sobre elecciones parecen estar tomando parte en el escenario. El 30 de octubre la Asamblea Nacional aprobó la creación de un comité de nominaciones para seleccionar las nuevas autoridades electorales. Según las leyes venezolanas, este comité está integrado por 11 diputados y 10 representantes de la sociedad civil. Por el momento no hay un calendario que permita saber cuándo espera la Asamblea Nacional completar el proceso de selección de nuevas autoridades electorales. Aún podemos ser testigos de un milagro de Navidad, pero lo más probable es que sea el año 2020 durante el cual todos estos eventos se desarrollen y podamos generar una evaluación más precisa acerca de su impacto sobre la deuda venezolana.

Ecoanalítica - Documento de uso exclusivo 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

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
Guillermo Arcay Finlay/ Economista
guillermoa@ecoanalitica.net / @guillermoarcayf
Giorgio Cunto Morales / Economista
giorgioc@ecoanalitica.net / @giorgiocunto
Corina Fung/ Economista
corinaf@ecoanalitica.net / @corinafung7

ASISTENTES DE INVESTIGACIÓN:
Jhoan F. Castellano
Diego Santana
Carmen Pelay

© Ecoanalítica Descargado no autorizado

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