



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## En esta edición:

<i>El Sicad llegó para quedarse</i> .....	2
Indicadores cambiarios.....	11
Reporte de la deuda de Venezuela y Pdvsa.....	13
Cifras del PIB para el 1T2013: La economía se desacelera.....	19
La balanza de pagos en el 1T2013: ¿se acabó la bonanza?.....	26
La banca y el socialismo del siglo XXI.....	30
Principales variables macroeconómicas de Venezuela.....	37

## En julio, usted debe tener en cuenta:

- **Lo que todos esperaban.** El ministro de Finanzas, Nelson Merentes, aseguró que el Sistema Complementario de Administración de Divisas (Sicad) será reactivado a mediados de julio. Las nuevas subastas se realizarán por sectores productivos y se permitirá la participación de personas naturales en las subastas.
- **Cash only.** De acuerdo a lo publicado en el Convenio Cambiario N° 22, los importadores que acudan al Sicad volverán a recibir directamente las liquidaciones de divisas que realice el Banco Central de Venezuela (BCV) con motivo de pago a proveedores extranjeros, por lo que se elimina la necesidad de las cartas de crédito como garantía de pago.
- **Agentes privados podrán ofrecer.** El BCV no será el único en vender dólares en el nuevo Sicad, se contempla la participación del Fonden, de empresas públicas y privadas, y de personas naturales, como oferentes en el sistema, tanto de divisas en efectivo como de bonos denominados en moneda extranjera.
- **Las personas naturales tendrán su cupo.** De acuerdo con la resolución 13-07-01 del BCV las personas naturales podrán adquirir a través del Sicad un máximo de hasta US\$3.000 (al año) destinados a la atención de gastos de consumo para viajes en el exterior y hasta US\$5.000 (al año) para gastos de estudios, salud, investigaciones científicas o el pago de bienes adquiridos para la prestación de servicios profesionales.
- **Deuda Venezuela y Pdvsa.** En junio fueron factores externos, ajenos al acontecer político nacional, los que determinaron la volatilidad de la deuda soberana y de Pdvsa. El principal determinante de la caída de los precios de la deuda venezolana fue el alza de los rendimientos de los bonos del tesoro americano, luego de los rumores acerca del cese de los estímulos monetarios que lleva a cabo actualmente la reserva federal.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## *El Sicad llegó para quedarse*

**Por:**  
**Asdrúbal Oliveros**  
**Jessica Grisanti**  
**Pilar Navarro**

La primera mitad del año se podría calificar de caótica en materia cambiaria. Un conjunto de medidas tomadas sin tener claro qué es lo que se desea lograr: eliminación de Sitme, devaluación de la tasa oficial Cadivi, subasta de Sicad... Los primeros seis meses del año han transitado en medio de una escasez de divisas no vista desde 2009, lo que ha agravado los problemas de escasez, desabastecimiento e inflación. No obstante, el Ejecutivo, con el ministro Merentes a la cabeza, parece finalmente estar saliendo de la inacción y tomando medidas para reactivar el flujo del mercado cambiario a través del Sicad, que aunque insuficientes, mejoraran la situación.

### **1T2013 de terror**

No solo hemos cerrado los dos últimos años con egresos que superan con creces los ingresos de divisas, sino que, a diferencia de 2011 cuando esta brecha fue compensada con un programa de endeudamiento externo agresivo, en 2012 esto no ocurrió y se cerró el año con un déficit que alcanzó US\$15.785 millones y que significó una reducción de los activos líquidos externos de la República (reservas internacionales y fondos paralelos).



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

<b>Flujo de Divisas</b>			
<b>Concepto</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013 P</b>
<b>Stock de activos externos líquidos</b>			
Sector público	26,905	28,306	12,521
Sector privado			
<b>Total</b>			
<b>Ingresos</b>			
Exportaciones petroleras (mb/d)	2.31	2.39	2.44
Convenios energéticos (mb/d)	0.24	0.24	0.24
Exportaciones efectivas (mb/d)	2.07	2.15	2.20
Precio cesta venezolana (US\$/bl)	100	103.4	102.3
<b>Ingresos petroleros (US\$ millones)</b>	<b>75,821</b>	<b>79,883</b>	<b>82,252</b>
Importaciones petroleras (US\$ millones)	6,015	11,795	12,149
<b>Ingresos petroleros "netos"</b>	<b>69,806</b>	<b>68,088</b>	<b>70,103</b>
<b>Ingresos no petroleros</b>	<b>4,522</b>	<b>3,771</b>	<b>3,620</b>
<b>Ingresos Totales</b>	<b>74,328</b>	<b>71,859</b>	<b>73,724</b>
<b>Egresos</b>			
<b>Importaciones públicas no petroleras</b>	<b>12,971</b>	<b>14,266</b>	<b>10,214</b>
<b>Importaciones privadas via Cadivi</b>	<b>23,731</b>	<b>23,670</b>	<b>19,568</b>
<b>Importaciones privadas no prioritarias</b>	<b>8,989</b>	<b>15,629</b>	<b>13,977</b>
Servicios	11,095	12,143	8,500
Renta y transferencias corrientes	3,843	5,513	4,962
<b>Deuda externa pública</b>	<b>13,509</b>	<b>12,455</b>	<b>18,425</b>
Gobierno Central	5,548	4,538	6,343
Pdvsa	4,287	3,251	6,081
Fondo Chino	3,675	4,667	6,000
<b>Salida de Capitales y otros</b>	<b>19,154</b>	<b>11,968</b>	<b>12,267</b>
<b>Egresos Totales</b>	<b>103,766</b>	<b>95,644</b>	<b>87,912</b>
<b>Resultado</b>	<b>-29,439</b>	<b>-23,785</b>	<b>-14,189</b>
<b>Financiamiento</b>			
Fondo Chino	14,500	4,000	4,000
Emissiones, préstamos y otros (República + Pdvsa)	16,340	4,000	8,000
<b>Total Financiamiento</b>	<b>30,840</b>	<b>8,000</b>	<b>12,000</b>
<b>Flujo Neto</b>	<b>1,401</b>	<b>-15,785</b>	<b>-2,189</b>

