



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## En esta edición:

<i>¿Qué esperar del negro luego de las elecciones?</i> .....	2
Indicadores cambiarios .....	8
Comportamiento del Sitme .....	9
Reporte de la deuda de Venezuela y Pdvs	10
<i>Cifras de la balanza de pagos del IS2012: La eterna historia</i> .....	14
<i>La banca venezolana: ¿La excepción a la regla?</i> .....	21
<i>El cuento de hadas de la inflación en 2012</i> .....	25
Principales variables macroeconómicas de Venezuela .....	37

## En octubre, usted debe tener en cuenta:

- **¿Qué puede pasar en las elecciones?** En nuestra opinión, vemos una tendencia que se ha ido inclinando sutilmente a favor del candidato Capriles. Lo que electoralmente se conoce como “viento a favor”, factor que cuando ocurre al final de la campaña es decisivo. Pues es cuando los electores terminan confirmando su decisión.
- **Los indecisos decidirán las elecciones.** Todo dependerá de la capacidad de movilización de cada comando este próximo domingo. En donde es bien conocido el poder y capacidad que tiene el oficialismo en estas situaciones. Pero por el otro lado vemos que la oposición viene confirmando que en este final su energía y disposición es suficientemente alta como para superar a su adversario.
- **Ante un cambio de gobierno...** Si ganara la oposición con un margen pequeño y el oficialismo reconoce su victoria, Capriles deberá enfocarse en sortear el periodo que va del 8 de octubre al 10 de enero de 2013 para luego gobernar en un entorno difícil por la alta concentración del poder en manos del chavismo, lo que generaría enormes dificultades para garantizar la gobernabilidad. Sin embargo, la experiencia de Capriles en el estado Miranda, donde la gobernabilidad la obtuvo por su buena gestión, pudiera capitalizarle más espacios en un periodo relativamente corto al ponerla en práctica a escala nacional.
- **Comienza el último trimestre.** Dejando a un lado el escenario electoral, con octubre, comienza el último trimestre del año, es importante recordar a nuestros clientes que este es el periodo de mayor impulso en la demanda agregada interna, especialmente en el consumo. En noviembre se acelera la cantidad de bolívares por el pago de utilidades y aguinaldos, esperamos que hayan tomado las previsiones necesarias para este periodo.

# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás



## ¿Qué esperar del negro luego de las elecciones?

Por: **Asdrúbal Oliveros**

Venezuela está de infarto a pocas horas de celebrarse la elección presidencial más reñida de los últimos años. A esto hay que sumarle que el tipo de cambio no oficial ha escalado 25,9% en el último mes, un hecho que nos tiene a todos nerviosos. ¿Qué ha pasado? ¿Qué esperar en los próximos meses? Este informe intenta dar respuesta a esas preguntas.

Lo primero que tenemos que decir es que en **Ecoanalítica** esto no nos tomó por sorpresa. En un informe escrito a comienzos de este año titulado: *¿Qué será lo que quiere el negro?*, señalábamos que el exceso de liquidez, la restricción de divisas vía Cadivi y Sitme y la incertidumbre política provocarían una escalada en el tipo de cambio no oficial; por lo que era necesaria la cobertura. El tiempo nos ha dado la razón. En lo que va de año, el tipo de cambio no oficial se ha depreciado 37,8%; solo en el último mes se ha desplomado 25,9% y pareciera no estabilizarse.

### Un poco de historia...

Dada la naturaleza de la economía venezolana, donde el grueso de las divisas son generadas por el sector público, la creación de un control de cambio lleva implícito el surgimiento de un mercado paralelo o no oficial de divisas. Así pasó en Recadi y Otac, y Cadivi no ha sido la excepción. Desde su implementación, el control cambiario ha estado acompañado por un mercado paralelo de divisas, con la salvedad de que este mercado fue legal y sujeto a regulaciones hasta mediados de 2010.

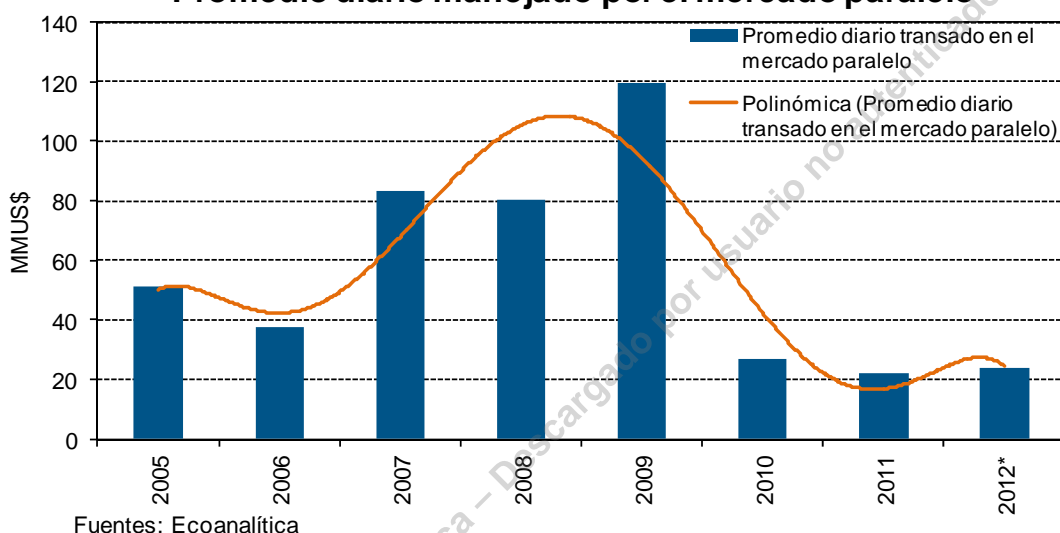
A partir de allí, el mercado pasa a ser ilegal, pero no desaparece; solo que se hace más pequeño y más opaco. Ese mercado de menor tamaño (con un promedio diario que fluctúa entre US\$18 millones y US\$25 millones) es alimentado principalmente por empresas extranjeras contratistas del Gobierno (que trabajan con recursos que provienen principalmente del Fondo Chino y Fonden) y las llamadas "mesas de cambio" que funcionan en la banca pública, tesorería nacional e incluso el BCV. La estabilidad que este mercado ha exhibido por largos períodos se debe principalmente a que la oferta ha fluido y que la demanda no se había desbordado, especialmente por la pasividad mostrada por el segmento corporativo y multinacional.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

Promedio diario manejado por el mercado paralelo



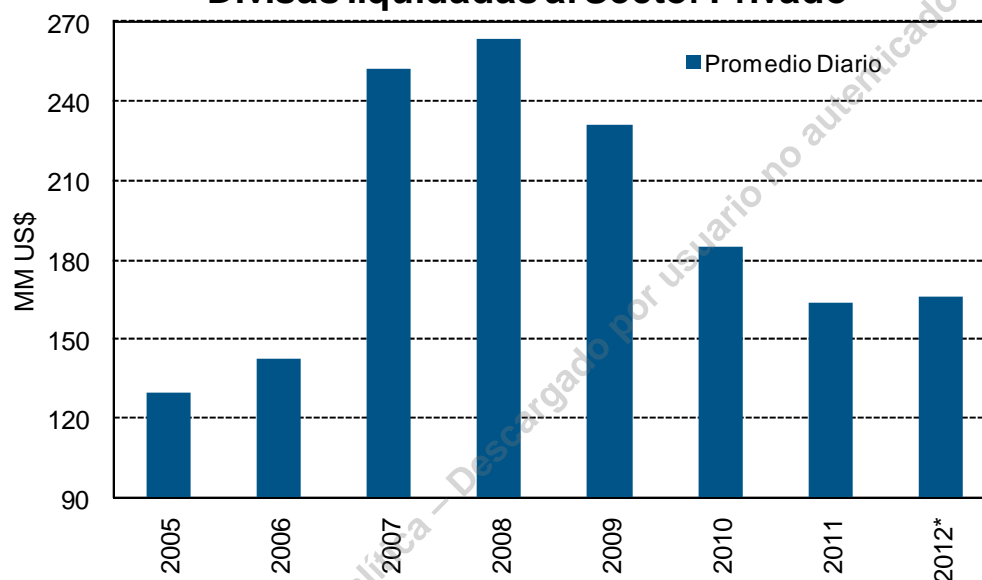
Desde mediados de agosto, la oferta se estancó. Desde las empresas contratistas y las “mesas de cambio” no fluyen los dólares y, para completar el cuadro de “tormenta perfecta”, la demanda comenzó a subir; por ende, el precio se desbordó. Más allá del elemento de incertidumbre política, lo que está afectando la cotización del tipo de cambio no oficial es la ausencia de oferta. En la medida en que esta no se recupere y se estabilice, el llamado “dólar negro” continuará subiendo.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Divisas liquidadas al Sector Privado



\*Cifras hasta junio

Fuentes: BCV, Cadivi y Ecoanalítica

### El 7-O en el horizonte...

La pregunta obligada estos días es: ¿qué va a pasar con el dólar no oficial? La información que manejamos en **Ecoanalítica** es que desde el despacho del ministro Giordani se ha girado instrucciones para, por un lado, no emitir deuda denominada en dólares hasta la celebración de las elecciones presidenciales y, por el otro, no inyectar oferta de divisas desde el sector público al mercado no oficial de divisas. Por consiguiente, estos últimos días previos a las elecciones, el tipo de cambio negro estará presionado al alza. Nuestra recomendación sigue siendo abstenerse de realizar operaciones de cobertura.

### El problema es de oferta... pero lo político afecta

¿Qué esperar de la cotización del "dólar negro" más allá del 7-O? Dependerá de quién gane. El comportamiento del tipo de cambio no oficial en el último trimestre del año estará supeditado al resultado de las elecciones presidenciales. En caso de que el presidente Chávez sea reelecto, no dudamos de que se reactive la oferta y el tipo de cambio se estabilice entre VEB 10,5/US\$ y VEB11,0/US\$ por dólar. Adicionalmente, se daría luz verde para una colocación de bonos



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

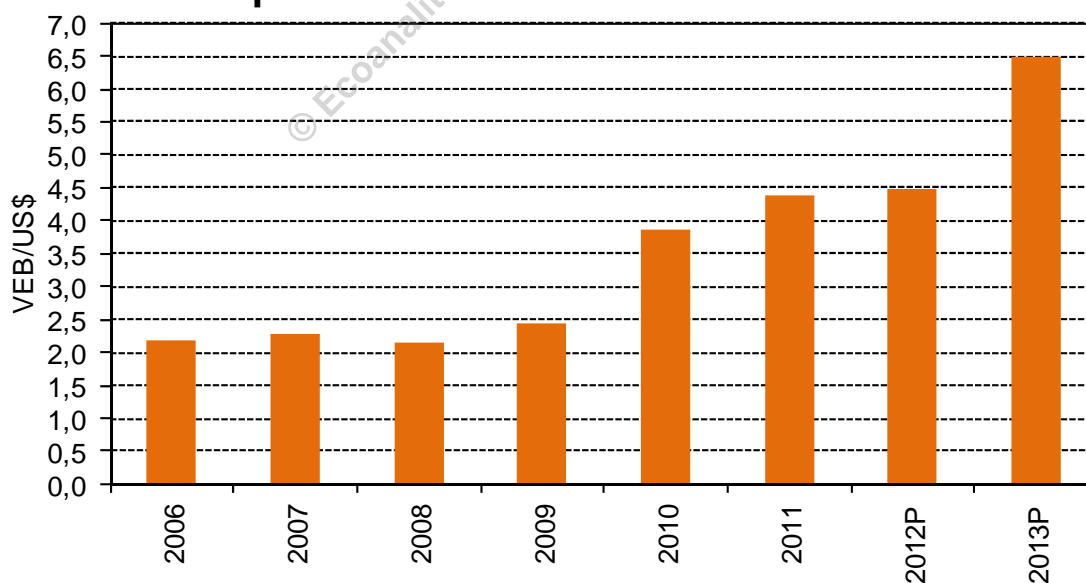
Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

denominados en dólares para garantizar oferta vía Sitme. Esta colocación sería de carácter privado y los beneficiarios serían el BCV y la banca pública. Aquí no habría sorpresas. Es el escenario de “más de lo mismo”.

