



Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

En esta edición:

<i>En medio del boom... ¿qué podemos decir de la política cambiaria?</i>	1
<i>El default de la deuda venezolana: un tema recurrente</i>	9
<i>Argentina y Venezuela: Tan lejos tan cerca</i>	12
<i>El ajuste al impuesto de contribuciones especiales: Entendiendo el Socialismo del s.XXI</i>	15

En Mayo, usted debe tener en cuenta:

- **Más dinamismo en Sitme y en Cadivi en la asignación de divisas.** Ante los altos precios del petróleo, esperamos que se presente un mayor dinamismo aunque no en una gran cuantía por parte de Cadivi. A su vez, tomando en cuenta el incremento cerca de 3,0% que ha tenido el promedio diario de las asignaciones vía Sitme consideramos que el mismo también experimentará cierto dinamismo durante segundo trimestre gracias al desempeño que tendrá la banca pública durante este período, en base a ello estimamos que dichas asignaciones podrían oscilar cerca de unos US\$40 millones diarios en los próximos meses. Por lo que recomendamos considerar este mecanismo.
- **No prevemos otra devaluación para lo que resta del año.** En Ecoanalítica sostenemos la tesis de que dados los altos precios petroleros contemplados para este año, la actual política restrictiva de divisas y ante una elección presidencial en puertas, esta no será una opción a seguir por el Ejecutivo.
- **¿Próximas emisiones?** En *Ecoanalítica* esperamos que tanto Pdvsa como la República estén activas para lo que resta del año. En el caso de la primera esperamos que acuda al mercado cerca del inicio del tercer trimestre, con dos posibles emisiones o en su defecto una emisión mucho mayor a la recientemente realizada del Pdvsa 2022, dada la reciente reforma de la Ley de Contribuciones especiales. Para el caso de la República, seguimos considerando que está será mucho más pasiva este año y esperamos que salga al mercado en el último trimestre del año.

En medio del boom... ¿qué podemos decir de la política cambiaria?

Este 2011 se inició con un ajuste cambiario y un precio del barril de petróleo por encima de los US\$/bl. 80, precio que ya generaba al fisco un monto extra de aproximadamente unos US\$26.000 millones, pero este ingreso al parecer no resultó del todo suficiente para el Ejecutivo. O es mejor



decir, para el Ejecutivo era necesario establecer un mecanismo que le permitiese tener un control total de los ingresos extra-presupuestarios.

Las lluvias como excusa.

Dado los daños causados por las lluvias durante el mes de diciembre de 2010, el Gobierno se ha visto en la necesidad de gastar y atender ciertas dificultades que aún están presente, para lo cual se había planteado inicialmente como medida paliativa una reforma tributaria, la cual permitiría obtener más fondos para la reconstrucción, pero la aplicación de dicha reforma fue postergada por el Ejecutivo, como consecuencia del ascenso de nuevo en los precios del crudo, por lo que se consideró atender todos los compromisos vía ingresos petroleros.

Cuando lo extraordinario se hace exorbitante.

Por esta razón, durante los días santos y por la autoridad que le confiere la Ley Habilitante, el Ejecutivo Nacional aprobó una ley que permite el aumento de la tasa que se cobra por los ingresos extraordinarios del petróleo. Según las declaraciones emitidas por el primer mandatario nacional la creación de este ajuste a la ley es generar un nuevo mecanismo de manera que *“el pueblo reciba mucha más y para acoplarnos a la realidad de los exorbitantes del petróleo”*. Sin embargo, más allá de adaptarse a la realidad, el Gobierno este año está enfrentado no solo a cubrir nuevos compromisos, y a mantener fondos paralelos, sino que además necesita recursos de cara al nuevo proceso electoral que deberá asumir el venidero 2012.

“Ven a mí que tengo flor” (Chávez dixit).

Cuando evaluamos el pasado, podemos notar que por el boom de 2008 el Gobierno creó la Ley de Contribución de Precios Extraordinarios, en dicho instrumento legal, el cual sigue vigente, se establecía que Pdvsa y las empresas mixtas debían transferir al Fonden 50,0% de los ingresos petroleros percibidos cuando el precio promedio mensual del crudo Brent (de referencia en Europa) fuera igual o superior a US\$/bl 70; en tanto que con esta nueva reforma, con esa misma cotización, el traspaso se eleva a 80,0% de los ingresos extraordinarios. La contribución aumenta a 90,0% si el promedio cruza los US\$/bl 90 y a 95,0% cuando la media mensual iguale o supere los US\$/bl 100.

Con este instrumento legal y bajo este esquema establecido en 2008, momento en el que se recibieron unos US\$5.700 millones, mientras que durante este primer trimestre que recién culmina se han percibido al menos unos US\$1.800 millones.



El puente: Las emisiones.

Así como fue mencionado en nuestro último informe de perspectivas “*Venezuela: entre el alza de los precios petroleros y la estrechez del modelo económico*” preveíamos para este año al menos dos emisiones de deuda. Sin embargo, para el caso particular de Pdvsa, consideramos que ante la aplicación de esta nueva ley, con la cual serían aplicadas dos nuevas contribuciones, una por concepto de precios extraordinarios y la otra por precios exorbitantes, aunado a los problemas de rezagos en las inversiones para incrementar la producción, se han creado más presiones sobre Pdvsa como para sus socios.