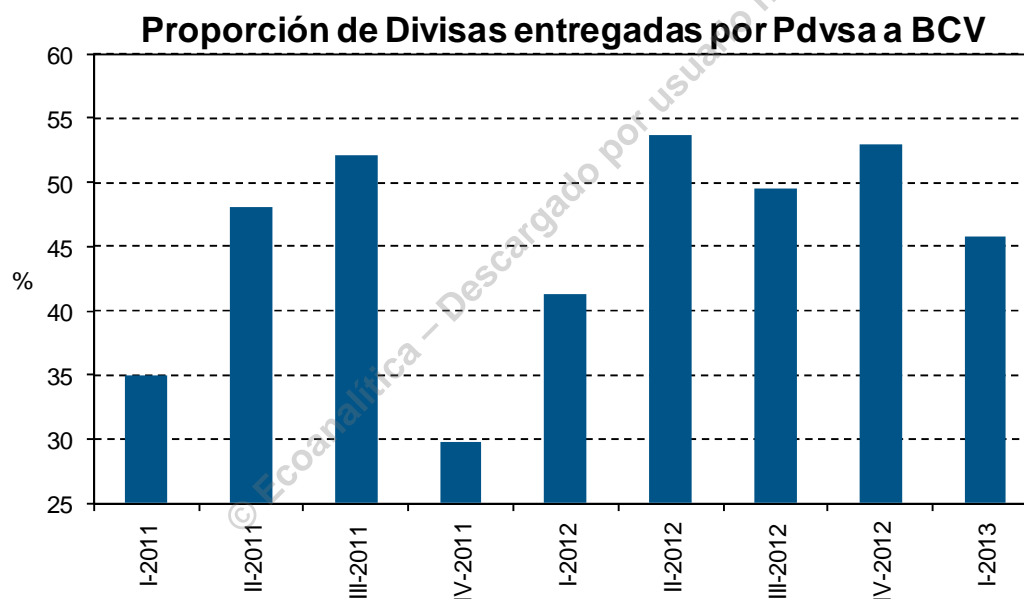
Fuentes: BCV, Ministerio de Finanzas, Pdvsa y Ecoanalítica



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

Empezamos 2013 con un flujo de caja de divisas negativo y con un mermado stock de activos externos líquidos, a lo que se vino a sumar la caída de 7,4% en el precio de la cesta petrolera venezolana, que llevó a una contracción de 13,4% en las exportaciones petroleras y de 69,3% en el superávit de la cuenta corriente, que llevó a que las transferencias de Pdvsa al BCV cayeran 4,1% en el 1T2013.



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

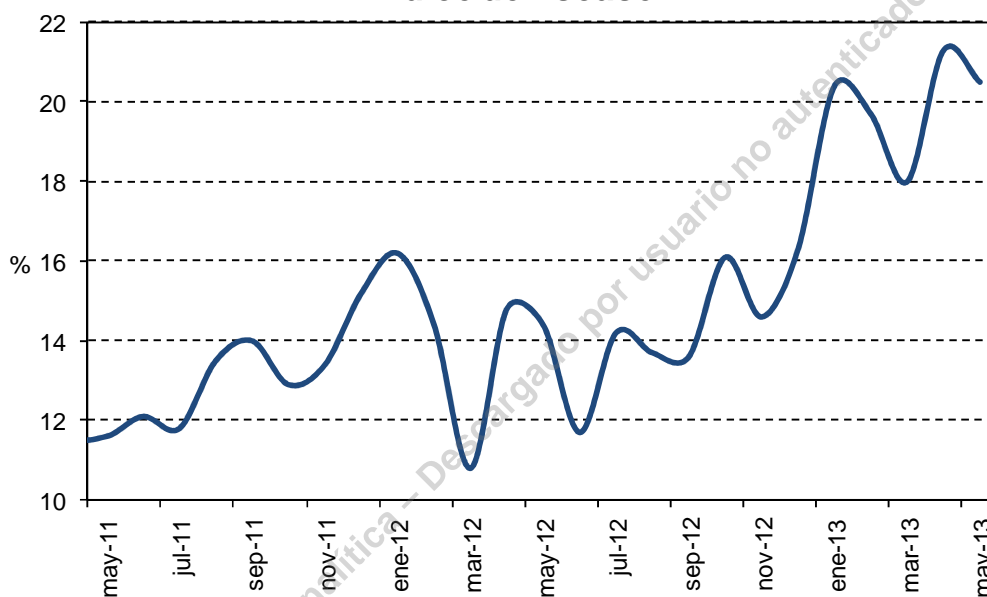
En vista de esto, el Gobierno cerró el grifo de divisas, en Cadivi las demoras en las asignaciones llegaron hasta 200 días y en febrero se devaluó la moneda en 31,7% y se eliminó el Sitme, una medida a todas luces improvisada, pues se desapareció un sistema que financiaba 20,0% de las importaciones privadas sin que estuviese listo el nuevo mecanismo. Esto tuvo una incidencia importante en la escalada del índice de escasez.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Índice de Escasez



Fuentes: BCV y Ecoanalítica.

Finalizando el 1T2013 y dos semanas antes de las elecciones, el Gobierno anunció la creación del Sistema Complementario de Administración de Divisas (Sicad) y realizó la primera subasta el 26 de marzo. En esta se asignaron US\$200 millones a 383 empresas con un tipo de cambio que, aunque no fue publicado, se estima que estuvo en torno a VEB 14/US\$.

La primera subasta del Sicad dejó un mal sabor de boca. El Sicad se estrenó en medio de falta de información e incertidumbre, y la primera subasta dejó en evidencia lo engorroso de un mecanismo ideado principalmente bajo el mando del ministro Giordani, donde el exceso de controles hizo que la liquidación de las divisas asignadas fueran liquidadas aproximadamente un mes después de la subasta, lo que hizo al mecanismo, tal como fue concebido en su inicio inviable.