Es importante destacar que el ala pragmática del Gobierno, donde cohabitan el presidente del BCV, Nelson Merentes, y el presidente de Pdvsa, Rafael Ramírez, es de la tesis que el mercado no oficial debe estabilizarse para tener a raya la tasa de inflación. En caso de reelegirse Chávez, se buscaría mantener la meta inflacionaria para este año en torno a 20%; por ende, desde el BCV se tendría una política activa de oferta de divisas hacia el mercado paralelo en lo que resta de año.

En este escenario, la estrategia de cobertura debe intensificarse en el mediano plazo, dada la expectativa de devaluación en los tipos de cambio oficiales (Cadivi/Sitme) que se concretaría, de acuerdo con nuestros estimados, en el primer bimestre de 2013.

## Tipo de Cambio Ponderado con Chávez



Fuentes: BCV, Cadivi y Ecoanalítica



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

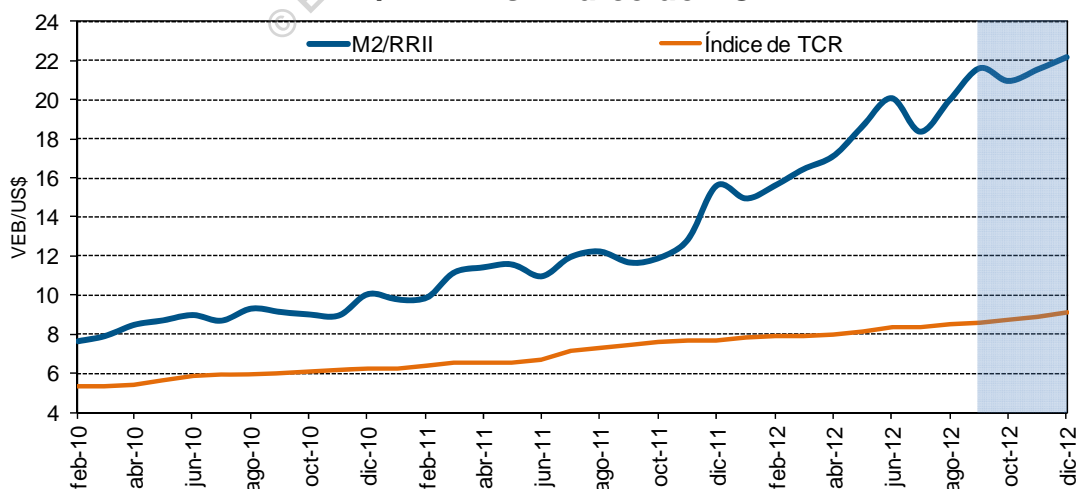
Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## ¿Y si gana Capriles?: “Misión Sabotaje”

En el caso de un triunfo de la oposición, el último trimestre del año será complicado. En **Ecoanalítica** estamos convencidos de que si el actual gobierno pierde, reconocerá los resultados y entregará el poder. Pero esa entrega y la propia transición pueden ser caóticas. La experiencia de cambios de Gobierno (desde el oficialismo a la oposición) así lo demuestra. En esa línea, cabría esperar que no haya un incremento sustancial de la oferta de divisas que alimentan al mercado negro. De hecho, tampoco habría incentivos para mejorar el desempeño de Cadivi y Sitme. Se pondría en práctica lo que llamamos la “misión sabotaje”, es decir, el Estado entraría en una especie de inacción de tal forma de no darle tregua al nuevo gobierno.

En este caso, no recomendamos operaciones de cobertura. El tipo de cambio negro puede escalar de forma importante, incluso en un contexto de expectativas económicas positivas por el cambio de Gobierno y por ende, de modelo económico. El indicador de techo del tipo de cambio no oficial, el llamado tipo de cambio implícito entre la liquidez (M2) y las reservas internacionales cerraría en 2012 en VEB 22,7/US\$. No queremos decir que el tipo de cambio no oficial escale hasta allá, pero sí muestra que hay margen de maniobra para que suba.

M2 / RRII Vs. Índice de TCR



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

Por otro lado, en un contexto en el que el Gobierno de Capriles se ha trazado como meta el desmontaje gradual del control de cambio, lo cual podría pasar por el establecimiento de un



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

mercado paralelo legal, no tiene sentido realizar operaciones de cobertura antes de la implementación de este mecanismo. El comportamiento del tipo de cambio paralelo en este escenario (después de que asuma un posible nuevo Gobierno) requiere otro análisis que dejaremos para el futuro.

## La incertidumbre como clave

Queda claro que el resultado electoral del próximo 7 de octubre impactará las perspectivas del mercado no oficial, pues de allí se visualizará cómo se comportará la oferta, que es la clave en Venezuela. Hay que ratificar también que en cualquier escenario político, la devaluación del tipo de cambio oficial se concretará en el mediano plazo, aunque la manera en que se haga será diferente según quién esté en el poder. Por último, incluso en el caso en que el presidente Chávez gane las elecciones, no descartamos cambios en la operatividad y funcionamiento del mercado no oficial en el futuro.

© Ecoanalítica – Desempleado. Documento no autenticado



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Indicadores cambiarios

### M2/RRII

En septiembre, el indicador M2/RRII se cerró en 21,9 VEB/US\$, cifra mayor en 5,1% a la registrada en el mes agosto. Este resultado obedece, en principio, al descenso que han experimentado las reservas internacionales en su variación intermensual (0,2%), mientras que en su variación interanual registra una caída de 8,2%. Por su parte, la liquidez monetaria registra un incremento de 3,1% para el mes de septiembre con respecto al mes previo, así como un crecimiento interanual de 53,6%.

### TCR

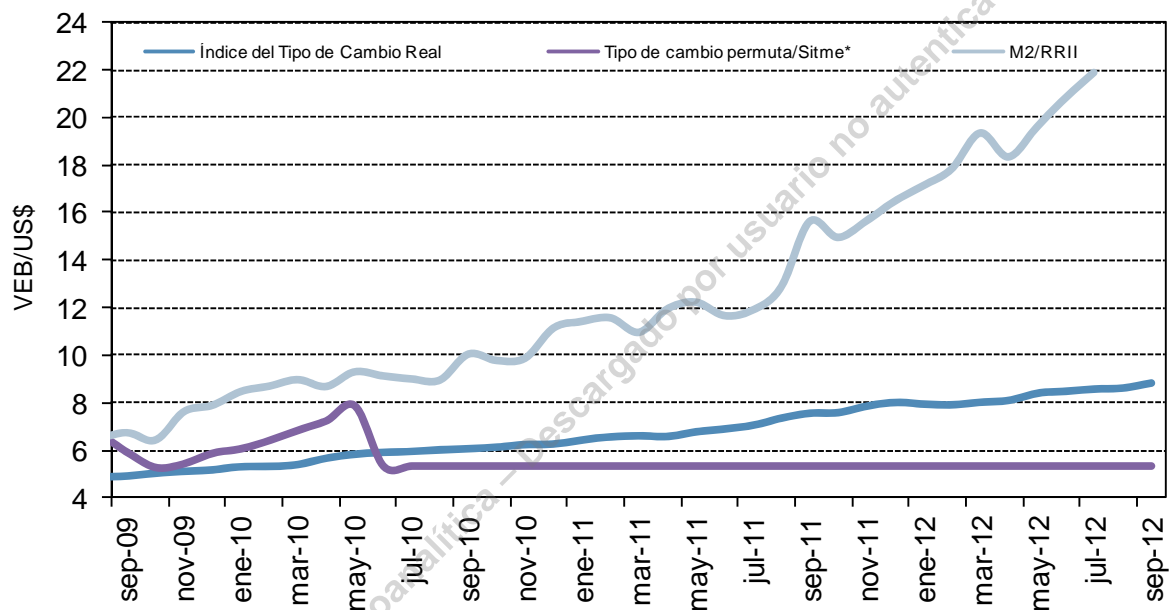
El indicador de Tipo de Cambio Real (TCR) de **Ecoanalítica**, que nos mide el tipo de cambio de equilibrio competitivo entre Venezuela y sus cinco principales socios comerciales (EE.UU., Brasil, China, Colombia y México), en septiembre, se depreció 16,8% con respecto a septiembre de 2011, al pasar de 7,6 VEB/US\$ a 8,8 VEB/US\$ y 2,4% con respecto al pasado mes de agosto.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Indicadores del Tipo de Cambio



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

## Comportamiento del Sitme

Hasta el cierre de septiembre se negociaron US\$7.756 millones a través del Sitme, de los cuales US\$824 millones se transaron durante el mes de septiembre, lo que muestra un descenso de 16,7% con respecto a los US\$989 millones tranzados en el mes de agosto.

El monto promedio diario de divisas negociado en el Sitme se ubicó en US\$41,2 millones en el mes de septiembre, cifra inferior al promedio de US\$45,0 millones del mes de agosto, lo que hace que el promedio diario de divisas negociadas por el Sitme en lo que va de año se situó en US\$42,9 millones. El tipo de cambio de estas operaciones se ha mantenido, desde su creación, en 5,3 VEB/US\$.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Reporte de la deuda de Venezuela y Pdvsa

*Por: Knossos Asset Management*

Definitivamente las elecciones presidenciales del 07 de octubre del 2012 será uno de los eventos más importantes de la última década en Venezuela. El desempeño a partir del 08 de octubre de la deuda de Venezuela y Pdvsa será muy distinto dependiendo del resultado. Los escenarios son muy asimétricos en cuanto al retorno para los inversionistas, es decir, si gana Capriles el mercado puede subir mucho más de lo que podría bajar en caso de una derrota.

Siendo así, durante el mes los bancos y casas de corretaje más importante de Wall Street emitieron reportes muy amplios sobre Venezuela (BofA fue de 33 páginas). Adicionalmente, la mayor parte de ellos estuvieron visitando el país junto con inversores y fondos posicionados en deuda venezolana y Pdvsa y otros tratando de entender cómo funciona la dinámica electoral para tomar la decisión de invertir. La realidad es que aunque la mayoría de ellos no han invertido más de 20% del total de sus activos en Venezuela, los ingresos correspondientes pueden representar hasta 35% de sus fondos y de ahí el gran interés en el crédito.

