



Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

En esta edición:

¿Sustituirá la Bolsa de Valores Pública Bicentenario al Sitme en el corto plazo?	2
¿Crecimiento en el cuarto trimestre de 2010? No celebramos la salida técnica de la recesión	8
El Gobierno nacional le aplicó el alicate al sistema financiero.....	13
Subió el petróleo: ¿Qué está pasando en el mercado petrolero y cuáles serán las implicaciones para Venezuela?	16
Venezuela: Más que nunca, atada al desempeño de la industria petrolera... ¿Podrá Pdvsa producir más este año?	19

En abril, usted debe tener en cuenta:

- **¿Próxima emisión?** En *Ecoanalítica* esperamos que tanto Pdvsa como la República estén activas para finales del trimestre que empieza desde este mes. En el caso de la primera esperamos que acuda al mercado cerca del inicio del tercer trimestre, con un monto similar al de la emisión anterior. En el caso de de la República, esta será un poco más pasiva este año y esperamos que salga al mercado en el último trimestre del año con un monto entre US\$1.500 –US\$2.500 millones.
- **Bono Pdvsa 2022.** Seguimos recomendando que si usted desea obtener la mayor cantidad de divisas posible a través del Bono Pdvsa 2022, recomendamos estar atento a la cotización del bono en los mercados internacionales. Al tomar en cuenta el desempeño de los bonos venezolanos en general, precios a partir de un 80% para este papel son ideales para su venta.
- **Cambios en el mercado financiero.** En lo que va de año se aprobaron un conjunto de medidas en el entorno financiero, entre ellas destacan: (i) el porcentaje de la gaveta crediticia para el sector turismo (fijado en 3%), (ii) el establecimiento de los límites máximos de la totalidad de los fondos fideicometidos (que no podrán exceder cinco 5 veces el total patrimonio), (iii) medidas de reestructuración y condonación de deudas del sector agrícola con el sector financiero, y (iv) normas que regulan el uso de los servicios de la banca electrónica.
- **Tasas de interés reales negativas.** Como siempre, el endeudamiento en bolívares sigue siendo una opción muy atractiva, debido a que las tasas de interés nominales continúan estando por debajo de la inflación interanual. En especial recomendamos el endeudamiento para participar en la próxima emisión. A pesar de que las inversiones no sean tan atractivas, endeudarse en bolívares fue, es y será una buena decisión.
- **Mayor dinámica en Sitme a través de los bancos públicos**



¿Sustituirá la Bolsa de Valores Pública Bicentenario al Sitme en el corto plazo?

Actualmente todo parece indicar que el Gobierno ha comenzado a dar sus primeros pasos para adecuar, en un futuro aún lejano en el corto plazo, la plataforma tecnológica para que la Bolsa de Valores Pública Bicentenario (BVPV) asuma el control del Sitme, y es que en el Ministerio de Finanzas han comenzado los estudios necesarios para tal fin.

Sin embargo, en **Ecoanalítica** somos de la opinión de que falta mucho camino por recorrer, dado que a la falta de una adecuada plataforma tecnológica también habría que agregarle la existencia de una base operativa. Prueba de ello estriba en el hecho de que hasta los momentos la BVPB solo ha tenido disponibles dos productos, y entre los papeles comerciales que dispone se encuentran Toyota Services y Envases Venezolanos, productos que, además pueden ser adquiridos por medio de la banca privada y no representan una opción viable para mitigar la merma que mes a mes produce la escalada inflacionaria que padece Venezuela.

¿Qué pasa en el Sitme y Cadivi?

En cuanto al Sitme y a Cadivi, considerando el avance que para este año se espera en los precios del petróleo, lo que por ende implica un incremento del flujo de divisas que ingresan al país, y en consecuencia un mayor flujo de divisas para Cadivi en el otorgamiento de divisas, sobre todo en sectores prioritarios como el de alimentos y medicinas. Este año el nivel de divisas autorizadas debería en la medida de lo posible ser mayor al registrado en 2010, aunque no en una gran cuantía

En este punto tenemos que mencionar que para el segundo trimestre de 2011, el Estado asumirá las importaciones de cinco materias primas esenciales como la leche en polvo, azúcar cruda, trigo maíz y aceites, pretendiendo concentrar un alto porcentaje de las importaciones de alimentos, esto debido no solo debido a la volatilidad que estos últimos experimentan a nivel internacional sino también con el objeto de garantizar la estabilidad en el abastecimiento en todo el país. Lo que de una u otra forma frenará la dinámica productiva interna.

Obstaculizando aún más el proceso actualmente enfrentan los industriales a la hora de acceder a la divisas, lo que señala de forma clara la inexistencia de un sistema que garantice el otorgamiento de divisas a tiempo, aunado a este hecho debemos mencionar también los retrasos en las emisiones de los certificados de insuficiencia y de no producción y la sumisión de los privados a los controles del Estado en esta materia alimentaria, utilizando como bandera ideológica la especulación, cuando en realidad corresponde al desabastecimiento.



Crisis en Libia y sus repercusiones.

Por otro lado, no debemos dejar de mencionar el alza que han experimentado los hidrocarburos como consecuencia de la desestabilización en Libia y otros países del Oriente Medio y Norte de África (OMNA) que han comprometido la oferta mundial de crudo. Ante este panorama, los inversionistas, que en un primer momento habían retirado la atención de los papeles de los mercados emergentes, volcaron de nuevo su atención a ellos, ante la escalada súbita que experimentaron los precios del petróleo. Lo que, a su vez, hizo suponer una mejora en los rendimientos de los papeles venezolanos que se cotizan en el mercado internacional.

¿El desastre como un punto de irreversibilidad económica?

Ahora bien, en otro orden de ideas no debemos dejar de mencionar los efectos que experimentará la economía global tras el reciente terremoto y tsunami sucedido en Japón recientemente. Japón es la tercera economía del mundo, después de EE.UU y China, por lo que una caída en su crecimiento podría quitar dinamismo a la recuperación global. Vale recordar que, en la catástrofe anterior, el terremoto de Kobe en 1995, las pérdidas económicas sumaron aproximadamente unos US\$100.000 millones, hasta ahora el Gobierno japonés estima que los costos pudieran oscilar entre US\$185.000 y los US\$308.000 millones, pero estos cálculos no incluyen las pérdidas en la actividad económica.

En el corto plazo, el crecimiento de Japón estará fuertemente afectado más de lo que ha estado, dado no solo el nivel de destrucción en su base productiva, sino también por los lastres con los que también debe cargar esta economía como lo son la deflación y el alto nivel de endeudamiento de casi 200% del PIB.

Japón es además uno de los principales consumidores de commodities del mundo, debido a que su geografía no es abundante en recursos naturales. Este país es también el tercer consumidor mundial de petróleo, por lo que la turbulencia se hizo sentir sobre los precios del crudo, los cuales comenzaron a reaccionar hacia la baja, debido a la caída en demanda de crudo. Sin embargo, creemos que el impacto será positivo a medida que empiece la recuperación en Japón. No olvidemos que la capacidad de respuesta de la tercera economía mundial para eventos de esta magnitud es una de las mejores del mundo y al inicio del mes de abril esperamos una recuperación en los precios del crudo.