### La guinda...

En este contexto, el precio en el mercado alternativo de divisas se disparó. Y es que la oferta desde el Estado (principal suplidor de este mercado) se redujo hasta casi



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

desaparecer, de forma tal, que desde febrero, prácticamente el único proveedor de dólares es Cadivi, lo que exacerba los problemas. Un dato es elocuente: en el primer trimestre de 2012 (1T2012), la oferta de divisas (Cadivi, Sitme y alternativo) era de US\$170 millones diarios. En el 1T2013 fue de US\$125 millones y al cierre de junio, en **Ecoanalítica** estimamos que la oferta estuvo en torno a US\$100 millones/día.

## Y llegó Merentes...

En medio de esta problemática, Maduro nombró a Nelson Merentes, quien presidía el BCV, como ministro de Finanzas, separándolo (nuevamente) de Planificación y quitándole a Giordani. Un cambio que valoramos como positivo. Es claro que Merentes tiene una visión del manejo cambiario totalmente diferente a la implementada por Jorge Giordani. Sin embargo, hasta ahora, son pocos los cambios que se han hecho y las reformas avanzan a paso de tortuga. Entre las razones de esta lentitud tenemos que el Gobierno cuenta con recursos limitados y, en segundo, debemos recordar que con Chávez en todas las discusiones este tenía la última palabra, con su muerte, en el Gobierno de Maduro las alas dentro del gabinete económico deben negociar las medidas a aplicar, de ahí la lentitud de las reformas.

## Sicad: Toma 2

En la última semana de junio el ministro informó que para el mes de julio se llevaría a cabo la segunda subasta del Sicad. Los principales cambios con que vienen con esta nueva versión del sistema es que incluirá a las personas naturales, y la inclusión de la oferta de títulos valores denominados en moneda extranjera emitidos por la República, sus entes descentralizados o por cualquier otro ente, que pueden ofertados por quienes deseen vender los títulos de deuda a través de las instituciones financieras que autorice el BCV.

Asimismo podrán ofertar divisas las personas naturales o empresas del sector privado, así como el Fonden, *“entre otros órganos y entes del sector público”*, y aunque quedó la puerta abierta para que Pdvsa venda en el Sicad, según declaró el ministro Merentes la semana pasada, la industria petrolera tiene limitaciones para vender en el Sicad por los convenios cambiarios vigentes.

Además se conoció mediante el Convenio Cambiario nº 22 que la subasta de divisas provenientes de los ingresos de la República vendidas por el BCV, se acordará entre el



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

Ejecutivo y el ente emisor, y que el diferencial el tipo de cambio oficial y la tasa que resulte de la subasta será depositado en un fondo del Ejecutivo Nacional, el cual estará destinado a gastos en moneda nacional y su distribución será acordada por el Presidente de la República.

Por último, podemos resaltar que las convocatorias podrán ser formuladas por sujetos o sectores productivos o económicos específicos, así como solicitudes de alto valor. En la Gaceta Oficial N° 40.200 se estipula la eliminación de las cartas de crédito, y el requisito del Rusad parece quedar en el olvido.

Asimismo para participar en las subastas, los interesados deberán inscribirse en el Registro de Usuarios del Sicad (Rusicad) que será administrado por el BCV. Las personas naturales podrán adquirir un monto máximo efectivo anual de US\$3.000 para gastos de viajes al exterior y en caso de estudiantes, salud, deporte, cultura e investigación hasta un máximo de US\$ 5.000. En los próximos días se llevará a cabo la convocatoria para cinco subastas que serán organizadas por sectores y regiones.

## ¿Cómo se ve el segundo semestre?

En lo que queda de año, la estrategia del Gobierno se va a centrar en disminuir los niveles de escasez y desabastecimiento e intentar frenar una escalada mayor en la inflación. Para ello, Cadivi va a centrarse en la liquidación de divisas para sectores prioritarios, donde destacan: alimentos, medicinas, cuidado personal, químico, automotriz. Calculamos que Cadivi liquide este año para importaciones (ordinarias + Aladi + Sucre), US\$19.591 millones, lo que representa 58,3% del total de las importaciones privadas.

Esperamos que en las próximas semanas, el Gobierno anuncie la primera subasta de este “nuevo Sicad” más flexible que su fracasada primera versión. Estimamos que el Sicad financie 6,8% del total de las importaciones privadas, es decir, US\$3.800 millones. Estas importaciones no estarán ligadas al “núcleo prioritario de la canasta básica”, por lo que proyectamos que el tipo de cambio promedio de las subastas se ubique en torno a VEB 14,0/US\$.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

Tipos de cambio	2008		2009		2010		2011		2012		2013E	
Públicas	2,15	25,4%	2,15	28,6%	2,60	35,6%	4,30	36,9%	4,30	39,9%	6,30	40,0%
Sitme	-		-		5,30	6,6%	5,30	9,3%	5,30	7,9%	5,30	0,8%
Sicad	-		-		-		-		-		14,00	6,8%
Cadivi Preferencial	-		-		2,60	22,8%	-		-		-	
Cadivi	2,15	68,6%	2,15	50,4%	4,30	31,8%	4,30	46,3%	4,30	36,3%	6,30	35,0%
No Oficial	4,27	6,0%	6,03	21,0%	7,58	3,2%	8,66	7,5%	10,60	15,9%	25,00	17,4%
TC exportaciones	2,15		2,15		4,14		4,30		4,30		6,30	
TC ponderado comercio (exp + imp)	2,20		2,48		3,89		4,45		4,73		7,66	
TC ponderado importaciones	2,28		2,96		3,48		4,72		5,38		10,07	
Devaluación	-13,8%		30,2%		17,4%		35,6%		14,1%		87,1%	

Fuentes: BCV, Cadivi y Ecoanalítica

Adicionalmente, prevemos que vengan dos emisiones de deuda externa. Una de Pdvsa por US\$3.000 millones y otra por un monto similar por parte de la República. En este último caso, dado que el Gobierno prácticamente ha agotado el cupo de la actual Ley de Endeudamiento, se verán forzados a aprobar una Ley de Endeudamiento Complementario en las próximas semanas.