En conversaciones privadas con algunos analistas de estos bancos y casas de corretaje durante su visita a Caracas, pudimos observar que en general están posicionados para una victoria del Presidente Chávez como su escenario base. Sin embargo, su inquietud es perder el rally ante una victoria de Henrique Capriles. Las incongruencias entre algunas de las encuestas más respetadas y la evidencia anecdótica de la campaña electoral que recogieron, nos hacen pensar que se fueron más confundidos de lo que llegaron.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

BONO	28/09/2012	31/08/2012	Variacion %
VENZ 10 3/4 09/19/13	103,27	103,58	-0,3%
VENZ 8 1/2 10/08/14	100,97	100,50	0,5%
VENZ 5 3/4 02/26/16	91,07	90,38	0,8%
VENZ 7 12/01/18	86,14	83,75	2,9%
VENZ 13 5/8 08/15/18	108,90	107,00	1,8%
VENZ 7 3/4 10/13/19	86,81	84,63	2,6%
VENZ 6 12/09/20	76,28	74,17	2,8%
VENZ 12 3/4 08/23/22	106,75	105,08	1,6%
VENZ 9 05/07/23	88,14	85,75	2,8%
VENZ 8 1/4 10/13/24	82,87	80,25	3,3%
VENZ 7.65 04/21/25	78,32	76,88	1,9%
VENZ 11 3/4 10/21/26	101,63	98,94	2,7%
VENZ 9 1/4 09/15/27	90,48	87,81	3,0%
VENZ 9 1/4 05/07/28	88,75	85,50	3,8%
VENZ 11.95 08/05/31	102,55	99,52	3,0%
VENZ 9 3/8 01/13/34	88,93	85,25	4,3%
VENZ 7 03/31/38	73,92	70,42	5,0%
PDVSA 8 11/17/13	100,41	100,33	0,1%
PDVSA 4.9 10/28/14	90,54	89,94	0,7%
PDVSA 5 10/28/15	85,16	84,48	0,8%
PDVSA 5 1/8 10/28/16	79,42	78,66	1,0%
PDVSA 5 1/4 04/12/17	79,27	77,15	2,7%
PDVSA 8 1/2 11/02/17	90,37	88,71	1,9%
PDVSA 9 11/17/21	86,16	82,88	4,0%
PDVSA 12 3/4 02/17/22	102,38	100,83	1,5%
PDVSA 5 3/8 04/12/27	62,26	61,97	0,5%
PDVSA 5 1/2 04/12/37	60,98	60,44	0,9%
SIDETU 10 04/20/16	75,00	75,00	0,0%
ELECAR 8 1/2 04/10/18	74,48	74,04	0,6%

Fuentes: Knossos Asset Management y Ecoanalítica

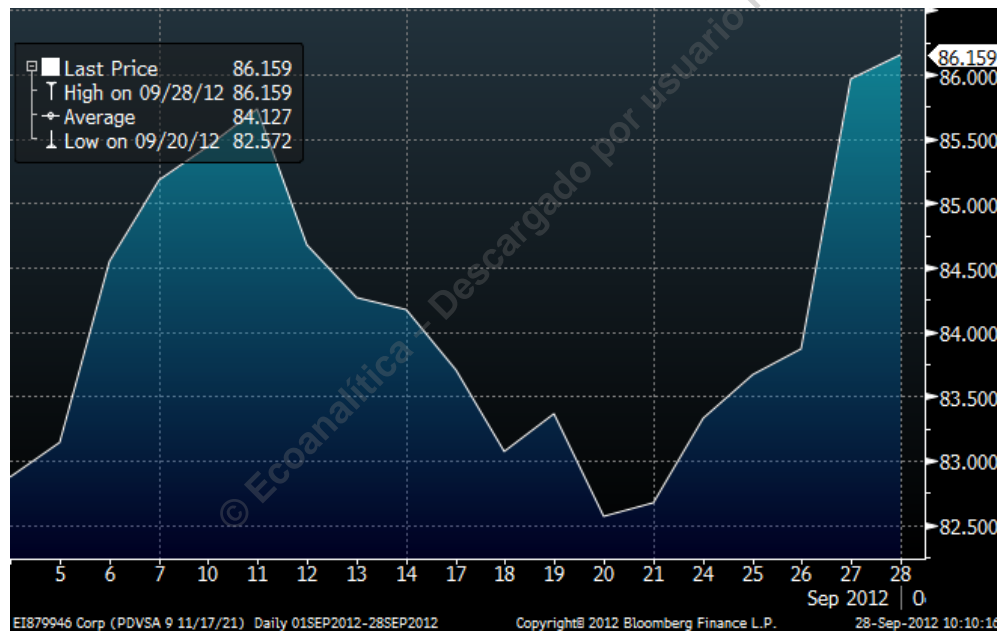
Esa misma confusión se ha reflejado en los precios de los bonos durante el mes. En el siguiente gráfico se puede observar la variación del precio del Pdvsa 17N en septiembre. Es interesante resaltar que a principios del mes continuó el alza que traía el mercado desde agosto, impulsado por las buenas noticias a nivel global tales como la decisión de la Reserva Federal de USA de implantar su plan de estímulo QE3 (*Quantitative Easing*), la decisión favorable de la corte constitucional de Alemania sobre dos de las nuevas estructuras de la eurozona: el fondo de rescate permanente y el pacto fiscal.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

Sin embargo, a mediados del mes comenzó una venta importante por parte de inversores de todo tipo (fondos, institucional y privados), que pensamos se debe a un reposicionamiento pre-electoral. Ya hacia el cierre, luego de la publicación de las últimas encuestas, los compradores aparecieron nuevamente, lo cual nos hace inferir que hubo algo de optimismo de última hora hacia una victoria de Henrique Capriles.



Fuente: Bloomberg

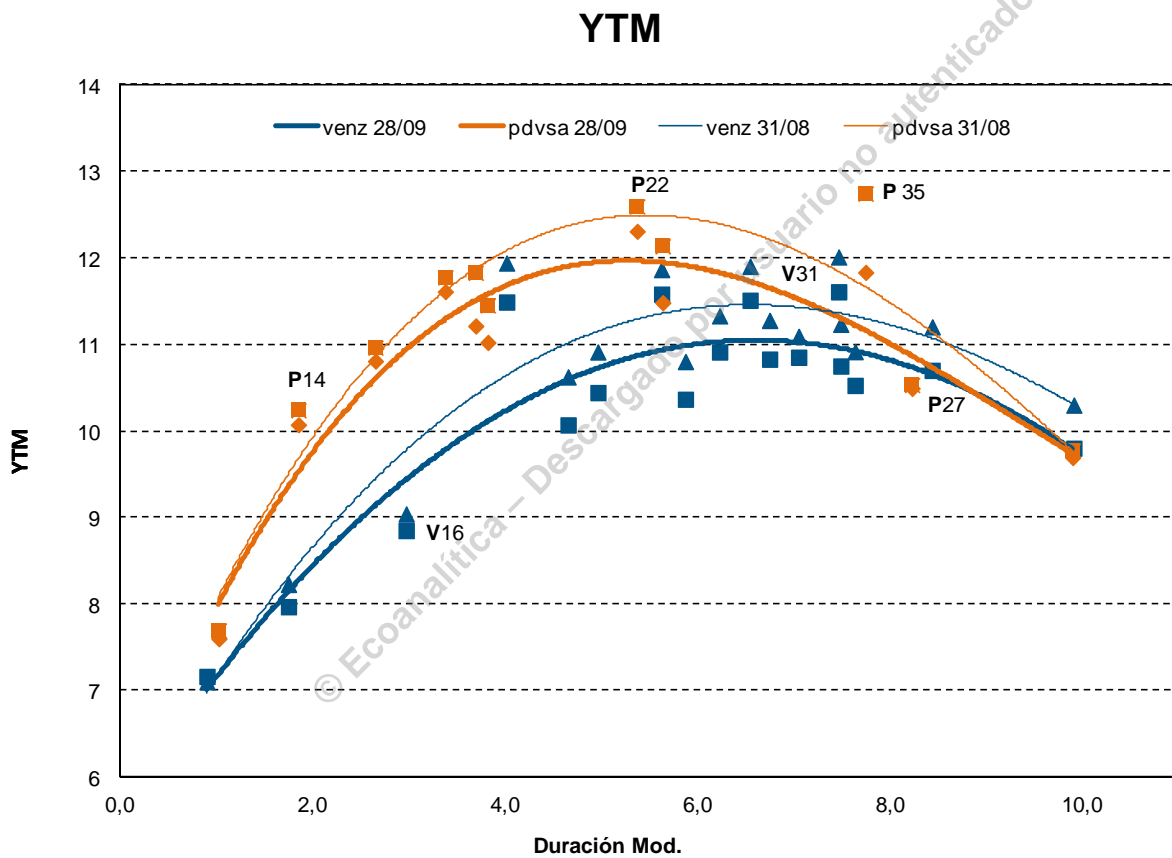
## Movimientos de la Curvas

Aunque todos los bonos subieron de precio respecto al mes anterior (índice EMBI Vzla +3,4%), lo más importante a destacar es el mejor desempeño que tuvo la parte mediana y larga de ambas curvas respecto a la parte corta. En Venezuela, los bonos Venez 2034 y 2038 subieron 4% mientras que en Pdvsa el mejor desempeño fue el del PDVSA 35 con más de 7% y el PDVSA 21 con 4% (ver el gráfico siguiente). Se infiere que los inversores están posicionándose en bonos de alta duración y convexidad (los más sensibles a variaciones de rendimiento). Estos movimientos en la curva también son señales que el mercado pareciera estar un poco más optimista con respecto a las posibilidades de Capriles.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás



Fuentes: Knossos Asset Management y Ecoanalítica



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Cifras de la balanza de pagos del 1S2012: La eterna historia

Las cifras del BCV para el 1S2012 muestran resultados variados: crecimiento de 5,4% del PIB, superávit decreciente de la cuenta corriente de la BP, aumento de las importaciones petroleras y de las exportaciones de químicos y fertilizantes.

<b>BALANZA DE PAGOS</b>			
<b>Resumen General</b>	<b>1S2012</b>	<b>1S2011</b>	<b>Var.</b>
<b>(Millones de US\$)</b>			
<b>Cuenta Corriente</b>	10.212	15.351	-33,5%
<b>Saldo en Bienes</b>	22.481	24.629	-8,7%
<b>Exportaciones Petroleras</b>	47.324	43.560	8,6%
<b>Exportaciones No petroleras</b>	2.177	2.384	-8,7%
<b>Importaciones de Bienes f.o.b.</b>	-27.020	-21.315	26,8%
<b>Saldo en Servicios</b>	-7.502	-5.156	45,5%
<b>Otros</b>	-4.767	-4.122	15,6%
<b>Cuenta Capital</b>	-11.614	-17.754	-34,6%
<b>Cuenta Capital del Sector Público</b>	-4.888	-9.883	-50,5%
<b>Cuenta Capital del Sector Privado</b>	-6.256	-5.745	8,9%
<b>Variación en Reservas Internacionales</b>	-1.402	-2.403	-41,7%

Fuentes: BCV y Ecoanalítica

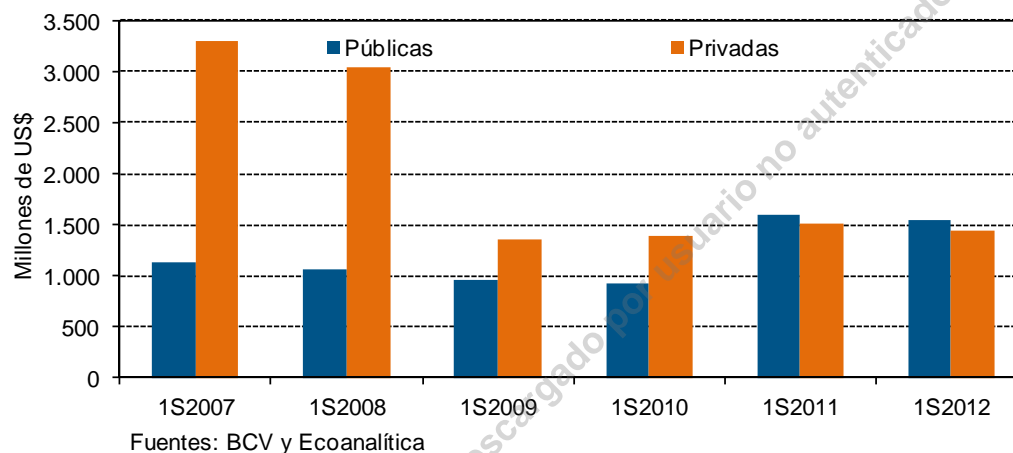
Con un crecimiento de 5,4% del PIB durante el primer semestre, cualquiera pudiese pensar que el sector productivo nacional no petrolero ha experimentado cierta recuperación; no obstante, las exportaciones no petroleras cayeron 8,7% a/a y se ubicaron en US\$2.177 millones. Según el BCV, dicha disminución estuvo influenciada por las contracciones de 8,7% de las ventas externas públicas y de 13,7% de las exportaciones privadas.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Exportaciones No petroleras



Según el BCV, durante el 2T2012, en el componente público aumentaron las exportaciones de químicos y fertilizantes, en rubros como metanol, urea, amoníaco y propileno y bajaron las exportaciones de hierro, acero y aluminio. Las del sector privado descendieron en amoníaco, oro, ferrosilicio, productos planos de hierro o acero y aleaciones de aluminio.