A la espera de un mejor desempeño

Dada la volatilidad de los mercados financieros, los inversionistas están atentos al comportamiento de los papeles venezolanos, tomando en consideración, entre otros factores, los



precios del petróleo, por lo que tras el desastre de Japón y el posterior descenso que experimentaron los mismos ante una menor demanda de crudo por parte de la nación nipona, los inversionistas han decidido, aunque no en su mayoría, salir de sus posiciones en general, arrastrando ligeramente hacia la baja los precios de los bonos venezolanos.

Esto, pese al buen desempeño que mostraron en semanas anteriores por los sucesos en la región del OMNA. En lo que resta de año, las autoridades financieras y económicas se encontrarán atentas a lo que suceda y a la espera del comportamiento de los bonos venezolanos en el mercado internacional, no solo para emitir nuevos papeles de deuda, en un futuro cercano sino también para cumplir uno de los objetivos de la última emisión del bono 2022 de Petróleos de Venezuela por US\$3.000 millones, de alimentar el Sistema de Transacciones con Títulos en Moneda Extranjera (Sitme), objetivo que hasta ahora no se había podido cumplir del todo.

En **Ecoanalítica** somos de la opinión que para estos papeles puedan ser transados de manera óptima los mismos deberían alcanzar una cotización de al menos 81%, precio que parece lejano considerando que el mismo ha oscilado en 78,5%. Por lo que recomendamos estar atentos a la cotización dentro del próximo mes, tomando en cuenta el desenvolvimiento y los temores que afecten negativamente los mercados internacionales, esto con el objeto de obtener una mayor cantidad de divisas. Por otro parte, debemos acotar que dependiendo de la finalidad o el interés que tenga el inversionista, es buen momento para comprar el Pdvsa 2022, dado el precio que en la actualidad reportan en los mercados.

Sin embargo y ya para concluir, en **Ecoanalítica** esperamos, en la medida que mejoren las perspectivas en los mercados internacionales, que dos nuevas emisiones saldrán a la palestra, una para mediados y la otra ya para finales de este 2011. Estas emisiones podrían ser una de Pdvsa, la cual se estima por un monto similar a la realizada el mes de febrero (US\$3.000 millones), y otra de la República, la cual podría estar cercana a los US\$2.500 millones, tal y como lo mencionamos en nuestra edición de Entorno y Política Cambiaria del mes de febrero.

Dichas emisiones darán prioridad a sectores prioritarios, tales como el sector de alimentos y medicinas, entre otros, por lo que recomendamos abiertamente la cobertura mediante estos instrumentos pues representarían un contingente futuro representando una buena oportunidad de inversión. Por último, no consideramos al menos en el corto plazo que exista algún tipo de ajuste a la tasa de cambio en el mercado oficial, y mucho menos vía Sitme, dado el incremento de la cotización de la cesta venezolana, cuyo precio para el mes de marzo se incrementó 14,0% con respecto a febrero, alcanzando los US\$100,2/bl.



Indicadores cambiarios

M2/RRII

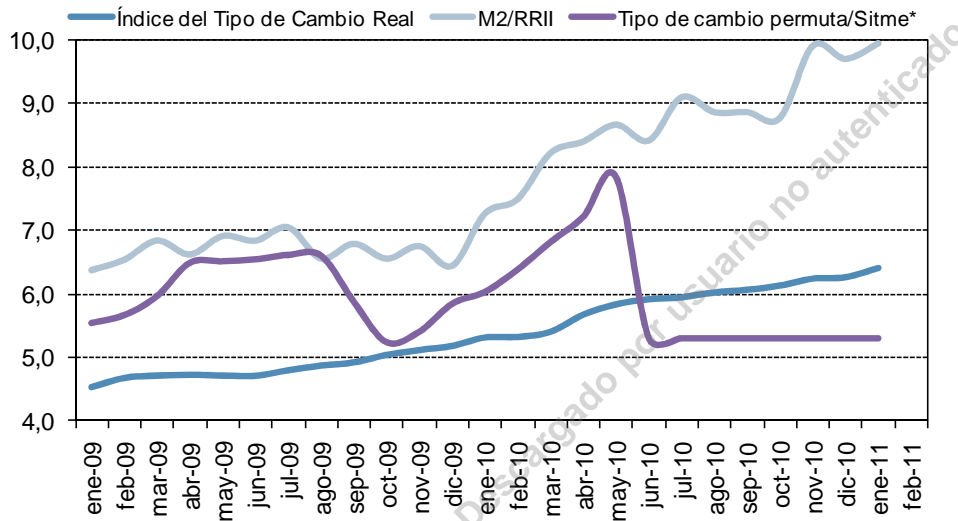
Durante el mes de marzo, el indicador M2/RRII se ubicó en 11,2 VEB/US\$, 9,6% superior que el dato de febrero de 2011, debido a los US\$2.000 millones transferidos en enero y febrero de este año y a los US\$829 millones retirados del Fondo de Estabilización Macroeconómica por Pdvsa para posteriormente entregarlos al Ejecutivo a comienzos de febrero. Con ello, las reservas internacionales registran una caída de -11,1%, con respecto al mes de diciembre, y de -7,6%, en relación con el cierre del mes de marzo de 2010. La liquidez monetaria registró un crecimiento de 2,7% respecto al mes previo y un crecimiento interanual de 26,8%

TCR

El indicador de tipo de cambio real de **Ecoanalítica** nos mide el tipo de cambio de equilibrio competitivo entre Venezuela y sus cinco principales socios comerciales (EE.UU., Brasil, China, Colombia y México). En febrero, el tipo de cambio real se depreció 23,5% con respecto a febrero de 2010, al pasar de 5,3 VEB/US\$ a 6,5 VEB/US\$, y 2,2% con respecto al mes de enero de 2011.



Indicadores del Tipo de Cambio (VEB/US\$)



Fuentes: BCV y Ecoanalítica
 *Datos del Permuta hasta el 14 de mayo/Sitme a partir del 9 de junio

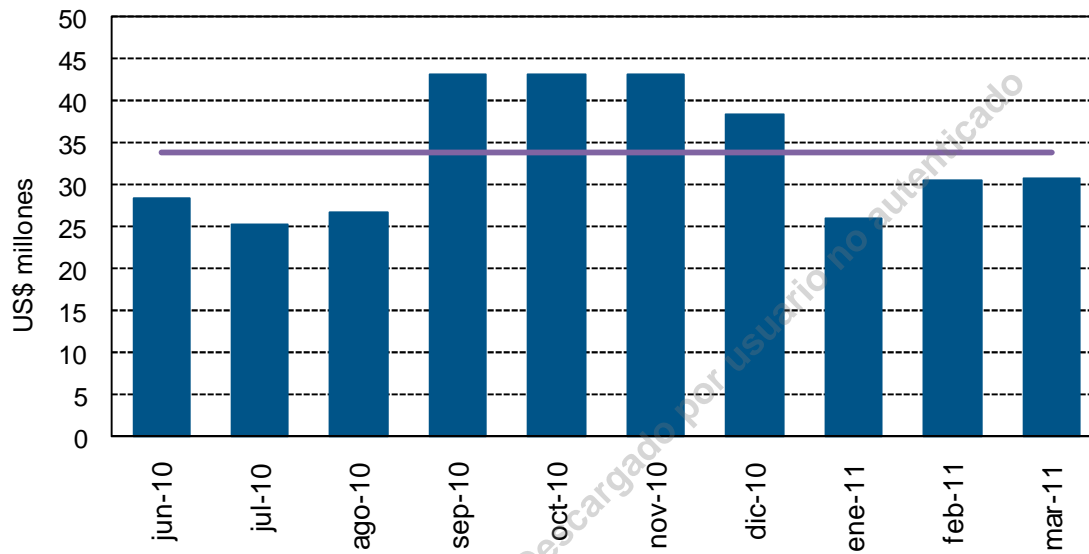
Comportamiento del Sitme.