Estás emisiones serían bajo el esquema bolívar-dólar y sus destinatarios principales serían el sector privado, con una menor proporción para las personas naturales.

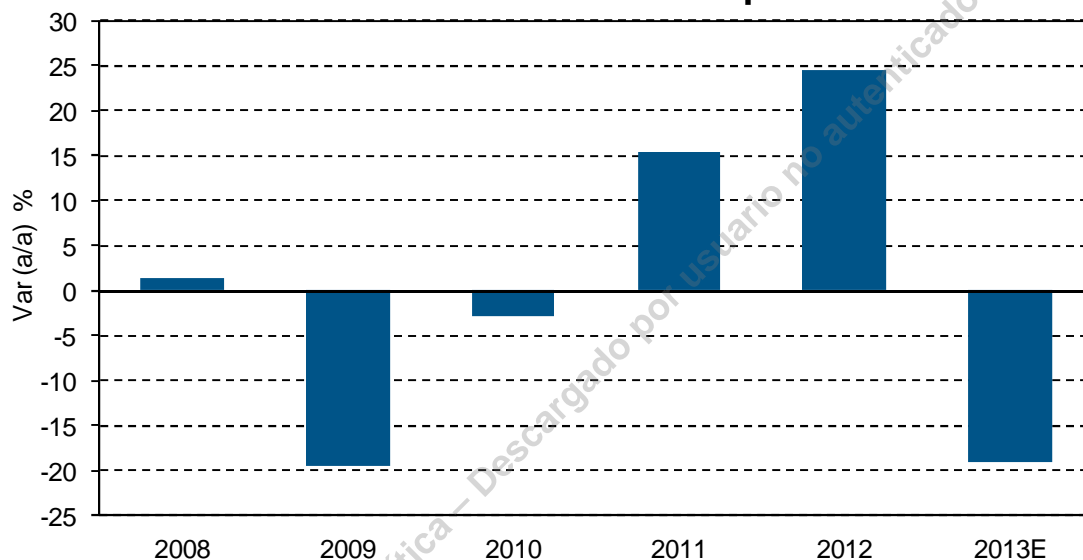
Por consiguiente, en **Ecoanalítica** esperamos que el volumen de importaciones se contraiga 19,8% este año y que en términos corrientes, las importaciones de bienes CIF pasen de US\$65.360 millones a US\$55.973 millones, una contracción de 14,4% respecto al año 2012. Por sectores institucionales, tenemos que las privadas caerían 14,5% y las públicas se contraerían en 14,1%, en base interanual.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Crecimiento del volúmen de importaciones



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

### ¿Y más allá?

En **Ecoanalítica** estamos convencidos de que esto solo es el primer paso, ya que mientras no se de un cambio estructural, el escandaloso diferencial entre las tasas de cambio seguirá siendo el principal enemigo de la estabilidad cambiaria. Como consecuencia, el plan de Merentes apunta a que el próximo año pudiera restablecerse un mercado paralelo legal de divisas que posea reglas claras: oferta periódica desde los entes públicos (Pdvs principalmente), participación de los agentes privados y que permita al Ejecutivo, por primera vez desde la implementación de este control cambiario, obtener utilidades cambiarias en lo formal.

Pero deben sopesarse los riesgos. En primer lugar, la credibilidad del Gobierno es nula, por lo que el esfuerzo para que este nuevo esquema se implemente y sea exitoso es mayúsculo. Segundo, hay factores radicales en el Gobierno (con el ministro Giordani a la cabeza) que no son partidarios de este esquema, por lo que hay que tener en cuenta cuáles van a ser sus estrategias. Tercero, para que el plan sea exitoso, necesita cambios en materia fiscal y de endeudamiento, política monetaria (manejo de liquidez) y política petrolera (manejo de las divisas).



## Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

Lo que sí está claro es que el Gobierno ya no puede seguir corriendo la arruga, no cuenta con el capital político del pasado y tampoco con los recursos. Si quiere tener viabilidad a futuro, debe ir hacia un esquema más racional de la política económica, en especial, la política cambiaria. Lo otro es el suicidio político.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Indicadores cambiarios

### M2/RRII

Las cifras preliminares del mes de junio señalan que el indicador M2/RRII cerró en un tipo de cambio cercano a VEB 32,2/US\$, cifra igual a la registrada en el mes de mayo. Este resultado obedece, en principio, a que las reservas internacionales experimentaron un incremento de 2,7% desde finales de mayo; mientras que la liquidez aumentó 2,8% en el mismo período.

En cuanto a la variación interanual, las reservas internacionales registran una caída de 9,4% con respecto a junio de 2012, mientras que observamos que la liquidez ha tenido un crecimiento interanual de 58,1. Claramente, un aumento exagerado de la liquidez y una posición menor de reservas ha hecho que el tipo de cambio financiero se haya depreciado 75,8%, desde junio de 2012 el indicador M2/RRII cerró en VEB 18,3/US\$.