De esta forma, la caída de las exportaciones no petroleras es correlato de lo que observamos en las cifras del PIB, donde el sector de bienes transables permanece estancado. Venezuela sigue lejos de alcanzar la diversificación de las exportaciones y de cortar su dependencia de los ingresos petroleros, atados a la volatilidad de los precios del crudo.

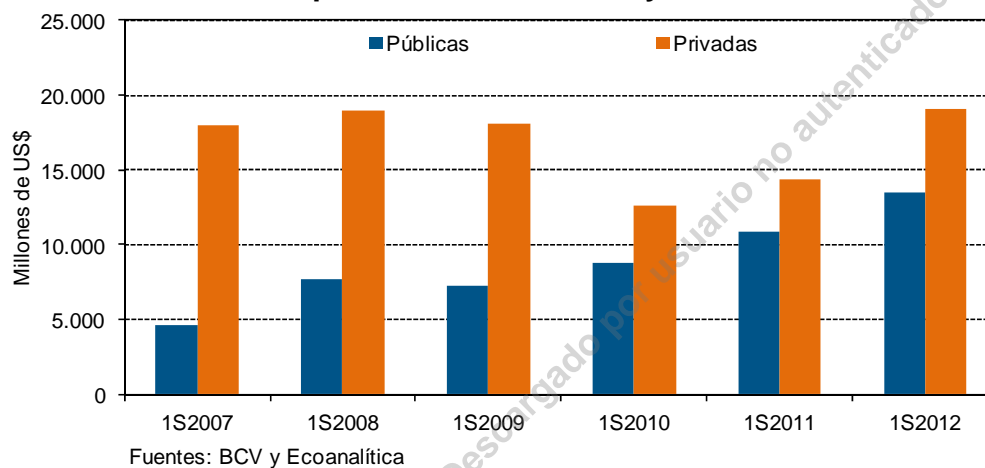
Las importaciones han repuntado significativamente en lo que va del año, tanto en el sector privado como el sector público. Las importaciones públicas aumentaron 24,2% a/a y alcanzaron US\$13.514 millones, mientras que las del sector privado crecieron 32,9% en el mismo período hasta alcanzar US\$19.104 millones. No obstante, al analizar únicamente las importaciones de bienes, tenemos que las públicas aumentaron 15,1% a/a, mientras que las privadas aumentaron 34,8%.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Importaciones de bienes y servicios



Cuando analizamos las divisas liquidadas para importaciones mediante Cadivi, (incluyendo los convenios Aladi y Sucre), tenemos un total de US\$10.918 millones, monto equivalente al 57,2% de las importaciones de la BP. Si a esta cifra le agregamos US\$3.713 millones de importaciones realizadas vía Sitme, tenemos que US\$14.632 millones, o 76,6%, de las importaciones se efectuaron través de los mecanismos oficiales. Sin embargo, como mencionamos hace un trimestre, dicha cifra no estaría atribuida exclusivamente al mercado no oficial, pues el ciclo político, la disminución de los activos externos del sector privado venezolano y el efecto rezago (las deudas de Cadivi fluctúan entre 90 días y 180 días) también han influido en mayor o menor grado.

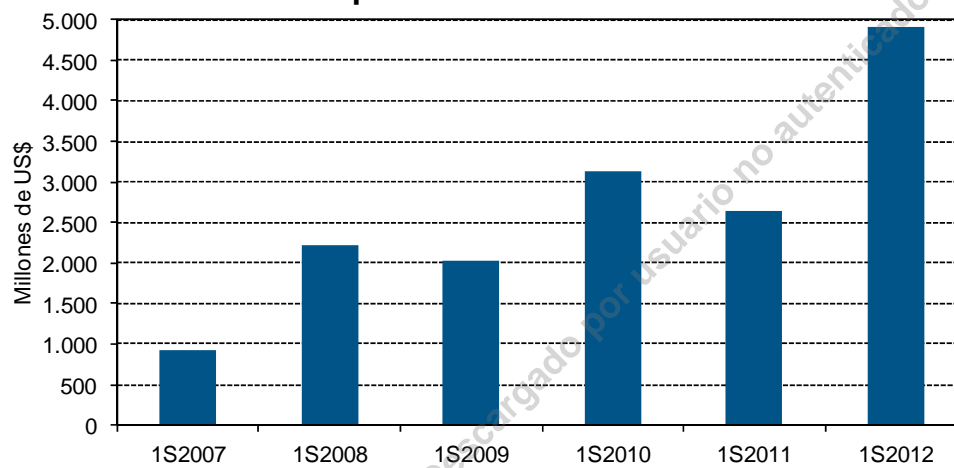
Por otro lado, en **Ecoanalítica** hemos llamado la atención sobre el incremento que han venido teniendo las importaciones petroleras, caracterizadas por el aumento en la compra de derivados del petróleo, tales como nafta y aditivos para la gasolina como consecuencia del deterioro del sistema refinador venezolano, que durante los primeros meses de 2012 sufrió múltiples paradas y que ha llegado al clímax con la trágica explosión en la refinería de Amuay el pasado fin de semana.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Importaciones Petroleras



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

Según la opinión de diversos analistas petroleros, la situación en Amuay tardará más tiempo del previsto por el Ejecutivo nacional en solventarse para reanudar actividades. La eficiencia operativa en Amuay, y en el resto del parque refinador nacional, es algo que luce cuesta arriba, no solo para los próximos meses, sino también en el mediano plazo. Por lo tanto, no es descartable que las importaciones relacionadas con la industria petrolera aumenten en el tercer trimestre de este año o, como mínimo, mantengan la tendencia observada en los últimos tres trimestres.

En **Ecoanalítica** denominamos “recursos extrapresupuestarios del Estado” a la cuenta de monedas y depósitos del sector público, indicador clave para analistas, empresarios y hasta del propio Gobierno para evaluar la economía venezolana. Analizando esta cuenta, vemos que su saldo se redujo en US\$9.148 millones en el 2T2012 con respecto al 1T2012, lo cual genera preocupaciones de devaluación”, pues estos son los “fondos de emergencia” que ha usado el país en el pasado.

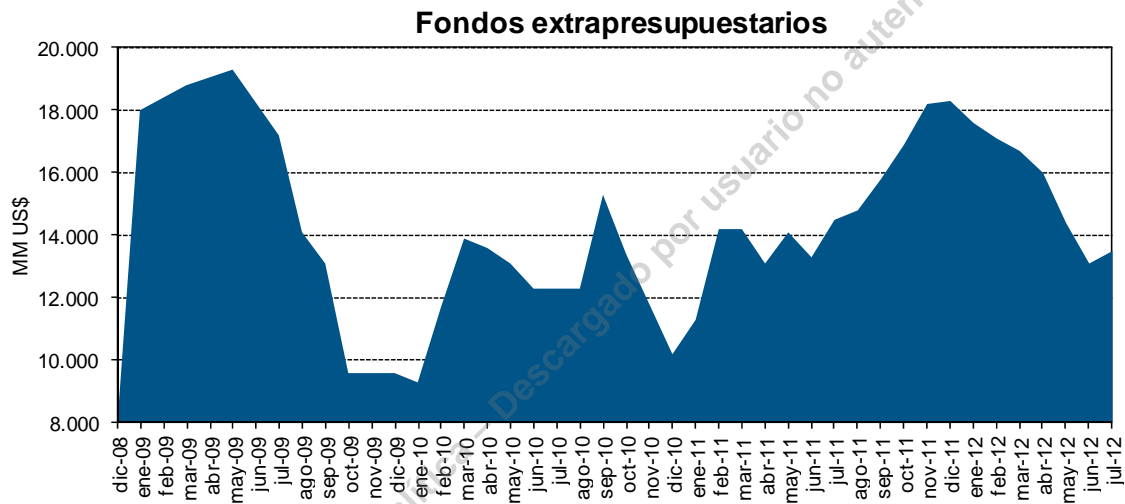
Respecto a los recursos extrapresupuestarios (ajenos a activos de reserva), en **Ecoanalítica** consideramos necesario tomar en cuenta que, según voceros del Gobierno, alrededor del 50% de los recursos del Fondo Chino no tienen disponibilidad inmediata. El Fonden y las cuentas externas de Pdvsa poseen restricciones similares. Tomando esto en cuenta, el cálculo de recursos extraordinarios de **Ecoanalítica** arroja un aumento de



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

US\$400 millones en el mes de julio, influenciado por el traspaso de US\$500 millones de las reservas internacionales al Fonden.



Fuente: Ecoanalítica.

Aunque los recursos extraordinarios externos han disminuido, consideramos que esta no es una razón única para esperar una devaluación, más bien es complementaria. También debemos tomar en cuenta la situación fiscal (prevedemos un déficit para el sector público de 17% del PIB), la sobrevaluación nominal que ha adquirido nuestra moneda en los últimos dos años (101,2%), el convenio cambiario 20 y el regreso de las listas de Cadivi como razones de igual peso para esperar una devaluación; tome sus previsiones.

## ¿Quién controla el Estado?: El turno de los radicales

Dentro del chavismo hay distintas corrientes, con diferentes matices y orientaciones. Somos de la opinión que en materia de política económica, las diferentes vertientes decantan en dos grupos: radicales y pragmáticos. En esta oportunidad hablaremos del ala radical del Gobierno.

Después de la reelección, y luego de la aprobación de la reforma constitucional que establece la reelección indefinida, la política económica del chavismo ha pasado al control



## Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

casi en su totalidad del ala más radical del gobierno. Hay varias acciones emblemáticas para decir esto:

1. Profundización de la política de nacionalizaciones y expropiaciones.
2. Eliminación del mercado permuta y establecimiento de una política cambiaria en función de sectores prioritarios.
3. Reforzamiento del control de precios.
4. Control de sectores, como agroindustrial, construcción, farmacéutico y bancario.
5. Avance de las importaciones desde el Estado.
6. Profundización de la estructura paralela de gasto que reporta directamente al Presidente de la República.
7. Avance del modelo de economía comunal como alternativa al sector privado.