El monto promedio diario de divisas negociado en el Sitme se mantuvo en el mes de marzo similar al mes previo, con lo cual el promedio diario se ubicó en alrededor de US\$30,9 millones en marzo y US\$30,7 millones en febrero, reduciendo así el promedio histórico diario de divisas negociadas a US\$33,8 millones (si se calcula desde su inicio, el 9 de junio). Al 25 de marzo, se habían negociado ya un total de US\$6.727,0 millones.

El precio promedio de estas operaciones se había mantenido en 5,3 VEB/US\$; sin embargo, hay que acotar que esta cifra se modificó con la reciente emisión de Pdvs y se ubicó alrededor de 6,0 VEB/US\$. En este punto, vale destacar, que no esperamos una devaluación en torno al Sitme por este año.



Promedio diario de títulos valores negociados en el Sitme



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

© Ecoanalítica – Descargado por Usuario no autenticado



¿Crecimiento en el cuarto trimestre de 2010? No celebramos la salida técnica de la recesión

De acuerdo con las últimas cifras reveladas por el BCV, la economía venezolana creció 0,6% durante el IVT2010, lo que se traduce en una contracción del indicador del PIB ajustado estacionalmente (SAAR) de -0,7%, es decir, contra el trimestre anterior. Dicho comportamiento, aunado a los resultados de los tres trimestres previos, dejan una contracción de -1,4% para 2010 con respecto a 2009, año en que la economía retrocedió 3,3% con respecto a 2008 y puso fin al ciclo expansivo vivido entre los años 2004 y 2008. En este sentido es importante resaltar que la economía venezolana registró una contracción de 4,6% en los últimos dos años, hecho que nos hace volver otra vez a niveles semejantes a los de 2007.

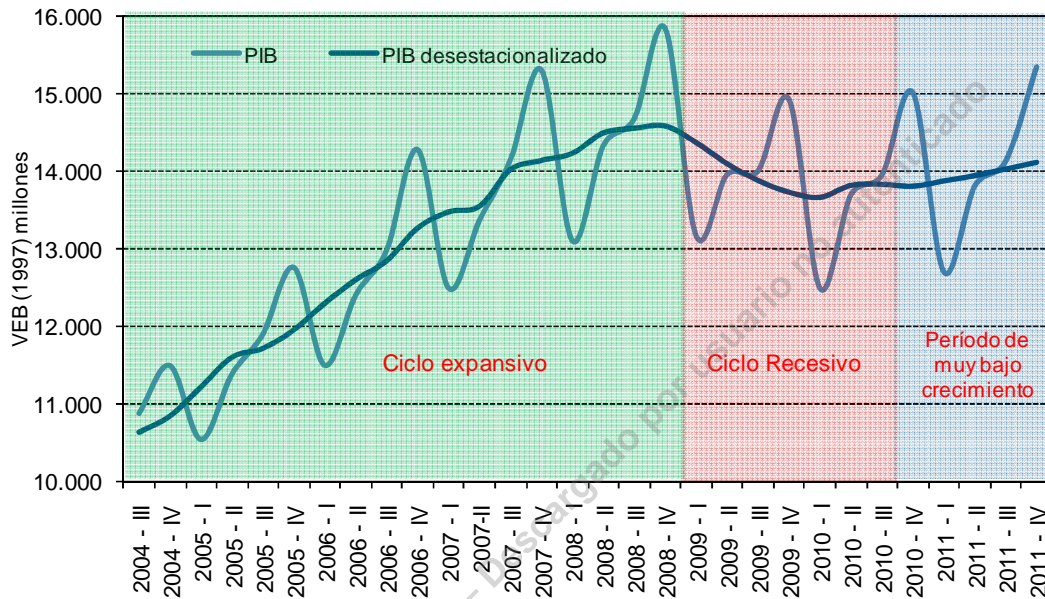
Cabe destacar que si bien salimos de *la tendencia recesiva*, tal y como señala el BCV, es importante dejar claro que retrocedimos tres años en materia de crecimiento económico y que entraremos en una fase de estancamiento en la que la economía venezolana crecerá muy por debajo del nivel de la región y del planeta tierra en general.

Pero esto no es todo. De la mano con esta fase de estancamiento, este año nos arropará una inflación cercana a 30,0%, cuyo impacto sentirán, en mayor cuantía, los estratos más bajos de la sociedad. Es por esto que en **Ecoanalítica** no vemos muchas razones para celebrar, mucho menos cuando las políticas económicas del Ejecutivo parecieran estarse alejando de lo que se requiere para volver al crecimiento, al estar enfocadas en un nuevo modelo económico. Lo paradójico de todo esto es que estamos entrando al ciclo electoral más importante de la historia política de la Venezuela contemporánea, así que como dice la canción: *Money is (or should be) in the air*.

En Venezuela, como en otros países cuyo crecimiento se fundamenta en el consumo (tanto público como privado), nos desenvolvemos en lo que puede ser llamado una economía navideña. Al hablar de una economía navideña, hacemos referencia a que nuestro PIB tiende a crecer más bruscamente en el último trimestre del año, y es por esto que al ver la gráfica de crecimiento del PIB no ajustado estacionalmente (trimestre año actual vs. trimestre año anterior) apreciamos las montañas y los valles.