A lo anteriormente descrito, se suma el hecho de que el primer trimestre Pdvsa entregó, en adición al aporte fiscal, los ingresos por la colocación de bonos, por la venta de la refinería en Alemania y el saldo del Fondo de Estabilización Macroeconómica (FEM), las presiones se intensificarían aún más para la industria petrolera.

Ante este panorama en **Ecoanalítica** prevemos nuevos escenarios que podrían presentarse en las emisiones de deuda de la empresa estatal: uno se que realice para una sola emisión incrementando el monto por encima de los US\$3.000 millones, otro escenario pudiera ser que en vez de una sola emisión de deuda se realicen dos emisiones para lo que resta del año. También mantenemos la idea de que para el caso de la República posiblemente emitirá hacia ya el segundo semestre una sola emisión de deuda. Y como hemos reiterado en otras ocasiones, los llamados sectores prioritarios serán los más favorecidos.

¿Qué es de la vida del Sitme?

En **Ecoanalítica** sostenemos la idea que en este 2011 no se presentarán cambios sustanciales, tampoco prevemos ajustes en la tasa de referencia del Sitme, situación que si pudiera presentarse el próximo año. Sin embargo, puede presentarse cierto dinamismo en este sistema como consecuencia de la adquisición de bonos por parte de la banca pública. Para lo que resta de este 2011 estimamos que el Sitme podría financiar divisas por un promedio diario de US\$40 millones, lo que se traduciría en un total de US\$8.000 millones en importaciones. Por último, reiteramos que en lo que resta del año no se espera un nuevo ajuste en la tasa cambiaria de VEB 4,3/US\$, esto ante la actual política de restricciones en el otorgamiento de divisas, un escenario de precios de crudo alto y ante una elección en puertas.

La no devaluación del mercado oficial no necesariamente es sinónimo de baja volatilidad en el mercado no oficial. Los referenciales del mercado cambiario como lo son: el tipo de cambio real (TCR) y el implícito M2/RRII muestran una tendencia al alza. No olvidemos que cuando el



mercado de permuta era legal, el TCR era el piso y M2/RRII era el techo para el TC en este mercado.

En el último bimestre del año, el mercado no oficial debería estar muy presionado. La proyección del TCR al cierre de 2011 es de 7,8 VEB/US\$ y el M2/RRII es de 11,9 VEB/US\$. Queda claro para nuestros clientes que hoy por hoy, la cobertura es más que necesaria.

¿Y cómo va Cadivi?

Tal como mencionamos en anteriores oportunidades, la asignación de divisas a través de Cadivi ha experimentado cierto repunte en lo que va de año, esto como consecuencia de los altos precios petroleros que se han reportado en los últimos meses, lo que permite un mayor flujo de divisas, pero una asignación de divisas con cierta discrecionalidad para algunos sectores de la economía en su conjunto.

La Comisión de Administración de Divisas (Cadivi) aprobó un total de US\$7.031 millones durante el primer trimestre de 2011, monto que representó un 11,4% más que lo asignado durante igual período de 2010, momento en el que se asignó un total de US\$6.313 millones. Este monto asignado durante el primer trimestre del año fue equivalente a un promedio diario de US\$119 millones, siendo este promedio diario apenas superior a los US\$111 millones aprobados diariamente durante el primer trimestre de 2010.

En este punto vale destacar que cerca de un 81,6% estuvo direccionado a operaciones de importación, y en mayor medida a los sectores de alimentos (US\$1.422 millones), salud (US\$1.182 millones) y automotriz (US\$748 millones).

En contraste, el Banco Central de Venezuela, liquidó efectivamente unos US\$ 6.350 millones durante este primer trimestre de 2011, lo que mostró un descenso de 19,5% respecto a lo efectivamente liquidado durante el primer trimestre de 2010 (US\$ 6.566 millones), monto trimestral, que representó un promedio diario de US\$ 108 millones, el cual resulta menor a los US\$115 millones que en promedio fueron aprobados por día durante el primer trimestre del año anterior.



Cadivi Monto liquidado (US\$MM)			
	I- 2010	I- 2011	Var%
Alimentos	1033	1031	-0,2%
Salud	1077	1144	6,3%
Automotriz	265	348	31,5%
Comercio	450	623	38,4%
Maquinarias y equipos	454	218	-52,0%
Químico	402	335	-16,6%
Telecomunicaciones	195	83	-57,5%
Informático	111	76	-32,0%
Metalúrgico	139	185	32,8%
caucho y plastico	151	122	-19,6%
Electrodoméstico	45	61	33,8%
Servicios	143	48	-66,6%
Eléctrico	36	71	97,5%
Electrónico	49	47	-3,9%
Mineriales no metálicos	29	44	53,8%
Construcción	120	35	-70,5%
Textil	23	25	10,6%
Papel - cartón - madera	36	36	-1,1%
Gráfico	38	23	-38,1%
Tabaco y bebidas alcoholicas	7	14	118,5%
Librería y utiles escolares	12	12	1,7%
Ciencia y tecnologia	8	18	113,1%
Comunicaciones - prensa	19	6	-69,0%
Veterinario	17	1	-97,1%
Total	4.856	4.603	-5,2%

Fuentes: Cadivi y Ecoanalítica

El Estado no pierde oportunidad para ganar espacio.