La máxima expresión de los radicales es Jorge Giordani. Este se conecta con el famoso Grupo Garibaldi de la UCV y, más específicamente, del CENDES. Giordani conocido como “El Monje”, “El Monje rojo”, “El Rasputín del chavismo”, ha acompañado al presidente Chávez desde sus inicios. Pero nunca tuvo un papel tan destacado en el Gobierno como cuando el presidente Chávez fusiona las carteras de Planificación y Finanzas en el año 2010. Giordani más que un ministro de finanzas es un vigilante de que diferentes grupos de poder no se enfrenten y se repartan los recursos.

Giordani no está solo. Su principal aliado ocupa la Vicepresidencia: Elías Jaua. Conocido como el “*encapullado*”, Jaua es el padre de la política agrícola de este Gobierno: avance del Estado, control férreo sobre el sector privado y desplazamiento de los gremios tradicionales por grupos emergentes ligados al chavismo. Jaua como brazo ejecutor y articulador desde la Vicepresidencia ha sido el promotor de las llamadas “*leyes cerco*” al sector privado, destacando la Ley de Costos y Precios Justos, el paquete de leyes del poder popular y comunal, las leyes del sistema financiero y las del sector inmobiliario, entre otras. Su debilidad más notoria es que su liderazgo es limitado dentro del chavismo. De allí a que varios analistas han visto limitada las posibilidades de suceder a Chávez.

El Frente Francisco de Miranda (FFM), se lee en su perfil de Facebook, es una “*organización dedicada al trabajo de formación, organización y movilización de las comunidades de todo el país*”. Sobre su fundación destacan: “*El Frente Francisco de Miranda nace en una conversación entre los comandantes Chávez y Fidel... surge a raíz del golpe de Estado realizado en el año 2002 por los fascistas y títeres del imperialismo.*”



## Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

*Esta idea se concreta el 29 de junio del año 2003 en la ciudad de La Habana, Cuba, y se define como: una fuerza antiimperialista, disciplinada, dinámica y organizada, fundamental en la lucha por erradicar la pobreza en todas sus manifestaciones y por alcanzar la igualdad social en Venezuela".* Ha sido un soporte para la instrumentación de los programas sociales.

Una exponente destacada del FFM es Erika Farías, ministra del Despacho de la Presidencia. Es fundadora del FFM y forma parte de lo más radical del chavismo. Ha ocupado otros puestos dentro del Ejecutivo: ministra de Alimentación, de Comunas y del Despacho de la Presidencia en dos oportunidades.

Nicolás Maduro, actual Canciller, vive un momento estelar; es fundador del MVR con el cual el chavismo ganó en 1998, de allí a la Asamblea Nacional. Es uno de los que más tiempo lleva en el Gabinete (cinco años). Siempre ha sido protagonista de un largo rumor: sustituirá a Jaua en la Vicepresidencia. Un rasgo que merece destacar de Maduro es que se maneja con independencia, con buenas relaciones con los diferentes grupos dentro del chavismo, y de allí que su nombre siempre surja como un posible sucesor de Chávez.

Por último, queremos destacar dos ministros dentro del gabinete económico que han venido aplicando medidas económicas para profundizar el modelo del Socialismo del siglo XXI: Ricardo Menéndez y Jorge Arreaza.

Menéndez es responsable de profundizar la restricción de divisas al sector privado, incrementar las importaciones desde el Estado y construir un nuevo sector industrial que se apoye en el Estado venezolano con las llamadas empresas de producción social.

Jorge Arreaza es licenciado en Estudios Internacionales con estudios de postgrado en Londres. Está casado con Rosa Chávez, la hija del Presidente. Desde el anuncio de la enfermedad presidencial, la influencia de Arreaza ha crecido dentro del gabinete. Arreaza es de la tesis que de ganar el presidente Chávez, la revolución debe radicalizarse y hacerse irreversible.

Para concluir, podemos decir que el chavismo no es una unidad monolítica, pues en el conviven diversos grupos. En el caso de un triunfo del chavismo el 7 de octubre, no está claro cómo se reacomodarían los diferentes grupos, y tampoco se sabe si Chávez mantendrá la misma línea. Pronto lo sabremos.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

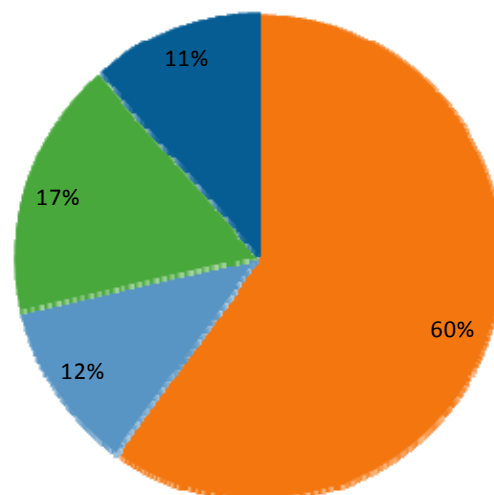
## La banca venezolana: ¿La excepción a la regla?

Mientras los bancos alrededor del mundo aún sufren las secuelas de la recesión global y empiezan a atravesar los efectos de la crisis en Europa, los bancos venezolanos parecieran ser la excepción a la regla. A pesar de ser sólo el 5,4% del PIB nacional, el sector bancario esta perfilándose como uno de los motores económicos, al crecer en un promedio de 24% en los últimos cuatro trimestres. Debido a su importancia actual, el gobierno lo ha catalogado como “estratégico” y, por lo tanto, no ha escapado de su intervención.

La industria bancaria es, sin duda alguna, uno de los pilares fundamentales de toda economía al canalizar los de los ahorristas hacia los prestatarios, por lo que influye en el retorno neto de los depósitos y la asignación apropiada de los recursos a las opciones de inversión más rentables. En última instancia, tiene una influencia determinante sobre el crecimiento económico. Además, proporciona servicios que facilitan la realización de pagos y es un medio seguro para proveer al público los recursos líquidos que este desee.

### Estructura del Sistema Bancario Venezolano

- Banca Universal
- Banca Comercial
- Banca de desarrollo
- Banca con Leyes Especiales



Fuentes: Sudeban y Ecoanalítica

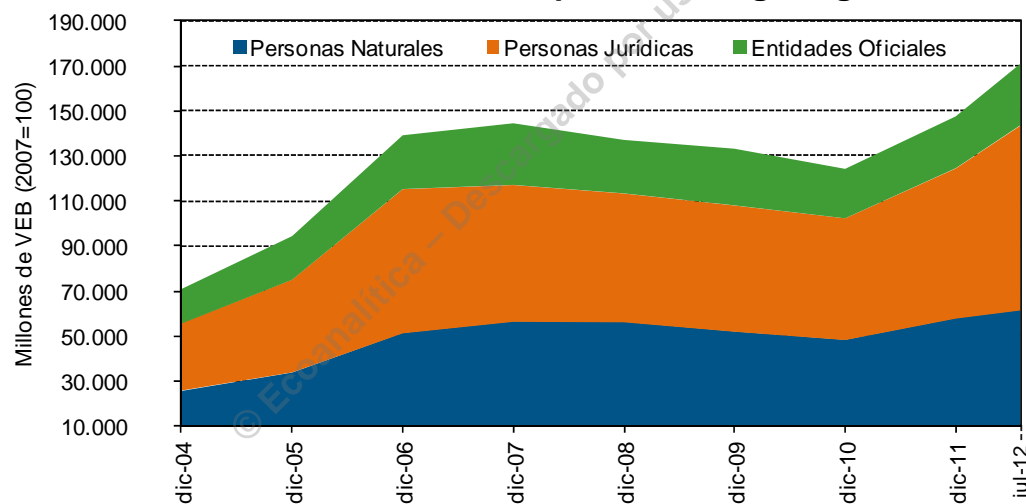


# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

Según Sudeban, 71,4%(25) de las instituciones bancarias del país son de capital privado, mientras que 28,6% (10) son del Estado. La banca nacional recibe la mayoría de sus fondos de las captaciones que recibe del público, de las cuales 30,1% son depósitos de personas naturales, 40,3% de personas jurídicas y 13,3% de entes públicos. De acuerdo con el plazo de las colocaciones, observamos que 64,3% de los depósitos son en cuentas corrientes, 18,9% en cuentas de ahorro y los depósitos a plazo fijo, el 0,6%.

**Estructura de Captaciones según agente**



Fuentes: Sudeban y Ecoanalítica

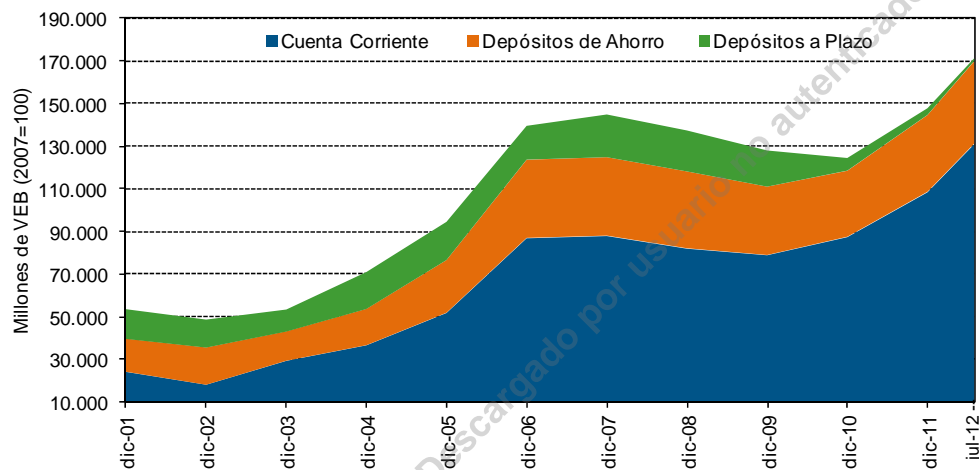
Es importante destacar la caída en la participación de los depósitos a plazo sobre el total de las captaciones, los cuales representaban el 19,5% de las captaciones totales en 2001 y pasaron a representar 0,7% al cierre del 1T2012. La mayor caída se dio tras la implantación del control cambiario en 2003, lo cual sumado a su tasa de rendimiento por debajo de la inflación les ha quitado todo su atractivo.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

**Estructura de Captaciones según cuenta**



Fuentes: Sudeban y Ecoanalítica

La caída de las captaciones más costosas y unas tasas pasivas negativas en términos reales han generado a la banca costos financieros significativamente menores. Si a esto se le agrega la virtual desaparición de los mercados de deuda y valores y las altas tasas de crecimiento de la liquidez resulta en un escenario ideal para el sector bancario.