PIB Vs. PIB desestacionalizado (VEB 1997)



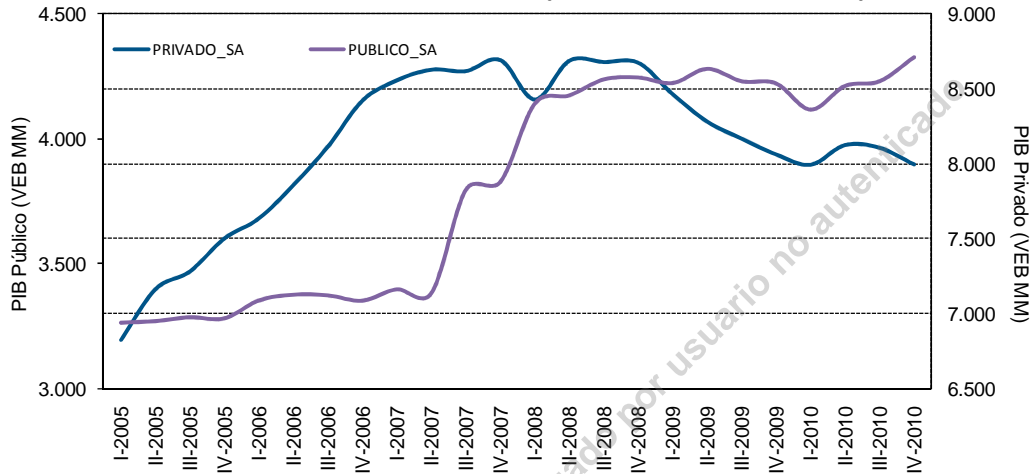
Fuentes: BCV y Ecoanalítica
Ajuste estacional realizado por el método X12

Esto quiere decir que cuando el BCV se refiere a que el crecimiento del IVT2010 se debe “al mayor suministro de divisas a través de Cadivi y su canalización hacia áreas prioritarias de la producción y el consumo; como la agroindustria y la salud”, no está tomando en cuenta que las necesidades de consumo de la población en el período (ante una debilitada y poco significativa producción nacional) no son satisfechas, por lo que tienen que ser abastecidas a través de más importaciones; ergo Cadivi (y también el Sitme) liquida más divisas durante esa época del año. Una vez más, dicha salida de la recesión obedece, entre otras cosas, a factores estacionales, por lo que la ruptura de dicha tendencia —para que sea ruptura como tal—no sólo debe ser sostenible en el tiempo sino que también deben sentirla sus ciudadanos.

Otro punto importante que quisiéramos destacar en **Ecoanalítica** es que seguimos viendo que el sector público continua mostrando un desempeño mejor al del sector privado. Sin embargo, el avance del Gobierno en esta materia ha sido precario, ya que durante el año anterior el peso del sector público dentro de la economía ascendió a 30,3%.



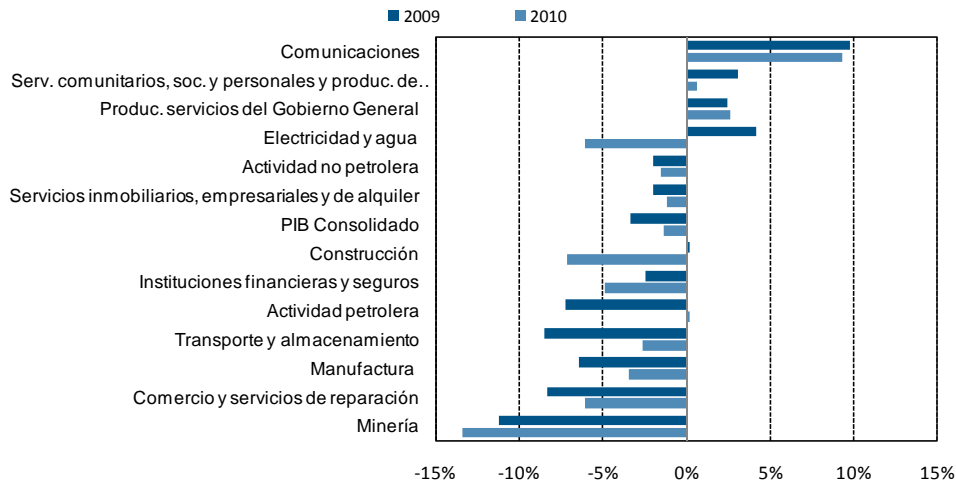
PIB Público Vs. PIB Privado (desestacionalizado - SA)



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

De esta manera, si bien hay nuevos sectores que se incorporan al crecimiento en el último trimestre, solo cuatros sectores crecieron durante el año, los cuales no son suficientes para apuntalar la economía y abastecer la demanda doméstica. En conjunto, los sectores que crecieron (sin tomar en cuenta en la actividad petrolera) representaron 24,4% del PIB al cierre del 2010, dichos sectores en el 1998 solo representaban 18,2% del PIB, hecho que demuestra los esfuerzos del Gobierno en aumentar su influencia en la economía.

Crecimiento por actividad económica



Fuentes: BCV y Ecoanalítica



En cuanto a las cifras de la balanza de pagos para 2010, se observa que esta arrojó un déficit de US\$8.060 millones, como consecuencia del resultado favorable en la cuenta corriente (US\$14.378 millones), así como del saldo negativo en la cuenta de capital y financiera (-US\$18.799 millones) y del saldo negativo en la cuenta de errores y omisiones de (-US\$3.639 millones).

El superávit en cuenta corriente responde al saldo positivo de la balanza comercial de US\$27.173 millones, por concepto de exportaciones valoradas en US\$65.786 millones (US\$62.317 millones por concepto de petróleo y US\$3.469 millones por exportaciones no petroleras) y de importaciones por valor de US\$36.613 millones. El incremento de 15,0% en las exportaciones petroleras responde al alza que durante el período registraron los precios promedio de la cesta venezolana, pese al descenso cercano a 3,0% que reportaron los volúmenes exportados.

El resultado de las importaciones nos muestra el efecto del aumento de los bienes demandados, por un mayor peso de las importaciones de rubros como alimentos, que han reportado un crecimiento importante en sus precios a nivel internacional. También destacan los rubros de aparatos eléctricos, maquinarias y equipos y metales comunes. En este punto no podemos dejar de mencionar el desplazamiento de las importaciones privadas por las públicas, lo cual obedece al mayor nivel de compras externas realizadas por el Ejecutivo Nacional, dando cuenta del elevado componente importado de los programas de inversión y de la limitada oferta de divisas que experimenta el sector privado.

El saldo percibido en la balanza comercial permitió mitigar los resultados tradicionalmente negativos de las cuentas de servicios (-US\$8.157 millones) y transferencias corrientes (-US\$559 millones). Por su parte, el resultado negativo de la cuenta capital y financiera se derivó del saldo positivo por concepto de la inversión de cartera de US\$3.189 millones y de los saldos negativos en la cuenta de inversión directa por -US\$1.212 millones y en otra inversión por -US\$17.983 millones.



BALANZA DE PAGOS				
Año 2010				
(Millones de US \$)				
	2010	2009	Var. Absoluta	Var. Relativa
CUENTA CORRIENTE	14.378	8.561	5.817	67,9%
Saldo en Bienes	27.173	19.153	8.020	41,9%
Exportaciones de Bienes f.o.b.	65.786	57.595	8.191	14,2%
Petroleras	62.317	54.201	8.116	15,0%
No Petroleras	3.469	3.394	75	2,2%
Importaciones de Bienes f.o.b.	-38.613	-38.442	-171	0,4%
CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	-18.799	-14.040	-4.759	33,9%
Inversión Directa	-3.794	-4.939	1.145	-23,2%
Inversión de Cartera	3.189	8.931	-5.742	-64,3%
Otra Inversión	-17.983	-18.032	49	-0,3%
Público	19	1.600	-1.581	-98,8%
Privado	-18.002	-19.632	1.630	-8,3%
ERRORES Y OMISIONES	-3.639	-4.783	1.144	-23,9%
BALANZA DE PAGOS	-8.060	-10.262	2.202	-21,5%

En **Ecoanalítica** tenemos tiempo haciendo seguimiento de la evolución de la salida de capitales del sector privado y para 2010, que pese a ser menor a lo registrado en 2009 aún se mantiene en niveles elevados (US\$21.641 millones frente a US\$24.415 millones). Como hemos dicho en otras ocasiones, esta es una de las grandes ironías de este control cambiario porque se propicia justo lo que quiere prevenirse.