### TCR

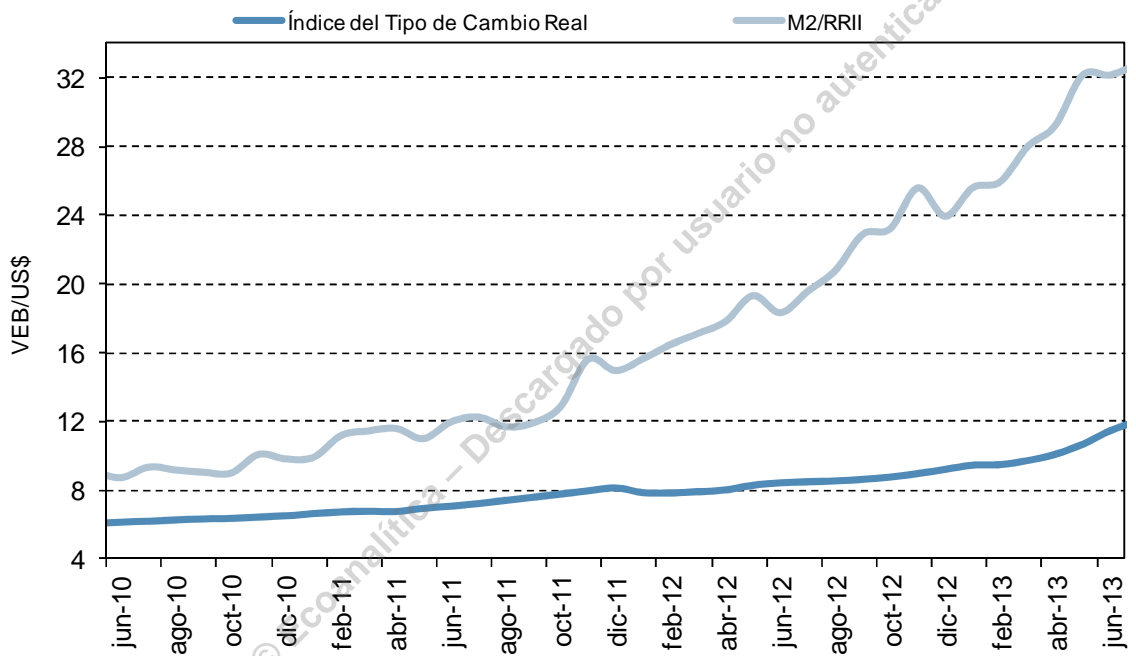
El indicador de Tipo de Cambio Real (TCR) de **Ecoanalítica**, que mide el tipo de cambio de equilibrio competitivo entre Venezuela y sus cinco principales socios comerciales (EE.UU., Brasil, China, Colombia y México), se estima se depreció en junio un 36,2% con respecto a junio de 2012, al pasar de 8,4 VEB/US\$ a 11,5 VEB/US\$ y 7,5% con respecto al pasado mes de mayo.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Indicadores del Tipo de Cambio



Fuentes: BCV y Ecoanalítica



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

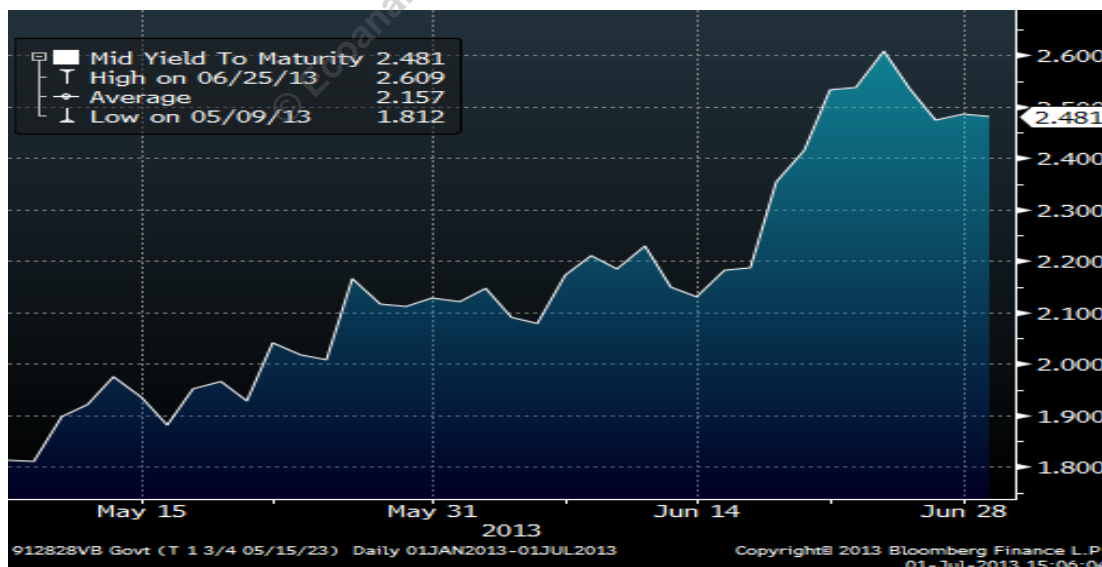
Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Reporte de la deuda de Venezuela y Pdvsa

*Por: Knossos Asset Management*

Junio ha sido un mes de extrema volatilidad para la deuda de Venezuela y PDVSA, y a diferencia de lo que hemos estado acostumbrados, marcado por factores externos o ajenos al acontecer político y económico local. El principal causante de esta volatilidad ha sido la caída en los precios (alza de los rendimientos) de los bonos del tesoro americano, después de las declaraciones de Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal (FED), que apuntan a una reducción de los estímulos monetarios de parte del banco central de los EE.UU. La tasa del bono del tesoro de referencia a 10 años pasó de una manera muy abrupta de 2,07% (mínimo del mes) a 2,60% (máximo del mes), llevando la tasa a niveles no vistos desde el año 2011. Este cambio en la tasa de referencia tuvo repercusiones en todos los instrumentos de renta fija global.

### Evolución del rendimiento del bono del tesoro americano a 10 años



Esta disminución en precio de los bonos del tesoro estuvo además acompañada de redenciones records en los fondos de renta fija y en especial, de los dedicados a deuda de mercados emergentes (ME). Solamente en la última semana del mes, se redimieron



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

más de US\$5.500 millones o 2,19% de todos los activos bajo manejo de estos fondos destinados a los ME. Las salidas totales en el mes alcanzaron más de US\$12.000 millones, lo que trajo como consecuencias caídas significativas en los precios de todos los bonos de ME.