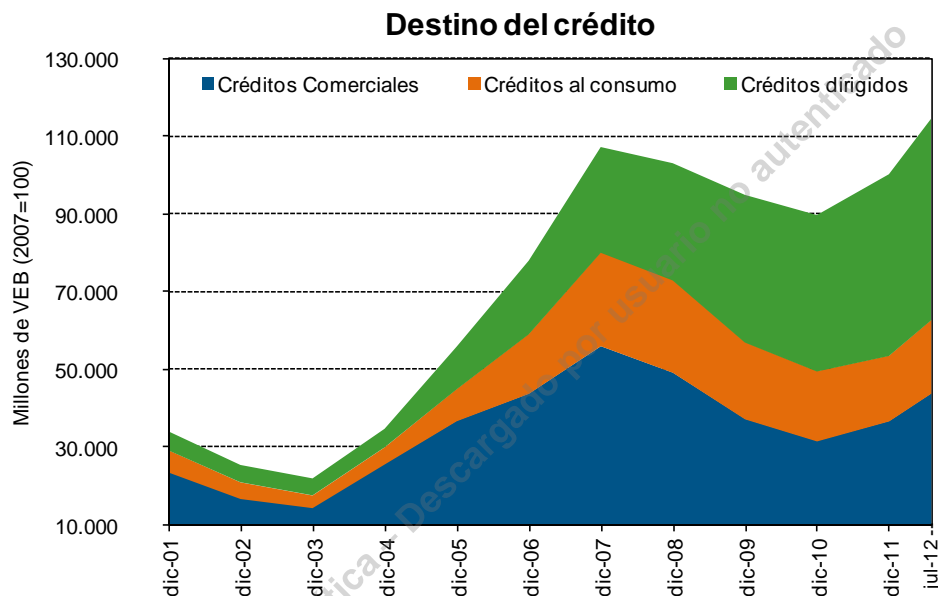
En Venezuela, sólo alrededor del 20,2% de los fondos se mantienen como disponibilidades, una especie de “caja chica” mediante la cual los bancos hacen frente a las necesidades de efectivo por parte de los depositantes, y que incluye la reserva obligatoria en BCV (encaje legal), los depósitos en otros bancos, provisiones y, por supuesto, el efectivo disponible en las agencias. Por su parte, el 79,8% restante se distribuye en: inversión en títulos valores (30,7%) y colocaciones en cartera de créditos (49,1%), y este último constituye el principal negocio de la banca.

Sin embargo, son las carteras dirigidas las que han tomado creciente importancia en el negocio bancario. Para 2001 representaban sólo 15% del total de la cartera de créditos, mientras que hoy llega a 45%. El establecimiento de carteras obligatorias y sus tasas de interés reguladas han influido de manera directa sobre la proporción de los fondos que los bancos pueden destinar a créditos al consumo, actividad que sin duda es la más lucrativa para la banca.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás



Fuentes: Sudeban y Ecoanalítica

Sin embargo, pareciera que el negocio no puede ir mejor, pues la rentabilidad registró un promedio de 31,1% con respecto al patrimonio (ROE) entre 2001 y 2011 y de 3,5% sobre activos (ROA) durante este período.

En **Ecoanalítica** consideramos que las condiciones de la banca podrían mejorar si se relajan las regulaciones de cartera de créditos actuales. Usando datos del BCV y Sudeban hemos calculado las tasas activas ponderadas para el total de la cartera dirigida y no dirigida, permitiéndonos realizar un estimado de las ganancias de los bancos ante menores regulaciones y comparar ambos escenarios. Debido a las regulaciones actuales, la banca ha dejado de percibir un promedio de VEB 950 millones al mes.

Si bien el control de cambios ha “protegido” a la banca venezolana de la crisis mundial, ahora la banca está en la mira, y se ha constituido como fuente única de financiamiento interno para privados y públicos. El papel que actualmente desempeña el sector bancario en nuestro país tendrá un gran impacto en el futuro.

Hoy más que nunca la banca es un actor esencial en el crecimiento económico venezolano. Por lo tanto, cada vez se hacen más necesarios tanto el desarrollo de la



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

banca como el de un mercado financiero más amplio, sobre la base de una supervisión más prudencial y menos restrictiva, para aprovechar al máximo su potencial, no con criterios puramente económicos y financieros, pero mucho menos con criterios políticos.

## *El cuento de hadas de la inflación en 2012*

En estos últimos meses hemos observado cómo se ha logrado detener la escalada inflacionaria que por primera vez en cuatro años cruzó la barrera del 20%. Sin embargo, ¿A qué se debe esta desaceleración en los precios?, ¿es esta tendencia sostenible? En este informe daremos algunas respuestas.

Dentro del índice existen grupos y subgrupos. El grupo más importante es el de alimentos y bebidas no alcohólicas, que por sí solo representa el 32,2% del total del índice, seguido, bastante más atrás, por los grupos Transporte (10,8%) y Alquiler de vivienda (9,8%).

© Ecoanalítica - Documento Reservado por el Autor



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

Tabla de ponderaciones del INPC		
Grupos y Subgrupos	Participación en el INPC (%)	Participación en el Grupo (%)
<b>I. Alimentos y bebidas no alcohólicas</b>	<b>32,2</b>	
Alimentos	30,0	93,2
Bebidas no alcohólicas	2,2	6,8
<b>II. Bebidas alcohólicas y tabaco</b>	<b>3,0</b>	
Bebidas alcohólicas	1,9	65,8
Tabaco	1,0	34,2
<b>III. Vestido y calzado</b>	<b>7,2</b>	
Vestido	5,3	74,2
Calzado	1,8	25,8
<b>IV. Alquiler de vivienda</b>	<b>9,8</b>	
Alquiler de vivienda	9,8	100
<b>V. Servicios de la vivienda (excepto teléfono)</b>	<b>2,3</b>	
Servicios de aseo urbano, agua, electricidad y gas	2,3	100
<b>VI. Equipamiento del hogar</b>	<b>5,6</b>	
Muebles, accesorios, decoraciones y alfombras	0,8	14,8
Equipos del hogar	1,3	22,6
Bienes y servicios para el mantenimiento del hogar	2,6	46,2
<b>VII. Salud</b>	<b>4,3</b>	
Medicinas y equipos terapéuticos	2,4	56,8
Servicios médicos y paramédicos no hospitalarios	1,0	23,6
Servicios hospitalarios	0,8	19,6
<b>VIII. Transporte</b>	<b>10,8</b>	
Vehículos	2,4	21,7
Utilización y mantenimiento de equipo personal y de transporte	2,7	25,0
Servicios de transporte	5,8	53,3
<b>IX. Comunicaciones</b>	<b>3,8</b>	
Servicios postales	0,0	0,3
Equipos telefónicos y telefax	0,4	10,0
Servicios telefónicos y telefax	3,4	89,7
<b>X. Esparcimiento y cultura</b>	<b>3,6</b>	
Equipos y accesorios audiovisuales, fotográficos y de proces. de datos	1,0	28,5
Servicios recreativos, culturales y deportivos	1,1	29,9
Periódicos, libros y artículos de papelería	0,9	23,8
Paquetes vacacionales	0,2	6,1
<b>XI. Servicios de educación</b>	<b>2,7</b>	
Educación preescolar y básica	1,1	39,9
Educación secundaria	0,2	8,5
Educación superior	0,9	35,1
Otro tipo de educación	0,4	16,6
<b>XII. Restaurantes y hoteles</b>	<b>8,8</b>	
Restaurantes y hoteles	8,7	98,6
Hoteles y alojamiento	0,1	1,4
<b>XIII. Bienes y servicios diversos</b>	<b>5,8</b>	
Cuidado personal	3,9	66,3
Servicios sociales	0,1	1,2
Seguros	1,4	24,2

Fuentes: BCV y Ecoanalítica

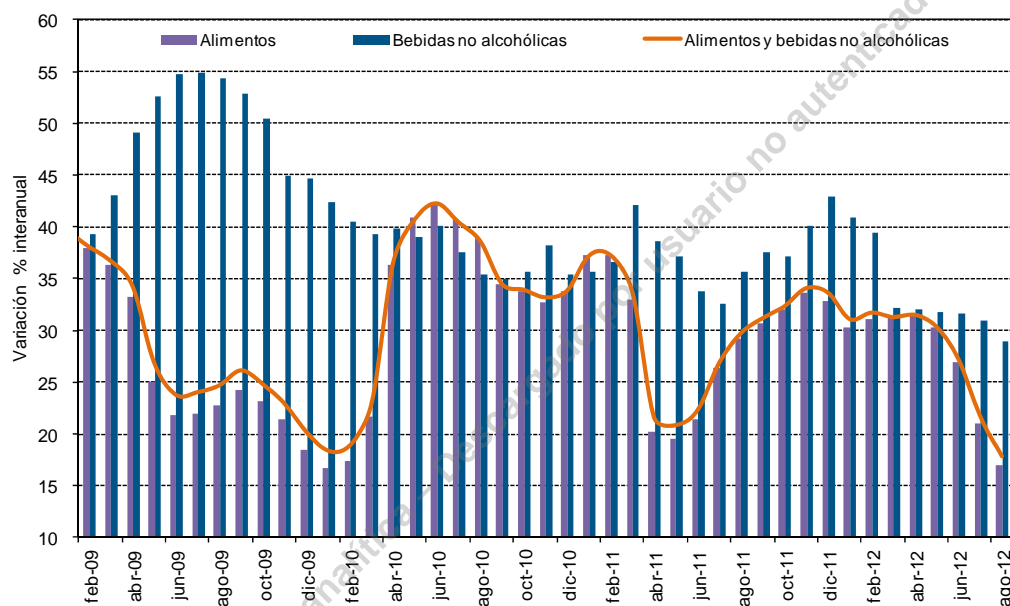
El grupo de alimentos y bebidas no alcohólicas ha disminuido su tasa de inflación interanual casi a la mitad, al pasar de 29,8% en agosto de 2011 a 17,9% en agosto de 2012. A su vez contiene dos subgrupos el de alimentos y el de bebidas no alcohólicas. Al observar el comportamiento del primer subgrupo, se ubicó en 16,9% en agosto de 2012. El segundo cerró agosto con una inflación interanual de 29,0%.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Inflación alimentos y bebidas no alcohólicas



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

El BCV ha aludido la desaceleración de los alimentos a una mayor oferta y producción de alimentos, pero, con un descenso de 9,4% en la producción manufacturera del subsector alimentos y un crecimiento de solo 2,2% del PIB agrícola durante el 1S2012 el aporte de la producción local resulta insuficiente.