Con estos resultados, en **Ecoanalítica** prevemos para 2011 un saldo positivo en la balanza comercial y en la cuenta corriente, que llegarían a US\$29.000 millones y US\$10.200 millones, respectivamente. En cuanto a la inversión extranjera para 2011 proyectamos un flujo negativo en el que los capitales provenientes de China, Irán, Rusia y demás socios comerciales adscritos a los programas de inversión petrolera no compensarán los egresos por concepto de empresas multinacionales tradicionales y las vinculadas a los pagos por las nacionalizaciones de empresas privadas extranjeras.

Ante este escenario proyectamos un déficit en la cuenta de capital y financiera de US\$21.100 millones, como consecuencia de un aumento de la salida de capitales, tanto públicos por un mayor endeudamiento que se ve reflejado en la cuenta de otra inversión y los acuerdos de cooperación, como privados por los intensos controles que



existen en este sector, las expectativas de la situación política, la falta de incentivos para la inversión interna y las tasas de interés marcadamente negativas.

Tomando en cuenta estos resultados y el desempeño de otras variables en general, en **Ecoanalítica** esperamos que la economía crezca 1,7% en el próximo trimestre (2,0% anualizado y ajustado estacionalmente), mientras que para el año 2011 esperamos que el crecimiento sea de 1,7%. No obstante, el período electoral puede ser un dinamizador.

En definitiva, si bien el BCV celebra una salida técnica de la recesión (que afectó a la economía venezolana durante seis trimestres consecutivos), nosotros creemos que esto refleja, de cara al futuro, una economía que no crecerá acorde con su potencial, muy por debajo de lo que lo harán sus pares latinoamericanos y los países miembros de la OPEP, que no generará el bienestar social que tanto anhela su creciente población y cuyas saludables cuentas externas no incorporarán los beneficios del incremento en los ingresos petroleros. Es decir, Venezuela entrará en una fase de “estancamiento”. La reversibilidad de esta situación es simple: la unión de todos los sectores que hacen vida en la economía nacional.

El Gobierno nacional le aplicó el alicate al sistema financiero

La Asamblea Nacional creó a finales de 2010 cinco instrumentos legales para subordinar el sistema financiero al régimen económico socialista. Para sumergirse en este nuevo modelo productivo que ha venido implementando progresivamente el Gobierno nacional, se modificó la normativa legal (cuya aprobación fue requerida con urgencia) para permitir arar un camino que no solo servirá para consolidar la nueva arquitectura financiera, sino que además incrementará la capacidad de acción del Estado sobre la banca.

En 2010 la Asamblea Nacional armó la nueva estructura del sistema financiero socialista con la Ley Orgánica del Sistema Financiero Nacional, la Ley de Actividad Aseguradora, la Ley de Instituciones del Sector Bancario, la Ley de Mercado de Valores y la reforma de la Ley del Banco Central de Venezuela. Propuestas en la que se plasmaron la creación de órganos que asumieran la coordinación y las funciones propiamente reguladoras.

Cabe recordar que también para aquel momento se pretendió, además, ordenar al Banco Central adaptar su estructura a la política del Estado, afinando la función del



ente en el proceso de transformación del modelo socio-productivo con el objeto de impulsar la alicaída economía del país.

Con este nuevo marco regulatorio se denotan ciertos puntos de relevancia en cuanto a sus normativas. Uno de ellos aparece en la Ley Orgánica del Sistema Financiero Nacional, en donde se establece que todas las instituciones del sector deberán cumplir con el Plan de Desarrollo Económico y Social, promoviendo nuevas organizaciones socio productivas y eliminando, al mismo tiempo, entre otros, a los grupos financieros.

Entre otras, la recién aprobada Ley de Instituciones del Sector Bancario declara la actividad bancaria de utilidad pública, esto debido a la trascendencia e importancia en el desarrollo del sistema financiero nacional y del sistema de medios de pago; aunado a ello, ordena a los bancos a destinar 5,0% de sus ganancias a financiar los proyectos de los consejos comunales.

Asimismo, esta ley promueve una mayor participación del sector bancario en la economía mediante la prestación de sus servicios con un mejor nivel de calidad y profundización que ameritan las comunidades, estableciendo una mayor consciencia del trabajador bancario, al incrementar sus recursos y participación. Todo esto pretende salvaguardar los intereses generales de la República como lo es el garantizar un servicio bancario de calidad, bajo los intereses del Gobierno.

De igual forma, nos parece relevante resaltar que la banca pública ha venido incrementando su participación en el sistema bancario, a tal punto de aumentar significativamente de un 4,1% a comienzos de 2008 a un 21,3% en enero de este 2011, lo que nos da una muy clara señal de que las 13 instituciones bancarias intervenidas favorecieron el lento, pero seguro, avance del sector financiero.

La Ley de la Actividad Aseguradora, por su parte, obliga a las compañías aseguradoras a cubrir los riesgos de los proyectos de las comunidades, tales como los proyectos agrícolas y turísticos, así como cualquier otro riesgo que responda a los intereses del Estado. La modificación de esta ley se da con el fin de evitar supuestas conductas monopólicas y prácticas abusivas en este sector y obliga a redefinir los términos en todos los productos y servicios ofrecidos, estableciendo para ello nuevas tarifas en todos los ramos y concentrando la mayor reestructuración en el sector salud. Estas adecuaciones de las pólizas de salud obligan a crear más garantías, ajustar los capitales y una serie de aportes adicionales, los cuales se estiman generen un impacto en los costos de VEB 1.198 millones para 2011.



**Costos generados por la Ley de la Actividad Aseguradora
(Miles de VEB)**

Aporte a la Superintendencia de Seguros	611
Reservas por siniestros no ocurridos	284
Aporte al sistema de salud público	206
Ajustes y garantías	97
Total costos generados en el sector	1.198

Fuentes: Cámara Venezolana de Empresas de Corretaje de Seguros y Ecoanalítica

En apariencia los cambios de Ley del Mercado de Valores son comunes y sencillos. Algunas instituciones cambian sus nombres, como por ejemplo la Comisión Nacional de Valores se llama ahora Superintendencia Nacional de Valores y las casas de bolsa, las sociedades de corretaje y los corredores públicos de títulos valores ahora pasaron a llamarse operadores de valores autorizados. Sin embargo, existen otros artículos en este instrumento legal que van más allá de lo superfluo y que, sin lugar a dudas, tienen aspectos importantes y cruciales.