## Evolución de precios bonos de ME a 10 años en el mes de junio

País	Título	Variación
UKRAINE GOVERNMENT	UKRAIN 7.8 11/28/22	-11,40%
REPUBLIC OF TURKEY	TURKEY 3 1/4 03/23/23	-10,00%
BOLIVARIAN REP OF VZLA	VENZ 9 05/07/23	-8,50%
FED REPUBLIC OF BRAZIL	BRAZIL 8 7/8 04/15/24	-6,40%
REPUBLIC OF COLOMBIA	COLOM 8 1/8 05/21/24	-5,70%
REPUBLIC OF PERU	PERU 7.35 07/21/25	-5,60%
RUSSIAN FEDERATION	RUSSIA 4 1/2 04/04/22	-4,80%
REPUBLIC OF INDONESIA	INDON 3 3/8 04/15/23	-4,50%
UNITED MEXICAN STATES	MEX 8 09/24/22	-4,30%
REPUBLIC OF CHILE	CHILE 2 1/4 10/30/22	-4,20%
US TREASURY N/B	T 1 3/4 05/15/23	-3,20%

Fuentes: Knossos Asset Management y Ecoanalítica

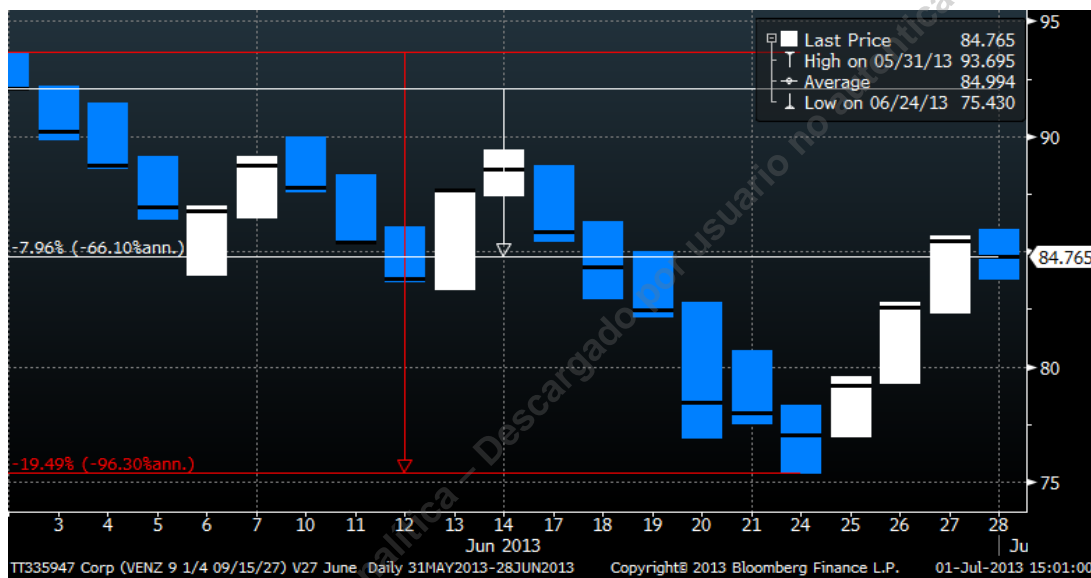
Es interesante observar que el desempeño final de la deuda de Venezuela y de Pdvsa, en términos absolutos en el mes, no fue muy diferente al de los otros países de la región. No obstante, la variación de precio de los bonos de Brasil de -6,4% o Colombia de -5,7% representa casi dos veces el rendimiento de estos papeles y, en el caso de Venezuela, esta relación es menor a uno. Sin embargo, durante el mes el mercado los bonos de Venezuela parecía no tener ningún tipo de soporte, y en un momento dado, el precio del bono de referencia Venezuela 2027 llegó a caer casi 20,0%.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

**Gráfica N°2: Evolución del precio del Venezuela 20 27 en el mes de mayo**



## Desempeño del mes

En la siguiente tabla se puede observar la variación de los precios de los títulos de Venezuela y Pdvsa en el mes de junio. Todos los bonos tuvieron caídas importantes, sin embargo, los bonos de Pdvsa tuvieron mejor desempeño que el soberano, en especial los Pdvsa 21 y Pdvsa 22 que se mantuvieron relativamente soportados.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

BONO	28/06/2013	31/05/2013	Variación %
VENZ 10 3/4 09/19/13	100,79	102,03	-1,22%
VENZ 8 1/2 10/08/14	99,84	102,58	-2,68%
VENZ 5 3/4 02/26/16	89,56	94,73	-5,46%
VENZ 7 12/01/18	83,46	90,97	-8,25%
VENZ 13 5/8 08/15/18	107,08	114,76	-6,70%
VENZ 7 3/4 10/13/19	83,39	90,65	-8,01%
VENZ 6 12/09/20	73,64	80,38	-8,39%
VENZ 12 3/4 08/23/22	102,09	110,23	-7,38%
VENZ 9 05/07/23	83,45	90,68	-7,97%
VENZ 8 1/4 10/13/24	77,31	85,21	-9,27%
VENZ 7.65 04/21/25	74,68	81,31	-8,15%
VENZ 11 3/4 10/21/26	95,26	102,89	-7,42%
VENZ 9 1/4 09/15/27	84,77	92,10	-7,96%
VENZ 9 1/4 05/07/28	81,94	89,83	-8,78%
VENZ 11.95 08/05/31	95,31	103,85	-8,22%
VENZ 9 3/8 01/13/34	81,83	90,50	-9,59%
VENZ 7 03/31/38	68,13	75,76	-10,07%
PDVSA 8 11/17/13	100,35	101,17	-0,81%
PDVSA 4.9 10/28/14	93,95	96,37	-2,51%
PDVSA 5 10/28/15	87,87	92,28	-4,78%
PDVSA 5 1/8 10/28/16	82,33	87,38	-5,78%
PDVSA 5 1/4 04/12/17	81,39	85,25	-4,53%
PDVSA 8 1/2 11/02/17	92,25	93,06	-0,87%
PDVSA 9 11/17/21	84,54	89,63	-5,67%
PDVSA 12 3/4 02/17/22	100,63	106,35	-5,38%
PDVSA 5 3/8 04/12/27	60,93	65,42	-6,87%
PDVSA 9 3/4 05/17/35	79,78	87,51	-8,83%
PDVSA 5 1/2 04/12/37	58,95	63,50	-7,16%