Para **Ecoanalítica**, la realidad es otra y la estrategia del Gobierno para bajar la inflación en este grupo consistió en tres puntos:

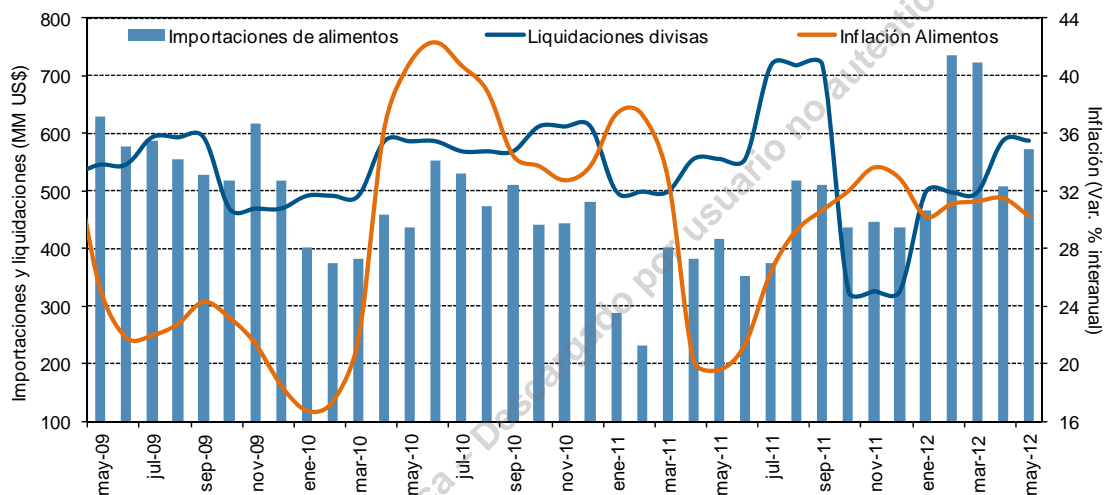
1. Una mayor liquidación de divisas al sector privado.
2. Mayores importaciones.
3. Aplazamiento del ajuste de los precios de los productos controlados.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

Liquidaciones de divisas\* e Importaciones de alimentos vs. Inflación en alimentos



Fuentes: Cadivi, INE y Ecoanalítica

\* Incluye liquidaciones para importación de alimentos vía Aladi

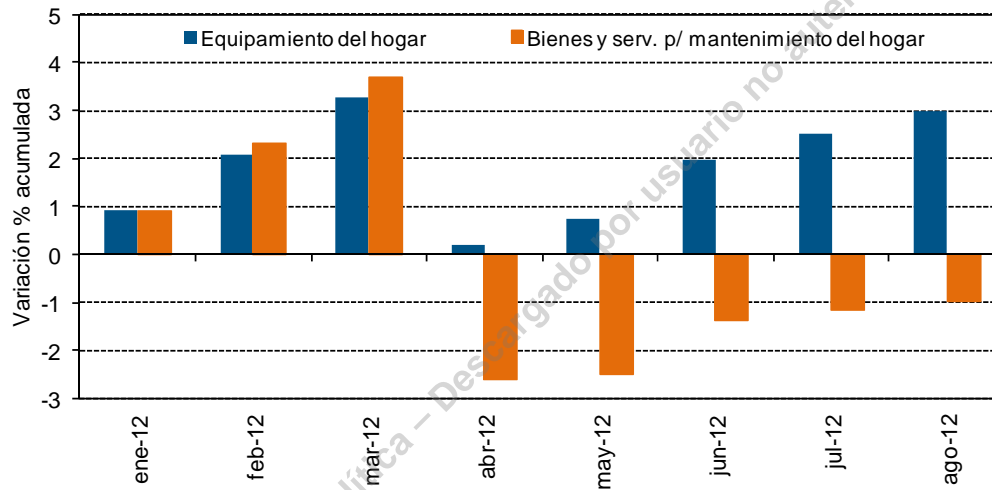
Dos grupos que se han visto influenciados por la ley de precios justos: equipamiento del hogar y bienes y servicios diversos, que en conjunto representan 11,4% del INPC y que en 2012 han experimentado deflaciones inéditas desde que se calcula el índice.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Equipamiento para el hogar vs. bienes y servicios para el hogar



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

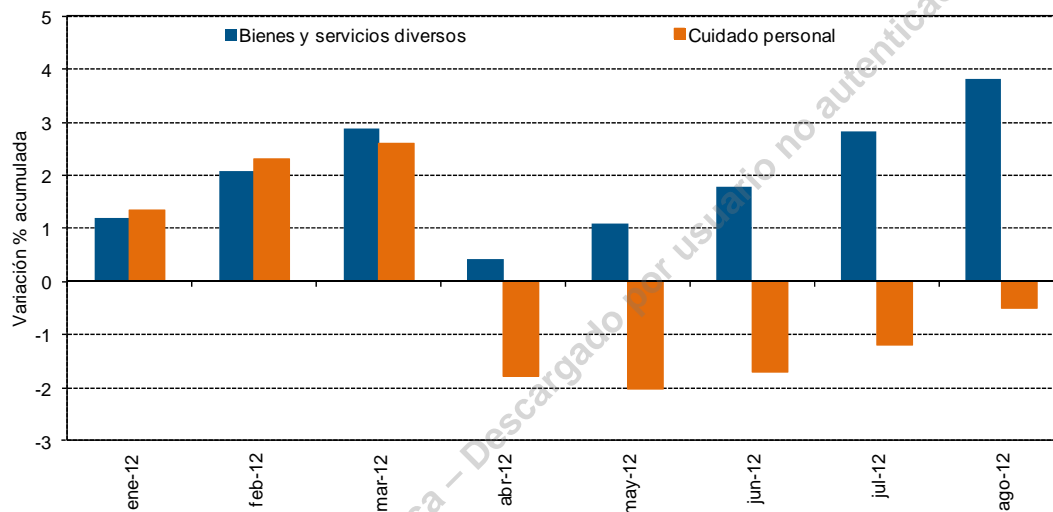
El otro grupo objeto de regulación es el de bienes y servicios diversos, que llegó a registrar una variación interanual de 47,6% en febrero de 2010, para agosto de este año ha retrocedido casi 20 pp y se ubica en 11,8%.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Bienes y Servicios diversos vs. Cuidado personal



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

A pesar de que la explicación sobre la desaceleración de los precios se concentra en estos tres grupos, podríamos pensar que al observar el comportamiento de los 9 grupos restantes notaríamos avance de los precios; en realidad observamos es una desaceleración generalizada en los grupos restantes. Esto también se debe a que vivimos en una economía muy regulada donde el Gobierno influye de manera directa o indirecta en los precios de 9 de los 13 grupos que componen el INPC.

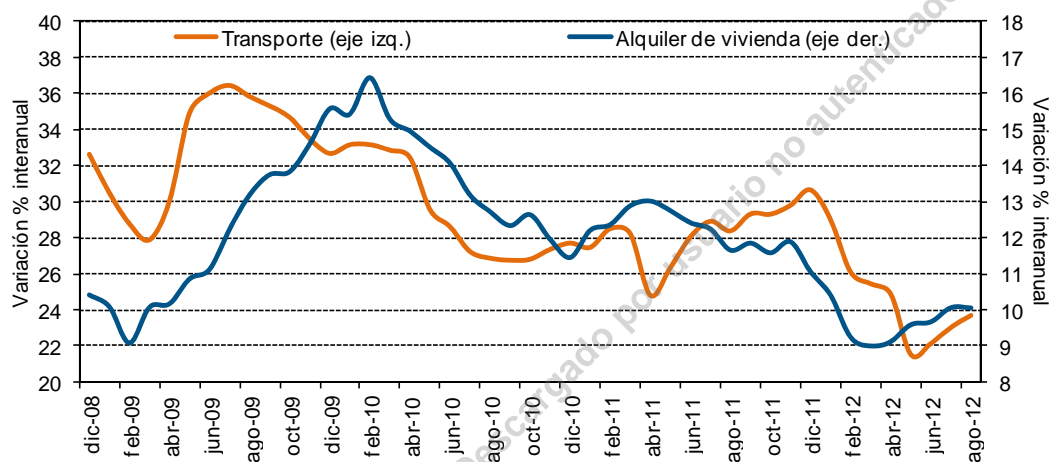
En el grupo de transporte, segundo en importancia en el INPC, más de la mitad del peso proviene de servicios de transporte (53,3%), que incluye el rubro pasaje de ruta por puesto ruta urbana (que representa 20,9% del grupo) y que se encuentra regulado por el Ejecutivo. Asimismo, el tercero en relevancia es el grupo alquileres de vivienda, que ocupa 9,8% del índice y está controlado desde 2004.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

**Transporte vs. Alquiler de vivienda**



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

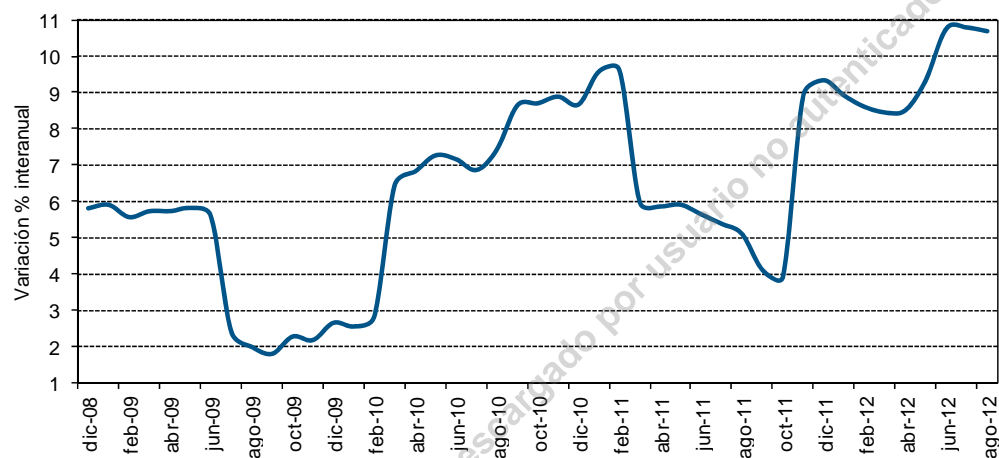
Los grupos restantes que son objeto de regulaciones son comunicaciones, donde el 54,9% del índice corresponde a la telefonía móvil, servicios de educación, en el que 39,9% lo representan las matrículas y mensualidades; salud, donde las medicinas, subsidiadas en su mayoría, tienen un peso de 51,3% y servicios de la vivienda, excepto teléfono.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Servicios de la vivienda excepto teléfono



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

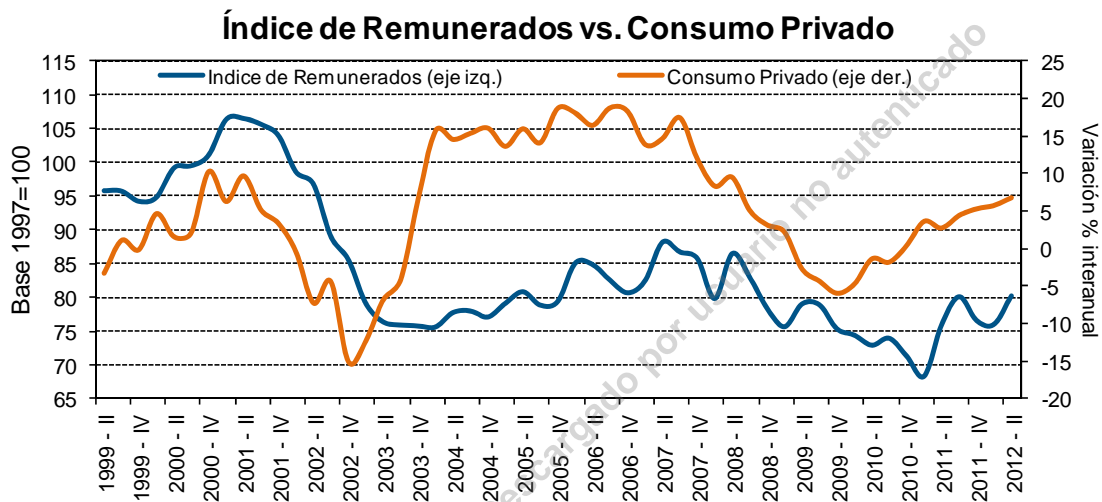
Grupos no controlados como el de bebidas alcohólicas y televisión por cable que forman parte de los hábitos recreativos más populares del venezolano no han presentado una desaceleración tan acuciada pero si una senda de disminución. Para **Ecoanalítica** esto está relacionado con dos puntos fundamentales:

1. El poder de compra de los trabajadores está hoy por debajo de los niveles de 1997, y el comportamiento del consumo se ha vuelto más precavido y se gasta sólo lo necesario.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

2. En vísperas de las elecciones presidenciales, el Ejecutivo Nacional ha aumentado más el gasto de inversión que el gasto corriente por lo que las presiones de demanda han sido mucho menores.