También debemos acotar que durante este segundo trimestre que recién comienza, el Estado ha asumido las importaciones de cinco rubros básicos como lo son la leche en polvo, azúcar cruda, trigo, maíz y aceites. Esto como una medida para paliar la volatilidad que presentan estos últimos



a nivel internacional. Lo que reafirma en cierta medida uno de los obstáculos que en la actualidad tienen que enfrentar los industriales privados.

Situación que desde el punto de vista de ideológico, ratifica una vez más la tesis de que en el marco del socialismo del s. XXI, el Gobierno busca el desarrollo endógeno, que no es otra cosa que incentivar la industrialización y la generación de valor; en resumen, se busca acabar con la economía de puerto. De manera que lo que hemos visto en los últimos meses es que, más allá de las importaciones de alimentos y medicinas, el Ejecutivo Nacional ha tratado de frenar la importación de bienes y servicios utilizando este argumento.

Conclusión: Más divisas no garantizan un boom.

Como todo en Venezuela, dos factores marcarán el devenir de la política cambiaria. El primero es nuestra maldición: los precios petroleros; pues los mismos marcan la pauta de lo que será el flujo de ingresos, no solo del Ejecutivo Nacional sino también de casi la totalidad de las divisas. El segundo elemento, más complejo, es el modelo ideológico, la construcción del llamado "socialismo del s. XXI" y lo que éste contempla respecto a las funciones de la política cambiaria, las importaciones, el sector privado y el Estado. Ambos factores están interconectados y no deben verse por separado.

Un análisis parcial nos llevaría a pensar que con el alza de los precios petroleros prevista para los próximos meses, el Ejecutivo, con más divisas, favorecería las importaciones para generar una especie de "fiesta de consumo" y disminuiría la restricción en materia de divisas que enfrenta el sector privado. Esto es, en nuestra opinión, una verdad parcial. Pues, no contempla el aspecto ideológico. De esta forma, Aunque los precios petroleros incrementaran el flujo de divisas en el país, no necesariamente éste irá al sector privado. Sin embargo, un punto importante debe mencionarse: tampoco va a significar que la situación empeore desde el punto de vista del acceso a las divisas.



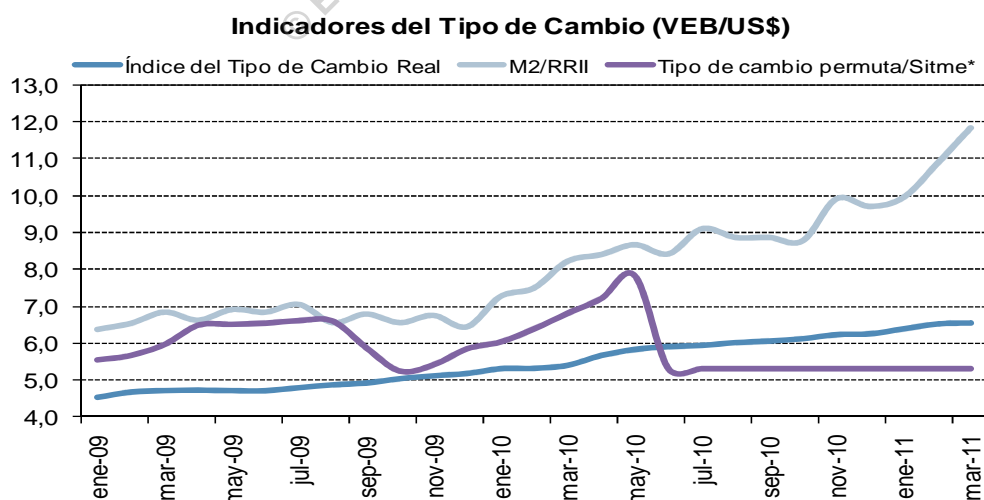
Indicadores cambiarios

M2/RRII

Durante marzo, el indicador M2/RRII se ubicó en 11,4 VEB/US\$, 3,7% superior que la cifra percibida en febrero. Resultado que se explica, en principio por las dos transferencias realizadas por el BCV al Fonden por US\$2.000 millones en el primer bimestre de este año, lo que a su vez incidió en el descenso de -0,4% registrado en las reservas internacionales durante el mes de marzo con respecto al mes de febrero, y el de -8,0% si se compara con el cierre del mes de marzo de 2010. En tanto que, la liquidez monetaria registra un crecimiento para el mes este marzo de 3,5% respecto al mes previo y un crecimiento interanual de 27,7%.

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 marzo, el tipo de cambio real se depreció 23,4% con respecto a marzo, al pasar de 5,3 VEB/US\$ a 6,5 VEB/US\$, y 0,4% con respecto al pasado mes de febrero.