Fuentes: Knossos Asset Management y Ecoanalítica

## Curvas de Pdvsa y Venezuela

Como se puede observar en el gráfico N° 3, ambas curvas se desplazaron hacia arriba (producto de la subida en el rendimiento) con un desplazamiento relativamente paralelo y

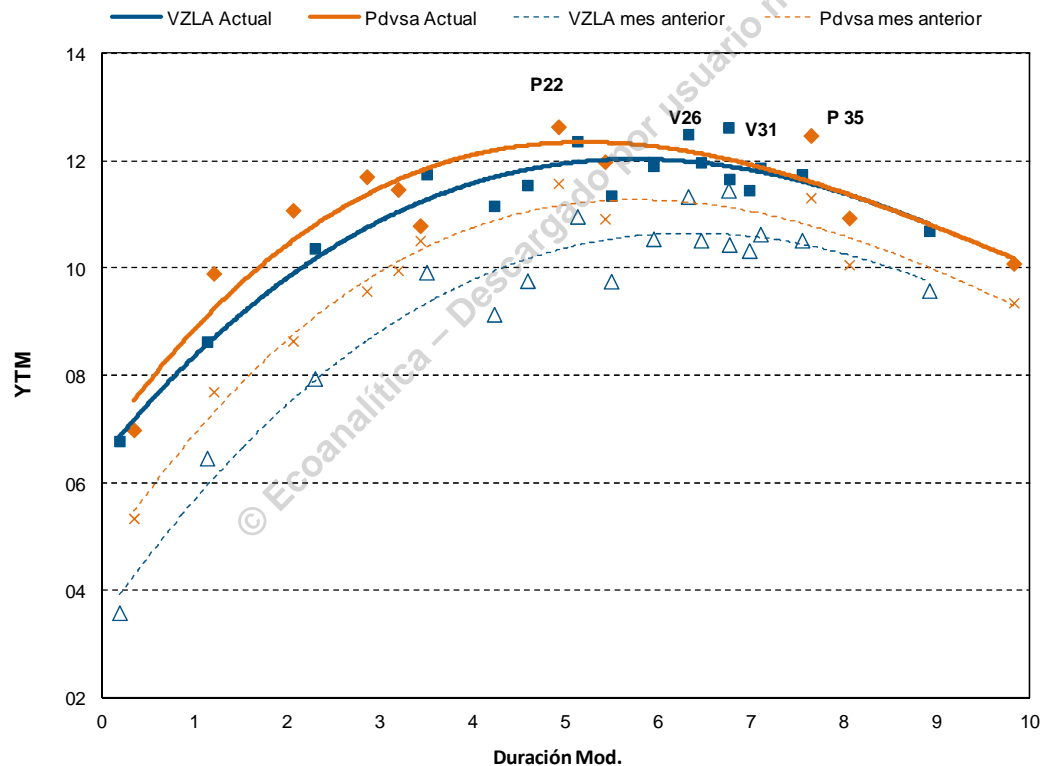


# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

manteniendo una barriga pronunciada en la parte media de la curva. Los bonos Pdvsa 22, Pdvsa 35, Ven 26 y Ven 31 siguen siendo los más atractivos de la curva, más aún después de la corrección de los últimos días.

## Evolución de los bonos Venezuela y Pdvsa



Fuentes: Knossos Asset Management y Ecoanalítica

### ¿Qué esperar?

Pareciera que lo peor hubiera pasado en cuanto al shock de ajuste de tasas (por ahora) y creemos que el mercado debería tender a estabilizarse. Sin embargo, esto va a estar muy ligado al mejoramiento de los indicadores económicos en los EE.UU. y que tan rápido se empiece a retirar los estímulos monetarios. Ya no estamos en un mercado donde existe la certeza de tasas bajas por un periodo prolongado y esta incertidumbre puede llevar a que



## Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

continúen los retiros de los fondos de renta fija. Existe suficiente capacidad de generación de efectivo por pagos de cupones en los fondos como para hacer frente a retiros moderados, pero hay que estar muy atentos a nuevos episodios que puedan hacer que los inversionistas pierdan fe en los activos de renta fija de mercados emergentes.

En el plano local seguimos a la espera de que se concreten nuevos anuncios económicos. Para el mes de julio debería empezar a operar el mejorado esquema cambiario (Sicad) y comienza un *road show* del ministro de finanzas por Europa.

Los analistas de los principales bancos de inversión están muy optimistas con respecto a las nuevas medidas ya que apuntan a un mayor pragmatismo en el plano económico. Incluso, el ministro Merentes ha comentado que quiere unificar todos los activos externos de la república en las reservas internacionales, lo cual sería favorable para el rating de las calificadoras. Sin embargo, si estas medidas no cumplen con las expectativas del mercado podemos ver una nueva disminución en el apetito por la deuda de Venezuela y Pdvsa.