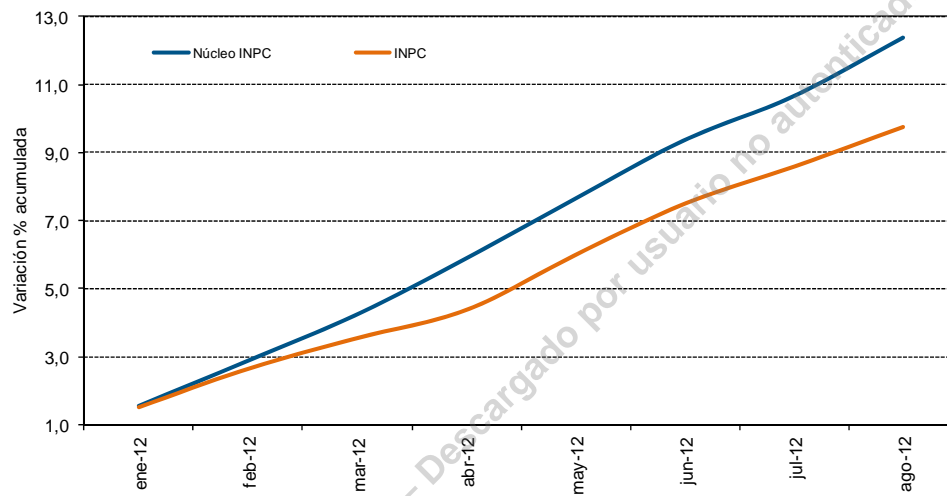
Ahora nos preguntamos, ¿es esto sostenible?, en primer lugar la brecha entre el núcleo inflacionario y el INPC se han ampliado, y sufrió una aceleración en el mes de agosto.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

**Núcleo INPC vs. INPC**



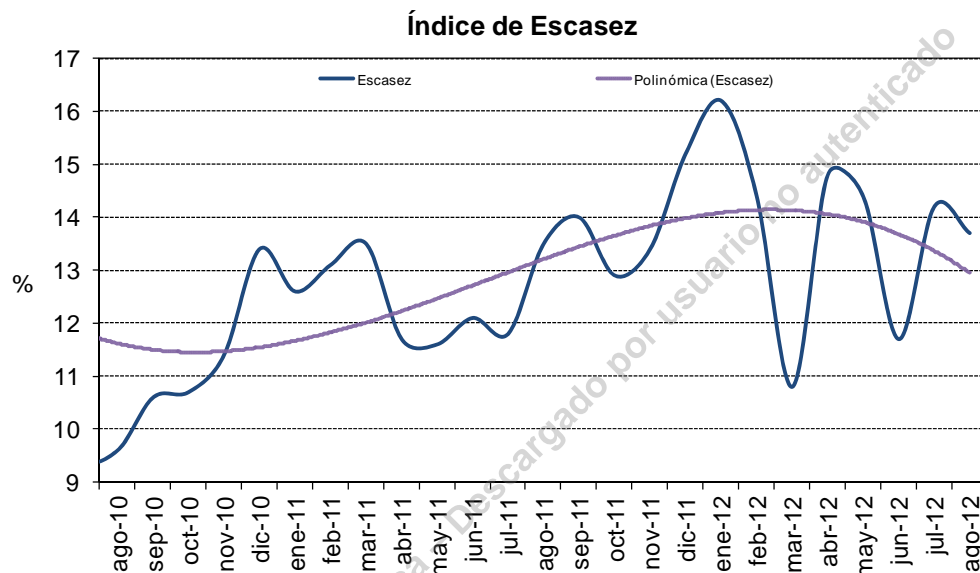
Fuentes: INE y Ecoanalítica

En segundo lugar, cuando observamos el comportamiento del indicador de escasez, vemos que no todo en las cifras oficiales es tan positivo.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

Los buenos resultados en los precios durante 2012 son consecuencia de una multiplicidad de medidas económicas que, no son sostenibles en el tiempo, no apuntan a resolver el problema, pues están más asociados al control en los precios que a una verdadera política anti inflacionaria.

Para concluir podemos decir que la inflación venezolana puede definirse como un conflicto de intereses entre los agentes económicos, que luchan por su poder de compra y margen de beneficio. Es un ciclo donde entran en juego las expectativas, ya que tanto las empresas como los trabajadores quieren reducir el efecto de la inflación al mínimo.

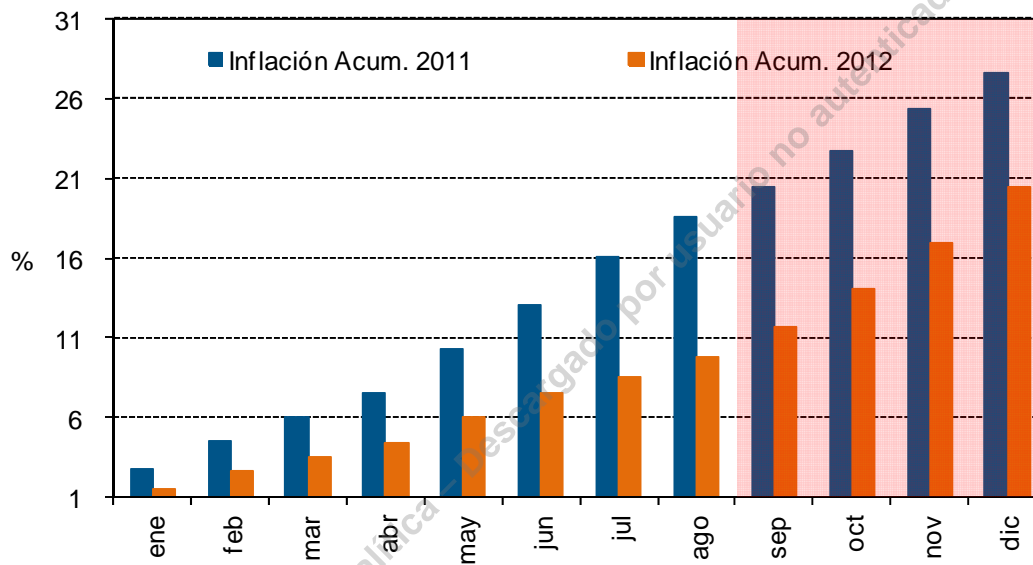
En definitiva, los precios aumentarán mientras las empresas y los individuos traten de protegerse contra los incrementos esperados. Esperamos que la inflación cierre en 20,4% este año, en concordancia con la meta propuesta por el Ejecutivo Nacional.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

### Inflación acumulada 2011 vs. 2012



Fuentes: BCV y Ecoanalítica



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Principales variables macroeconómicas de Venezuela

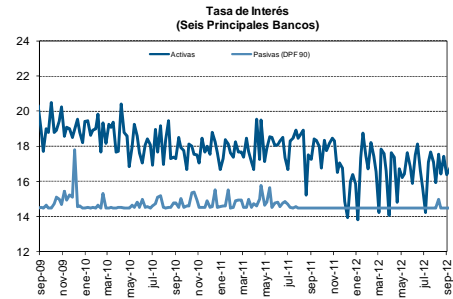
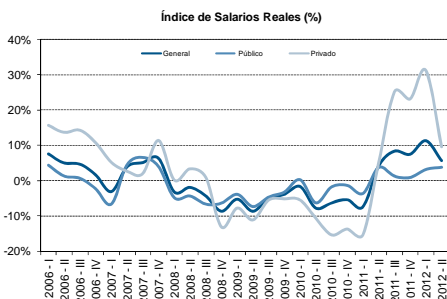
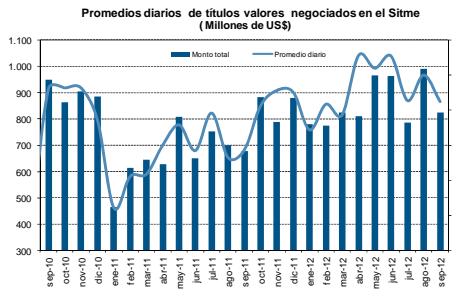
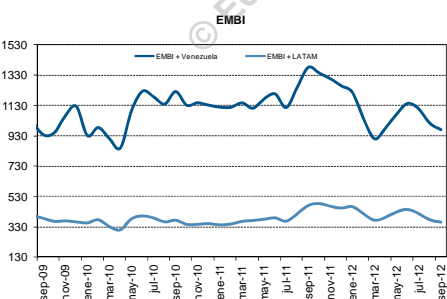
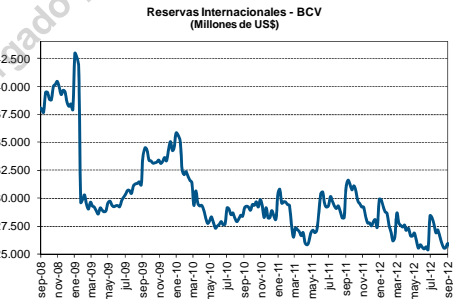
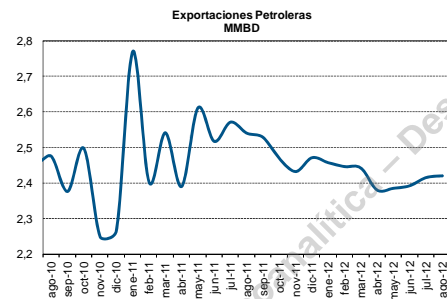
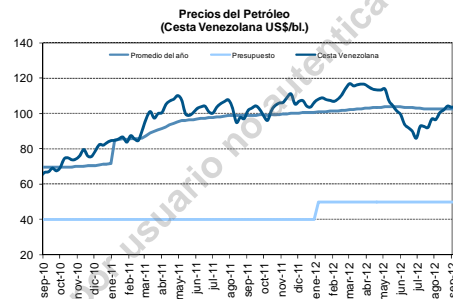
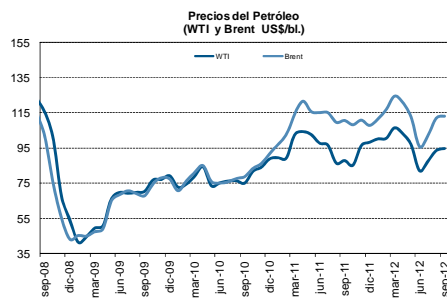
Variables	Estimado		(Último dato)
	2011	2012	
Precio del petróleo (Cesta Venezolana)	101,4	103,1	100,7
PIB Total (% Anual)	4,2	6,0	7,4
PIB Petrolero (% Anual)	0,6	1,8	4,9
PIB No Petrolero (% Anual)	4,5	5,7	9,2
IPC-Caracas (%)	28,9	20,8	9,8
INPC (%)	27,6	20,4	9,8
IPM (%)	22,2	16,7	6,9
Tipo de cambio oficial (fin de año)	4,30	4,30	4,3
Tasas activas (fin de año)	17,3	15,7	16,4
Tasas pasivas (fin de año)	14,2	14,1	14,6
Liquidez monetaria (VEB MMM)	444,4	681,0	560,0
Reservas Internacionales (US\$ MMM)	29,9	28,4	26,0
Desempleo (%) (promedio)	8,2	8,1	7,9



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## INDICADORES ECONÓMICOS





# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