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

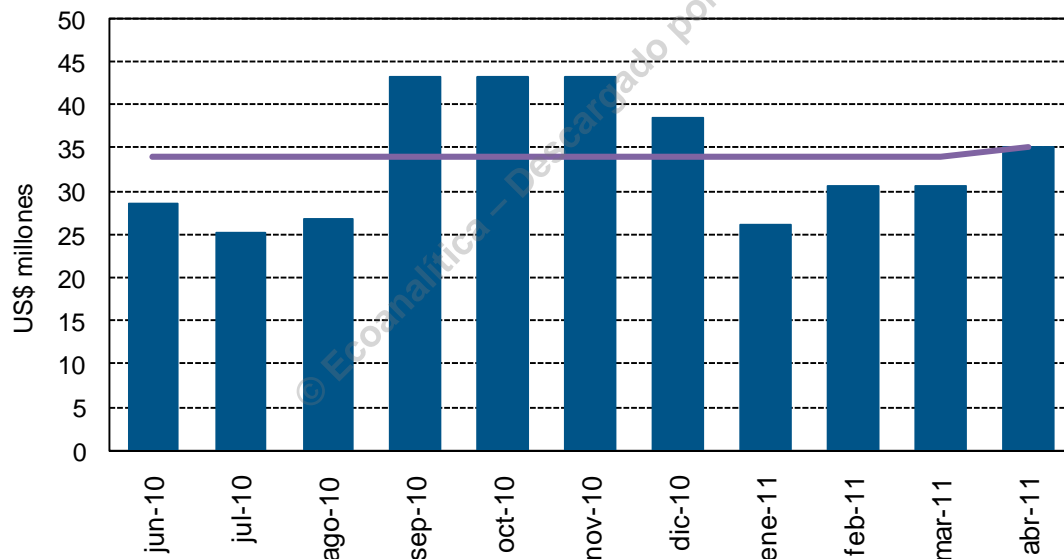
*Datos del Permuta hasta el 14 de mayo/Sitme a partir del 9 de junio



Comportamiento del Sitme

El monto promedio diario de divisas negociado en el Sitme se incrementó en el mes de marzo con relación al mes previo, con lo cual el promedio diario se ubicó en alrededor de US\$35 millones en marzo, mayor al promedio diario de US\$31 millones registrado en el mes de febrero, lo que originó que el promedio histórico diario de divisas negociadas del Sitme, el cual se calcula desde la creación del Sitme, se mantenga en US\$33,8 millones. Al 26 de abril, se habían negociado ya un total de US\$7.408 millones. El precio promedio de estas operaciones se había mantenido en 5,3 VEB/US\$.

Promedio diario de títulos valores negociados en el Sitme



Fuentes: BCV y Ecoanalítica



El default de la deuda venezolana: un tema recurrente

Cuando hablamos sobre la deuda de una empresa, sabemos que hay un contrato entre las partes; en caso de que algunas de las partes incumpla, por ejemplo, el deudor no paga o se niega a hacerlo, existen instancias, como el sistema judicial, a las cuales puede recurrirse para que se haga cumplir el contrato y respetar los derechos legales del acreedor.

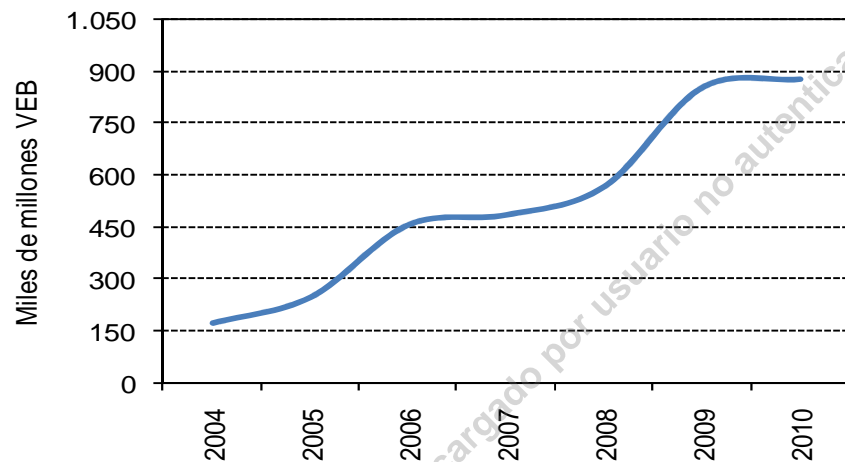
Cuando se trata de países, también existen contratos en donde se establecen las posibles contingencias que pudiesen ocurrir y las instituciones a las cuales recurrir en caso de algún “suceso”. El problema es que no existe quien haga cumplir a cabalidad los contratos, a la hora de embargar o liquidar los activos de un país.

Existe un amplio consenso que indica que los costos asociados a un evento de default incentivan a que no se realice este último. Lo paradójico es que no existe consenso sobre cuáles son esos costos. Las recientes investigaciones señalan al análisis de costos reputacionales, y revisan cómo influiría este default en el crecimiento económico. Evalúan qué ocurre con los sistemas bancarios nacionales en esos casos, así como también sus impactos sobre el comercio internacional de los países que hacen default y consideran los posibles costos políticos que los gobernantes deben evaluar a la hora de decidir

Inicialmente, el tema de default de deuda soberana hacía énfasis en el efecto sobre los acreedores externos; pero resulta que no sólo los inversionistas extranjeros son quienes adquieren los bonos emitidos por un país, también las instituciones financieras y los particulares locales pueden poseer importantes porciones de estas deudas. En Venezuela este argumento ha venido cobrando fuerza, ya que varias empresas públicas han adquirido parte de la deuda del país y de PDVSA, mientras que instituciones privadas e individuos venezolanos han adquirido otra fracción significativa de la misma, a consecuencia de la estructura cambiaria actual.