Tal es el caso que nos presenta el artículo 2 de esta ley, en donde se prohíbe claramente que los actores interactúen en este mercado como lo hacían comúnmente en el ejercicio de sus funciones de correduría de títulos de deuda pública nacional, lo que se traduce en una fuerte estocada, dado que este mercado depende en mayor medida de los papeles del Estado para subsistir; con esta medida los operadores únicamente podrán intermediar papeles de empresas privadas.

Asimismo, nos parece importante destacar algunos puntos nuevos que entran en juego, aparte de las usuales y múltiples prohibiciones y sanciones, como por ejemplo el artículo 21, en donde se explica de manera extensa todo lo referente a las intervenciones y liquidaciones de estas instituciones.

Al ahondar un poco más en el análisis de estas nuevas normativas, en **Ecoanalítica** somos partícipes de la idea de crear otras reglas que sean complementarias y que incluyan varios aspectos que despejen muchas incógnitas. Como lo han expresado diversos representantes de cada sector: estas leyes dejan, de una u otra forma, varios vacíos, lo que hará bastante complicada la adecuación de cada actor a las nuevas reglas del juego.

En este sentido, consideramos que el actual marco legal limita el rol del sistema financiero en la generación de crecimiento económico, además de mostrar un avance importante de la banca pública dentro del sistema y nos hace rezagados en cuanto a



niveles de desarrollo en los mercados financieros, especialmente, en lo que concierne al mercado de valores. Adicionalmente, no descartamos que en el futuro ocurra una reducción en el número de actores del sistema financiero nacional, lo cual es algo deseable, tomando en consideración que el número actual es considerado como alto.

Subió el petróleo: ¿Qué está pasando en el mercado petrolero y cuáles serán las implicaciones para Venezuela?

Al hablar de perspectivas de entorno macroeconómico en Venezuela es importante revisar el contexto internacional actual, ya que el sector externo, en este caso, puede llegar a ser mucho más influyente que en otros países, debido a la gran dependencia de los ingresos petroleros, que constituyen un 95,0% de los ingresos en divisas de la nación y 40,7% de los ingresos fiscales del Gobierno.

En 2010, con la recuperación económica global, el precio promedio del petróleo se incrementó en 23,3%, pero esto no fue suficiente para sacar a Venezuela de la recesión. El estancamiento de la producción petrolera, una política cambiaria errónea, la política de las expropiaciones y muchos otros factores que perjudicaron el desempeño económico, arrojaron un resultado negativo de crecimiento del PIB de 1,4% durante 2010.

Este año las perspectivas de precios petroleros son extremadamente positivas para los países exportadores de crudo como Venezuela. En menos de tres meses que han transcurrido de este año, los precios del petróleo presentan un incremento promedio de 20,0%, el cual no obedece únicamente a la situación geopolítica del Medio Oriente, ya que incluso antes del conflicto en Egipto, el marcador internacional Brent había alcanzado los US\$100/bl, lo que evidencia que la presión al alza no es debida únicamente al conflicto, sino a una fuerte alza en la demanda global de crudo.

Dados los beneficios que genera el recurso que se extrae, resulta prácticamente imposible separar la esta industria del contexto político. Sin embargo, en los últimos años la tendencia ha mostrado que las compañías petroleras tratan de separarse de su entorno tanto político como geopolítico, es decir, han tratado de desplazarse hacia una postura apolítica, donde el petróleo fluye cualquiera que sea el régimen y siguiendo el marco legal presente.

La situación que se vive en la región de Oriente Medio y Norte de África (OMNA) surge por lo que puede llamarse un *coctel social*. Es decir, hubo un deterioro en los



indicadores sociales que se fue acumulando a través del tiempo, generando un descontento general en la población de los de estos países, de manera que el vínculo creado entre los líderes políticos y sus habitantes, en algunos casos, se habrá perdido para siempre, cambiando así la historia de la región en todos los ámbitos (política, economía, sociedad, etc.).

Entre los principales indicadores sociales que muestran deterioro, tenemos los siguientes: alta inflación (en algunos casos de dos dígitos); altos niveles de desempleo (20,0%); ausencia de libertades democráticas, ausencia de derechos básicos civiles, corrupción y desigualdad social. A estos factores estructurales debemos añadir una variable coyuntural, como es el aumento en los precios de las materias primas (*commodities*); y es que en países donde existen subsidios en los alimentos y la energía (característica especial de los países del OMNA) el costo de estos subsidios se hace cada vez mayor. Este hecho hizo que muchos Gobiernos de la región revisaran sus esquemas de subsidios lo que intensificó más el descontento.

Actualmente, los regímenes de Túnez y Egipto han caído por la intensidad de la protesta, generando un efecto dominó en la región donde se pueden clasificar dos grupos de países: *los precavidos* (Arabia Saudita, Jordania, Argelia, Yemen e Iraq) que han mitigado o dado respuesta a las protestas con algunas flexibilizaciones y *los aventurados* como Libia, Bahrein e Irán que no han cedido o peor aún se han radicalizado.

Al tomar en cuenta lo anterior, podemos decir que la incertidumbre geopolítica es quien mueve al mercado petrolero actualmente. Los sucesos ocurridos en la región del OMNA incrementan las expectativas de volatilidad en el flujo de envíos de crudo, y lo que es peor aún, pone en entredicho las inversiones que tienen que materializarse en el largo plazo para las sostenibilidad de la industria dado el incremento en el consumo.

Aunque los factores geopolíticos son la principal fuerza que mueve el mercado petrolero en este momento, los fundamentos del mercado ya se encontraban actuando en la misma dirección desde varios meses atrás. De acuerdo con los últimos estimados de la Administración de Información de Energía de EE.UU. (EIA), la demanda global de crudo crecerá en 1,51 mb/d con respecto a 2010, (un estimado mayor al previo de 1,44 mb/d), y el crecimiento de la oferta por parte de la OPEP será de sólo 0,16 mb/d (una reducción con respecto a su estimado previo de 0,31 mb/d). De acuerdo a los estimados de la EIA, la Opep debería producir al menos 30,3 mb/d para mantener los inventarios globales constantes, esto es 0,50 mb/d más que la producción promedio de

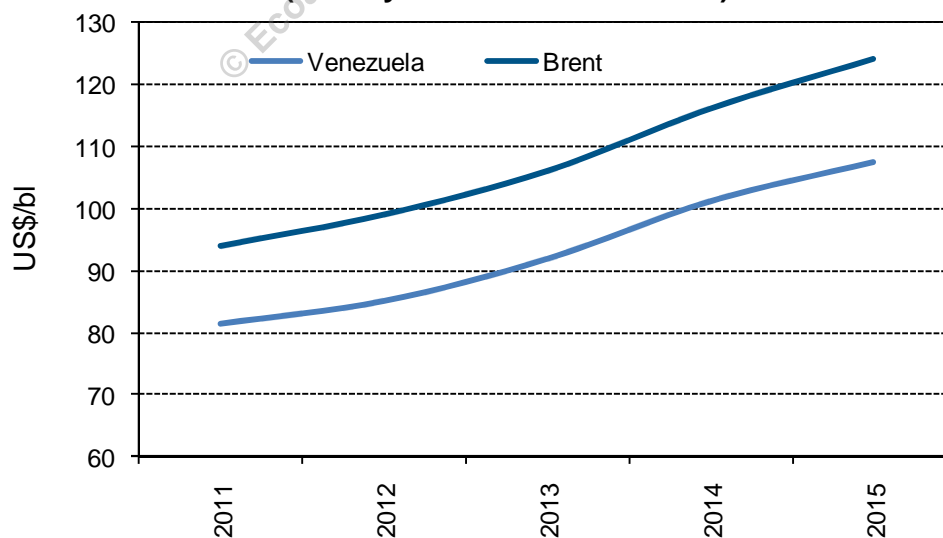


febrero y 0,20 mb/d más con respecto a la producción de enero, cuando aún no se había reducido la producción por parte de Libia.