Inversiones en títulos valores del Sistema Financiero



Fuentes: Sudeban y Ecoanalítica

Lo señalado tiene relevancia en caso de que el Estado se endeude a niveles muy altos y gran parte de esa deuda se coloque en bancos u otras instituciones financieras del país. Si se diera el caso en el que el Estado, tome la decisión de declarar un default, esto podría derivar en una crisis bancaria o en una situación de credit crunch.

Las instituciones financieras de mercados emergentes son las más susceptibles a este tipo de situaciones, debido a que los Gobiernos se apalancan fuertemente en su propio sistema financiero. Es importante mencionar que lo que señalamos no es una regla, pero sí existe evidencia empírica que sustenta el argumento.

Por otra parte, una de las consecuencias sería que el país que se declare en default serían las restricciones en comercio internacional, tanto en términos de intercambio de bienes y servicios, como en el otorgamiento de créditos comerciales.

En nuestra opinión, en caso de que Venezuela declarase en default su deuda soberana (hecho que consideramos poco probable), el efecto se daría en que los socios comerciales estarían dispuestos a otorgar menos préstamos debido a que aumentaría la percepción de riesgo del país. Y la consecuencia para los locales sería escasez de diversos bienes y mayor inflación.



Aunque hoy en día existen acuerdos según los cuales el país que declare default de su deuda será excluido de los mercados de capitales internacionales, esa exclusión no sería permanente, sino temporal.

Es importante distinguir entre capacidad de pago y disposición de pago. Los mercados también lo hacen y “castigan” de forma más “dura” a quienes realizan defaults por falta de disposición a pagar. Hoy en día, Venezuela no presenta problemas de capacidad de pago, sino de disposición de pago. Por ejemplo, la política de endeudamiento seguida por el Gobierno venezolano en el período 2004 a 2008 se tradujo en recompra parcial de la deuda. Esta recompra de la deuda contribuyó a bajar el servicio de la misma, por consiguiente, el peso del servicio de la deuda sería fiscalmente manejable.

Otro punto a tener en cuenta, es la necesidad que tendrá Pdvsa de abundantes recursos para poder desarrollar los proyectos de la Faja. Si se realiza default, se cerrarían los mercados financieros a Pdvsa, lo que complicaría dichos proyectos. Además, las emisiones de bonos se utilizan para inyectar divisas al sector privado; en caso de realizar default, este mecanismo no sería posible, lo que complicaría aún más la sostenibilidad del control cambiario.

Los Gobiernos que declaran default no duran mucho en el poder. Esa es la conclusión a la que llegan varios trabajos de investigación. Lo anterior cobra particular importancia en vísperas de un nuevo año electoral. Otro argumento que sustenta que el Gobierno no realizará default es que la mayor parte de la deuda externa actual ha sido emitida durante la presente administración, por lo tanto, el presidente Chávez tiene muy poca posibilidad de utilizar el argumento esgrimido por el presidente Correa en Ecuador.

A continuación presentamos las otras razones, en las que sustentamos nuestra opinión de bajo riesgo de default por parte del Gobierno venezolano en el corto plazo.

En 2007, el Presidente Chávez anunció la salida de Venezuela del FMI. En aquella ocasión el Gobierno se enteró de la existencia de cláusulas en bonos venezolanos que establecían un default técnico si el país no era miembro del FMI, y ante aquello no volvieron a nombrar la salida del multilateral.

Y por último, aunque no menos importante, está la mejora en la cotización del crudo. Este hecho ha beneficiado sustancialmente el flujo de caja del sector público. De hecho, el precio de la cesta venezolana se ha recuperado aproximadamente 19,0% entre el cierre de 2010 y lo que va de abril. Las expectativas de los expertos es que debe mantenerse alrededor de los niveles actuales.



En conclusión, como repetimos en reiteradas ocasiones, los costos de declarar un default (en los próximos años) serían muy superiores a sus ganancias, y el Gobierno está consciente de ello. Aunque a mediano y largo plazos no es algo improbable. De eso hablaremos en otro semanal.

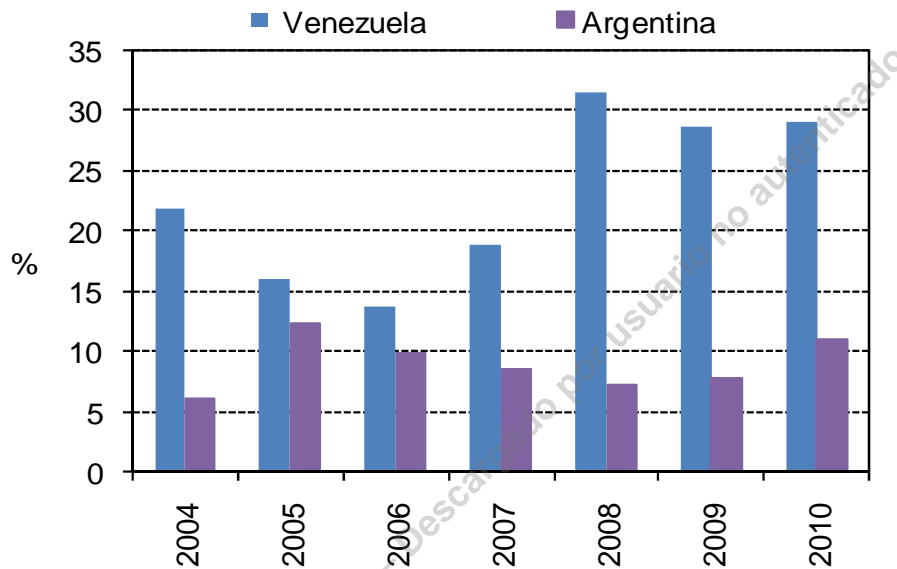
Argentina y Venezuela: Tan lejos tan cerca