El otro foco de atención del mercado es la capacidad ociosa de producción. Se estima que Arabia Saudita posee tres cuartos de la capacidad ociosa global, y sus vecinos, Kuwait, Emiratos Árabes Unidos y Qatar poseen el resto. La EIA estima la capacidad ociosa global en 4,10 mb/d, de los cuales 3,25 mb/d se encuentran en Arabia Saudita y el resto en sus países vecinos anteriormente mencionados. Las actuales protestas civiles en Arabia Saudita no parecen ser de importancia suficiente como para poner en duda la gran capacidad de producción petrolera de esta nación (la mayor del mundo).

Basándonos en este análisis del mercado petrolero global, en **Ecoanalítica** esperamos que los precios mantengan su tendencia alcista en el corto y el mediano plazo. Para 2011, prevemos que el marcador internacional Brent se sitúe alrededor de US\$97/bl, lo que tomando en cuenta el diferencial histórico entre esta cesta y el barril venezolano, se traduciría en un precio promedio de la cesta venezolana de US\$88/bl para el año y US\$100/bl en el mediano plazo, niveles semejantes al año 2008, cuando la economía creció 4,8%.

**Precios Petroleros Proyectados
(Brent y Venezuela 2011-2015)**



Fuente: Menpet, Bloomberg y Ecoanalítica



Uno podría esperar resultados semejantes a los de dicho año. Sin embargo, podemos decir que fueron los precios petroleros los que mantuvieron la ilusión de armonía en la economía venezolana en el período, esto sin tomar en cuenta que la dirección de la política económica era otra. Ahora, con la producción de Pdvsa estancada e inversiones que serán solo para evitar que esta siga cayendo este año, podemos decir que el crecimiento en Venezuela no será el mismo hasta que: (1) se materialicen las nuevas inversiones (5 años como mínimo) o (2) haya un cambio en la política económica; ambos no son excluyentes.

Venezuela: Más que nunca, atada al desempeño de la industria petrolera... ¿Podrá Pdvsa producir más este año?

En nuestro informe semanal anterior realizamos un breve análisis sobre la situación actual del entorno petrolero internacional y sus implicaciones para Venezuela. Si bien el resultado de dicho análisis arrojó unas perspectivas optimistas sobre la evolución del precio del petróleo en el mediano plazo, concluimos que el impacto de un incremento en el precio del barril de crudo venezolano no se sentirá en la economía como en períodos anteriores, principalmente, porque Pdvsa no invirtió lo suficiente en sus áreas medulares (exploración, producción, refinación, etc.) durante el boom, sino que ha dado prioridad a los aportes al fisco y al desarrollo social.

En este sentido, culminamos nuestro estudio señalando que el crecimiento económico en Venezuela para los próximos años dará mucho que desear (1,0% promedio entre 2011-2015) si no se hacen los esfuerzos por incrementar la producción de Pdvsa, especialmente, a través de la materialización de los proyectos de inversión en la Faja Petrolífera del Orinoco (FPO). Esto sin tomar en cuenta que también se necesitan cambios en la política económica para que el efecto del incremento en producción se materialice... pero eso es otra historia.

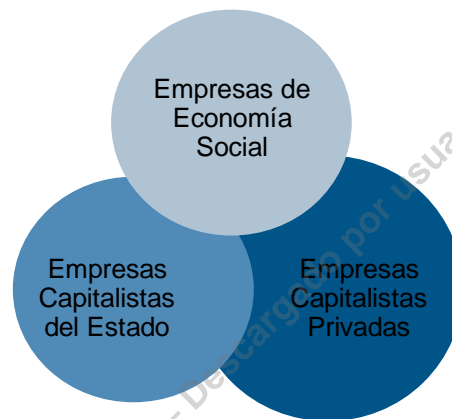
Los desembolsos que pueden ser catalogados como inversiones dentro de una empresa petrolera se basan, fundamentalmente, en dos rubros principales: (i) las inversiones en mantenimiento de la capacidad instalada y (ii) las inversiones en el crecimiento del negocio y el posicionamiento estratégico de la empresa.

En el marco del nuevo modelo económico que se implanta en Venezuela desde que el presidente Chávez salió electo para el período 2007-2013, el Ejecutivo Nacional ha dejado claro que, además de una mayor participación del Estado dentro de la



economía (a través de la nacionalización, creación y expansión de empresas vinculadas al sector público, de la mano con el cerco al sector privado), un nuevo ente regirá en la vida económica del país, que competirá, a su vez, con el Estado y con el sector privado (incluyendo las empresas mixtas) en la provisión de bienes y servicios a la población.

El nuevo modelo económico



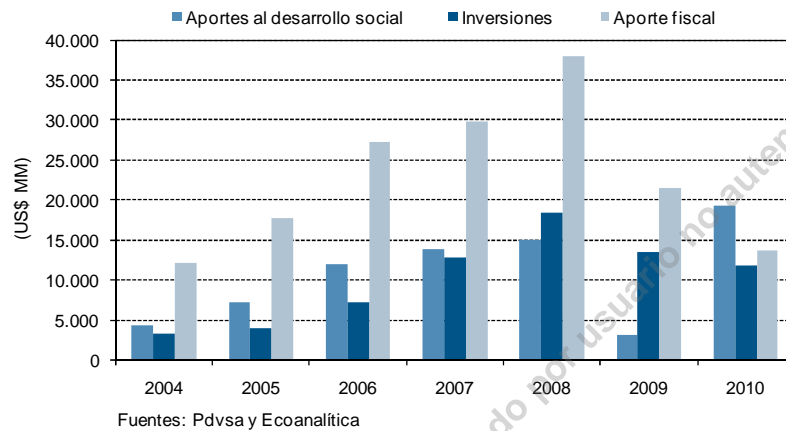
Fuentes: Ministerio de planificación y finanzas y Ecoanalítica.

En términos generales, una empresa de economía social es un modelo de negocio en el que la vocación social de la empresa está enmarcada dentro —y no fuera—de su estructura operativa y financiera, es decir, lo social forma parte de lo medular.

Tomando en cuenta lo mencionado anteriormente, podemos decir que Pdvsa es claramente una empresa de producción social. Y es que, luego de la consolidación de la nueva estructura gerencial y administrativa de la empresa tras el paro petrolero, la política de inversiones de Pdvsa ha incorporado un tercer elemento: los aportes al desarrollo social, que se fundamentan en dos áreas: las transferencias al Fonden y las contribuciones a las misiones. No olvidemos que dichos aportes son adicionales a las contribuciones fiscales.