En alguna época solía decirse que Argentina y Venezuela se parecían al agua y el aceite: nunca se mezclan. Cuando un argentino no entiende algún código cultural, lo más probable es que señale: “es algo muy caribeño”, y un venezolano dice: “estos argentinos...”. Pero desde que se inició la era Kirchner esa visión cambió 180°. Más allá de los estereotipos y los prejuicios, no hay tantas diferencias como se cree ni en sus gobiernos ni en su estructura económica. Algunas coincidencias son sorprendentes.

Para muestra un botón: Ya se sabe que Venezuela es el país con la inflación más alta no sólo del continente, sino también del mundo. Lo que quizá no se sepa tanto, es que el segundo puesto, al menos en América, lo ocupa Argentina. La tasa interanual de inflación supera el 20,0%, y obviamente, las bebidas y alimentos son los rubros que más aumentos sufren, castigando a la población más pobre. La inflación en el primer trimestre de 2011, según mediciones privadas, acumula 5,6%. Y Venezuela, a la cabeza: 6,0%.



Inflación Venezuela Vs. Argentina



Fuentes: BCV, Indec y Ecoanalítica

El que no se sepa el índice de inflación se ha convertido en un tema de debate político nacional e internacional. El organismo que se encarga de levantar la data, el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, (Indec) es acusado de manipular la información para calcular el IPC. Una práctica que ha permitido ocultar una inflación acumulada de 76,6% en el trienio 2007-2009, según consultores privados. Mientras que oficialmente se reconoce sólo el 25,3% oficial. Se prevé que la inflación cierre este año en 25,0%, es decir el doble del 12,5% que estima la administración kirchnerista.

Según los empresarios, las Facultades de Ciencias Económicas de la mayoría de las universidades y la oposición, la distorsión en la medición de la inflación subestimó el índice de pobreza y se presentaron cifras mayores de crecimiento del PBI. El último documento del FMI cuestionó agriamente a ese país por la inmensa brecha entre la inflación oficial y las estimaciones privadas. De hecho, una misión del FMI se encuentra negociando con el Indec un nuevo índice de inflación nacional.

El tipo de cambio del dólar es también es un quebradero de cabeza como en Venezuela. Aunque sólo hay uno, el valor está de alguna manera anclado por el Gobierno K. El tipo de cambio nominal es de 4,1 por ARS/US\$. Pese a que no se



reconoce oficialmente, es inconveniente que suba mucho porque se dispara la inflación, pero tampoco ayuda si baja porque afecta el superávit comercial. Gracias a este dólar “amarrado”, se logró aumentar las reservas internacionales y evitar las temidas corridas del peso argentino.

Al igual que Venezuela, en el país sureño hay un control de cambio aunque bastante más leve en comparación con el nuestro, para cuidar las reservas internacionales y combatir los aumentos de precios. Este control se ha intensificado en los últimos dos años, a través de regulaciones y controles para desacelerar la demanda de divisas y así frenar la fuga de capitales que sólo en 2010 llegó a US\$11.000 millones. Las reservas argentinas ascienden a US\$51.400 millones. Sin embargo, en Argentina hay libre venta de dólares, y un ciudadano puede comprar mensualmente hasta US\$2 millones, siempre que lo pueda justificar.

El tema del dólar y la política cambiaria en ambos países ha mermado las exportaciones y la competitividad de los productos en el ámbito internacional, pues sus costos internos son muy altos. Sólo los productos argentinos como la soja y cereales que tienen altos precios y producen los llamados “agrodólares”, o los que se exportan a mercados como Brasil, sortean este dilema cambiario.

No es casual entonces que, dentro de la estrategia económica de ambos gobiernos, sea vital tener el control del Banco Central. Hace dos años, el ex presidente del Banco Central de la República Argentina, Martín Redrado, ocasionó una crisis institucional cuando se negó a pagar parte del monto de la deuda con las reservas internacionales. Aunque la presidenta Cristina Kirchner lo destituyó, el ex funcionario sólo abandonó el cargo tras una orden judicial.

Como en el caso de los programas sociales venezolanos y las misiones, el peronismo y los kircheristas tienen una fuerte impronta populista, así que promueven programas asistenciales. Pero éstas políticas son asumidas como la política en sí misma, y no como una fase complementaria al desarrollo. El programa bandera argentino es la Asignación Universal por Hijo (AUH), y consiste en una beca a los menores de 18 años que estén estudiando en colegios públicos, y los privados que reciban una subvención estatal. La beca asciende a ARS 220 (US\$55) por cada hijo enviado a las escuelas que cobran una mensualidad inferior a ARS 100 (US\$25).

Otro gran parecido que tienen es la política exterior, al menos en ciertas formas. Argentina ha mantenido tensas relaciones con Estados Unidos, a la par que posee una estrecha relación comercial. La retórica anti-yankee cala hondo en los dos países, y de



hecho, una de las cosas que suelen admirar los argentinos es el discurso frontal de Chávez contra los Estados Unidos. Ambos gobiernos promueven la integración latinoamericana y la conformación de un bloque unido para la región que defienda sus intereses.

Los sureños también utilizan las epopeyas independentistas para justificar el presente, y el discurso de San Martín y Bolívar es frecuentemente invocado por los dirigentes políticos; eso sí, con anacronías y cierta visión utilitaria. Bastantes parecidos, ¿no?

El ajuste al impuesto de contribuciones especiales: Entendiendo el Socialismo del s.XXI

La Semana Santa en Venezuela estuvo marcada por dos hechos importantes. El primero tiene que ver con el adverso clima que afectó las vacaciones de muchos temporadistas, además de los deslaves y sus efectos secundarios. El segundo se refiere a la modificación de la Ley de Contribución Especial sobre Precios Extraordinarios del Mercado Internacional de Hidrocarburos. En el presente informe describiremos y abordaremos las principales implicaciones de esta medida.

Recordemos que con el inminente colapso del modelo económico chavista (debido a su gran vulnerabilidad ante shocks en los precios del petróleo¹), el Ejecutivo Nacional evaluó la posibilidad de realizar ajustes de cara a las elecciones de 2012. No olvidemos que, además de la devaluación de finales del año pasado (vendida como “unificación” cambiaria) el Gobierno estuvo a punto de aprobar un incremento en la tasa del IVA, se planteó el regreso del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF) y, como si fuera poco, hasta pensó en aumentar el precio de la gasolina. Ya todos los venezolanos sabemos que pasó: subió el petróleo.

Tal y como hemos mencionado en reiteradas ocasiones en lo que va de año en **Ecoanalítica**: la realidad del país es otra. Y es que ante la caída en la producción de nuestra única industria competitiva y las restricciones que crea la ideología, un precio del barril de petróleo a US\$95 no es suficiente para apuntalar la economía y mucho menos para consolidar el socialismo del s.XXI. En este contexto, y dado el ciclo político, surge el decreto presidencial con rango, valor y fuerza de ley que crea la Ley

¹ Lo que desencadenó la recesión económica que afectó al país durante seis trimestres consecutivos.



de Contribución Especial por Precios Extraordinarios y Precios Exorbitantes en el Mercado Internacional de Hidrocarburos. Es de hacer notar entonces que si bien esta ley evita menguar la popularidad del presidente Chávez³, agudiza la presión sobre la ya muy comprometida principal empresa del país: Pdvsa.

En este sentido, los recursos derivados de esta contribución especial se utilizarán, preferentemente, para garantizar el financiamiento de las *Grandes Misiones* creadas por el Ejecutivo Nacional, así como proyectos de infraestructura, vialidad, salud, educación, comunicaciones, agricultura y alimentos, entre otros. El principal beneficiario de las contribuciones será el Fondo de Desarrollo Nacional (Fonden).

A partir de estas dos definiciones de precios se crean dos contribuciones especiales, pagaderas mensualmente, para quienes exporten con fines de enajenación, hidrocarburos líquidos, tanto naturales como mejorados, y productos derivados.

En este sentido, las alícuotas se cancelarán de la siguiente manera:

1. **Alícuota por precios extraordinarios:** Cuando el promedio mensual de la cesta venezolana sea mayor de lo establecido en la Ley de Presupuesto del respectivo ejercicio fiscal, pero igual o inferior de US\$/70/bl, se aplicará una alícuota del 20% sobre la diferencia entre ambos precios.
2. **Alícuota por precios exorbitantes:** Esta alícuota estará dividida en tres tramos que se describen a continuación:
 - Cuando los precios exorbitantes sean mayores de US\$70/bl, pero inferiores de US\$90/bl, se aplicará una alícuota equivalente al 80% del monto total de la diferencia entre ambos precios.
 - Cuando los precios exorbitantes sean mayores o iguales a US\$90/bl, pero inferiores de US\$100/bl, se aplicará una alícuota equivalente al 90% del monto total de la diferencia entre ambos precios.
 - Cuando los precios exorbitantes sean iguales o mayores de US\$100/bl, se aplicará una alícuota equivalente al 95% del monto total de la diferencia entre ambos precios.

En **Ecoanalítica**, somos de la opinión de que esta medida, además de permitir conseguir más recursos, otorga más libertad de acción sobre una mayor porción de los recursos disponibles. Por lo tanto, esta medida le genera al Gobierno una mayor cantidad de recursos para gasto discrecional.