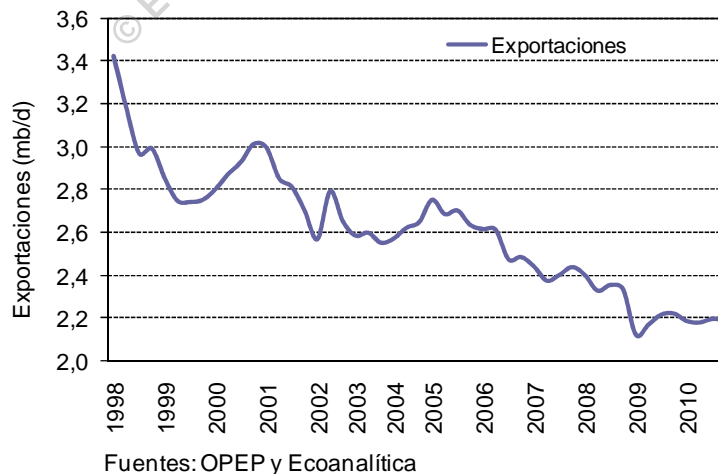


Inversiones, aportes al desarrollo social y contribuciones al fisco



A pesar de que en 2009 se revirtió la política de inversiones hacia las áreas principales del negocio y los precios petroleros se recuperaron 27,5% en 2010, el panorama de las inversiones no pintó mejor ese año.

Producción para exportación de Pdvsa



Para saber si podremos mejorar unas perspectivas de crecimiento ínfimas, debemos preguntarnos ¿Podrá Pdvsa incrementar su producción este año? La respuesta es no.

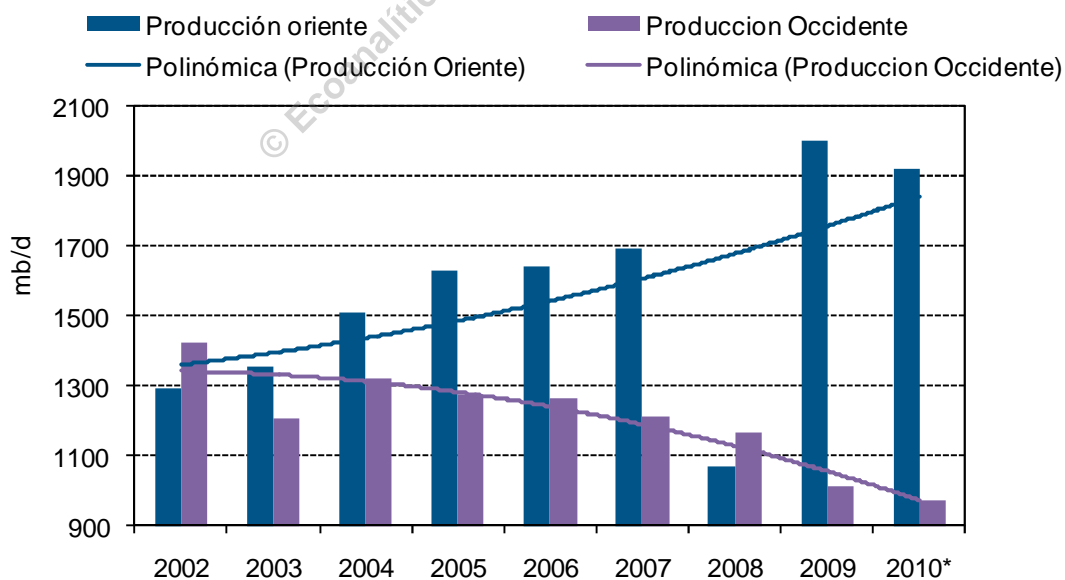


En **Ecoanalítica** estimamos que la recuperación de Pdvsa será algo muy complicado este año y, de aumentar, el incremento será marginal, es decir, muy pequeño.

El incrementar la producción en el Occidente del país luce cuesta arriba. En primer lugar, en un escenario en el que los recursos de la empresa estatal están cada vez más limitados por las exigencias del Ejecutivo, el incremento de los precios internacionales del crudo hace que los costos de contratación de exploración y taladros sean una carga significativa este año. Por su parte, la escasez de insumos hace sumamente difícil para Pdvsa lograr apoyar a los contratistas. En segundo lugar no debemos olvidar que la cuenca occidental ha sido explotada desde hace casi un siglo, por lo que la merma natural de los pozos es otro efecto mitigante.

Oriente es otra historia, y sin embargo es más alentadora. En detrimento de la producción en el otro extremo del país, la estrategia (desde hace más de 20 años) ha sido compensar con la explotación de la FPO. De hecho, la producción en Oriente viene creciendo paulatinamente, tal y como se observa en el gráfico anterior.

Producción petrolera Oriente y Occidente



Fuentes: Pdvsa y Ecoanalítica.
2010* estimado



Tomando en cuenta la situación en las dos regiones, en **Ecoanalítica** estimamos que, en el mejor de los casos, la producción en Occidente se estabilizará, es decir, no seguirá cayendo este año. Por su parte, en el Oriente del país estimamos que se incorporen sólo 50 kb/d este año en vista de los problemas de distribución y la envergadura de los proyectos de la FPO. No obstante, el aumento de precios podría mejorar las perspectivas, incrementado la producción hasta 100 kb/d en el período.

Resulta evidente que con una recuperación de la producción de 100 kb/d este año —en el mejor de los casos—, no se compensará la caída acumulada de 507 kb/d en dos años. Por ende, el aporte petrolero al crecimiento no augura un mejor panorama, por lo que seguimos estimando un crecimiento de 1,7% del PIB en 2011.

Al final, el horizonte será definitivamente mucho mejor a los dos años anteriores, recordemos que: con mayores precios petroleros y con, al menos, la misma cantidad de barriles exportados del año anterior (y una perspectiva a que más bien se incremente), el resultado será en extremo positivo: mayores divisas para el país.

© Ecoanalítica – Describido por usuarios de Ecoanalítica



Principales variables macroeconómicas de Venezuela

Variables	2009	2010	(Último dato)
Precio del petróleo (Cesta Venezolana)	57,0	72,4	100,2
PIB Total (% Anual)	-3,3	-1,4	0,6
PIB Petrolero (% Anual)	-7,2	0,2	1,8
PIB No Petrolero (% Anual)	-2,0	-1,5	0,2
IPC-Caracas (%)	26,9	27,4	29,8
INPC (%)	25,1	27,2	28,7
IPM (%)	34,0	26,8	27,6
Tipo de cambio oficial (fin de año)	2,15	4,30	4,30
Tasas activas (fin de año)	19,2	17,9	17,7
Tasas pasivas (fin de año)	12,1	15,0	15,0
Liquidez monetaria (VEF MMM)	235,0	294,5	304,4
Reservas Internacionales (US\$ MMM)	35,0	30,3	27,0
Desempleo (%) (promedio)	7,9	8,5	8,5

© Ecoanalítica - Descargado por usuario no autenticado



INDICADORES ECONOMICOS