Contribuciones Especiales al Fonden	2011	2012		
Escenarios	Base	Conservador	Base	Alza
Precio Cesta Venezolana (US\$/bl)	95	80	95	102
Exportaciones Petroleras (mb/d)	2,1	2,1	2,1	2,1
Convenios de Cooperación y Financiamiento (mb/d)	0,5	0,4	0,4	0,4
Exportaciones Efectivas (mb/d)	1,6	1,7	1,7	1,7
¿Cuánto recaudará el nuevo impuesto?	2011	2012		
<i>Precio Extraordinario</i>	Base	Conservador	Base	Alza
Porción > US\$40/bl pero ≤ US\$70/bl	30	30	30	30
Alícuota correspondiente: 20%	6	6	6	6
<i>Precio Exorbitante</i>				
Porción > US\$70/bl pero < US\$90/bl	20	10	20	20
Alícuota correspondiente: 80%	16	8	16	16
Porción ≥ US\$90/bl pero < US\$100/bl	5	-	5	10
Alícuota correspondiente: 90%	4,5	0	4,5	9
Porción ≥ US\$100/bl	-	-	-	2
Alícuota correspondiente: 95%	0	0	0	1,9
Total a cancelar por c/barril exportado (US\$)	26,5	14,0	26,5	32,9
Total a depositar en el Fonden (US\$MM) [1]	10.642	8.687	16.443	20.414
¿Cuánto hubiese recaudado el impuesto tal y como estaba?	2011	2012		
<i>Precio Extraordinario</i>	Base	Conservador	Base	Alza
Porción > US\$70/bl pero < US\$100/bl	25	10	25	30
Alícuota correspondiente: 50%	12,5	5	12,5	15
Porción ≥ US\$100/bl	-	-	-	2
Alícuota correspondiente: 60%	0	0	0	1,2
Total a cancelar por c/barril exportado (US\$)	12,5	5,0	12,5	16,2
Total a depositar en el Fonden (US\$MM) [2]	7.300	3.103	7.756	10.052
[3] Recaudación adicional (US\$MM) [1] - [2]	3.342	5.585	8.687	10.362

Fuentes: GO, Bloomberg y Ecoanalítica

En *Ecoanalítica* quisimos averiguar cuánto se hubiese recaudado si la producción se hubiese mantenido igual al año 2008 dejando el impuesto tal y como estaba y también con el ajuste. El resultado arrojaría un monto de hasta US\$1.995 millones más que lo que se recaudará mediante el nuevo mecanismo este año y de hasta US\$3.603 millones el próximo año en un escenario de precios al alza.

Si no hubiese caído la producción...	2011	2012		
Escenarios	Base	Conservador	Base	Alza
Precio Cesta Venezolana (US\$/bl)	95	80	95	102
Exportaciones Petroleras 2008 (mb/d)	2,4	2,4	2,4	2,4
Convenios de Cooperación y Financiamiento (mb/d)	0,5	0,4	0,4	0,4
Exportaciones Efectivas (mb/d)	1,9	2,0	2,0	2,0
Recaudación adicional nuevo impuesto (US\$ MM)	1.995	1.533	2.902	3.603
Recaudación adicional impuesto tal y cómo estaba (US\$ MM)	1.369	548	1.369	1.774

Fuente: Ecoanalítica



Estas cifras arrojan una conclusión muy importante: si Pdvsa no hubiese descuidado sus inversiones en producción, esta medida quizás no se hubiese, siquiera, tomado en consideración. En este sentido, la petrolera no hubiese comprometido su flujo de caja destinado a futuras inversiones y, lo que es más importante, hubiese podido evitar acudir nuevamente al mercado para financiarse (vía préstamos o vía emisiones), sobre todo en un entorno donde los costos de financiamiento pesan cada vez más dentro de los libros de la estatal.

Otro aspecto que contempla la nueva ley de contribuciones especiales es que se establece el monto de US\$70/bl como precio tope máximo para el cálculo y la liquidación de regalías, impuesto de extracción e impuesto de registro de exportación previstos en la Ley Orgánica de Hidrocarburos (LOH).

En **Ecoanalítica** creemos que aunque este aspecto compensa en cierta forma la voracidad de la medida, ya que estos impuestos se calculan y se cancelan a un precio muy inferior al precio de mercado, lo que se traduce en una especie de respiro para Pdvsa y las empresas mixtas, es importante destacar que el hecho de que el Fisco Nacional deje de percibir recursos para que estos vayan directamente al Fonden constituye un acto de discrecionalidad máxima por parte del Ejecutivo Nacional a la hora de captar ingresos y ejecutar el gasto. Recordemos que los impuestos contemplados en la LOH son ingresos tomados en cuenta en el presupuesto nacional y, por ende, tienen un destino definido.

En definitiva, con este breve análisis queda en evidencia (además de la “cifra” de ingresos que pueda generar esta medida) que *“el Ejecutivo Nacional ha tomado cerca del mayor número de medidas posible para captar la mayor cantidad de renta petrolera disponible para así ejecutar el gasto con la mayor discrecionalidad expedita”*.

En este sentido, sólo quedan dos cosas por saber: ¿Cuántos cartuchos le quedan por utilizar al Gobierno? y ¿Tendrá el mismo efecto el gasto público en 2011-12 como lo tuvo en el año 2006 en términos de crecimiento económico y popularidad? Pronto lo sabremos...



Principales variables macroeconómicas de Venezuela

VARIABLES	2009	2010	(Último dato)
Precio del petróleo (Cesta Venezolana)	57,0	72,4	110,3
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	28,7
INPC (%)	25,1	27,2	27,4
IPM (%)	34,0	26,8	26,7
Tipo de cambio oficial (fin de año)	2,15	4,30	4,30
Tasas activas (fin de año)	19,2	17,9	19,5
Tasas pasivas (fin de año)	12,1	15,0	15,8
Liquidez monetaria (VEF MMM)	235,0	294,5	308,5
Reservas Internacionales (US\$ MMM)	35,0	30,3	25,8
Desempleo (%) (promedio)	7,9	8,5	8,6



INDICADORES ECONÓMICOS