© Ecoanalítica



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

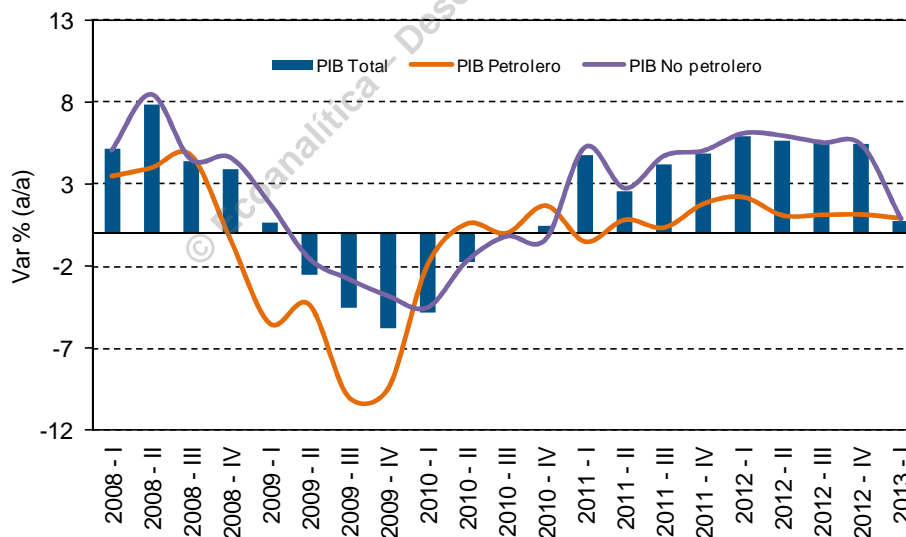
Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Cifras del PIB para el 1T2013: La economía se desacelera

El Banco Central de Venezuela (BCV) reportó que el Producto Interno Bruto (PIB) tuvo un crecimiento de 0,7% en el 1T2013, con respecto al mismo período de 2012. Este resultado está por debajo del registrado en el 1T2012, y es el más bajo en más de dos años.

El crecimiento del primer trimestre estuvo impulsado por el crecimiento del comercio, las comunicaciones, los servicios y la banca, mientras que sectores con historia de crecimiento, como la construcción, mostraron retrocesos.

**Evolución del PIB: total, petrolero y no petrolero**



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

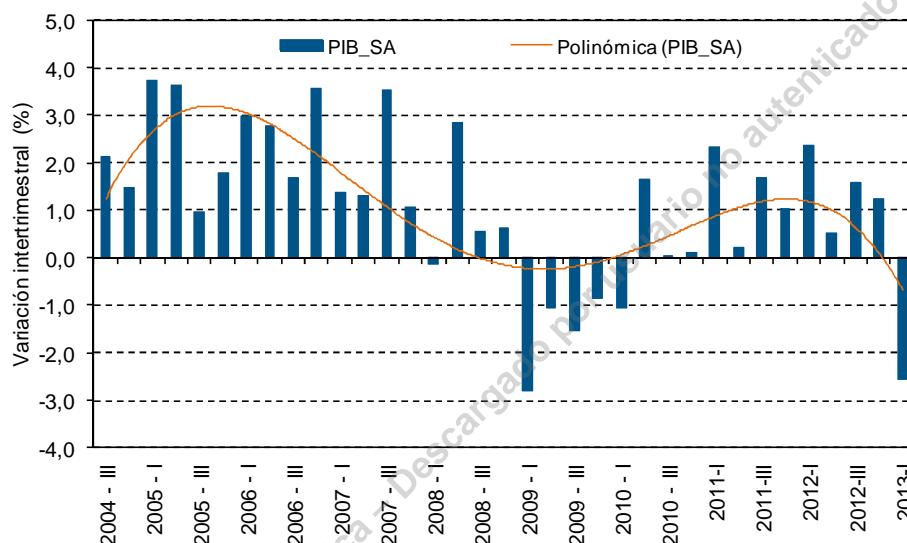
Al observar el crecimiento del PIB ajustado estacionalmente (SAR) trimestral, es decir, eliminando los efectos propios de la variación normal del ciclo económico (de corto plazo), notamos una contracción del PIB real del 1T2013 de 2,6% con respecto al trimestre pasado, como consecuencia entre otras cosas, del impacto de la pérdida del poder adquisitivo debido a la devaluación, la inflación y la desaceleración del gasto público.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

**Crecimiento del PIB desestacionalizado**



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

En **Ecoanalítica** estimamos que ante la importante desaceleración del PIB en tan corto plazo, es probable que nos encontremos en un escenario de estancamiento o incluso contracción durante los próximos trimestres.

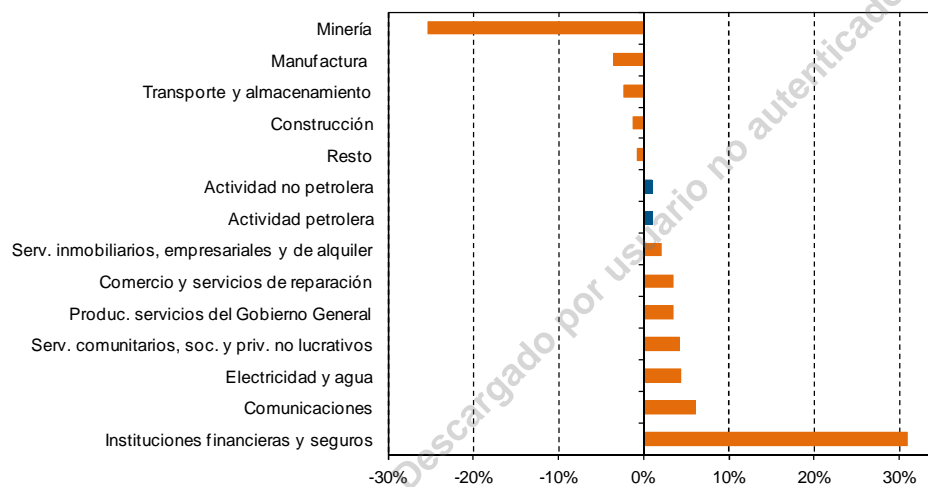
Por sectores, la actividad que registró el mayor crecimiento fue el de las instituciones financieras, con un incremento de 31,0%, consolidando su décimo trimestre en crecimiento, seguido de comunicaciones con 6,0%, electricidad y agua 4,3% y servicios comunitarios 4,2%. Presentaron un retroceso considerable sectores como minería, manufactura y construcción.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

**Crecimiento por actividad económica en el 1T2013**



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

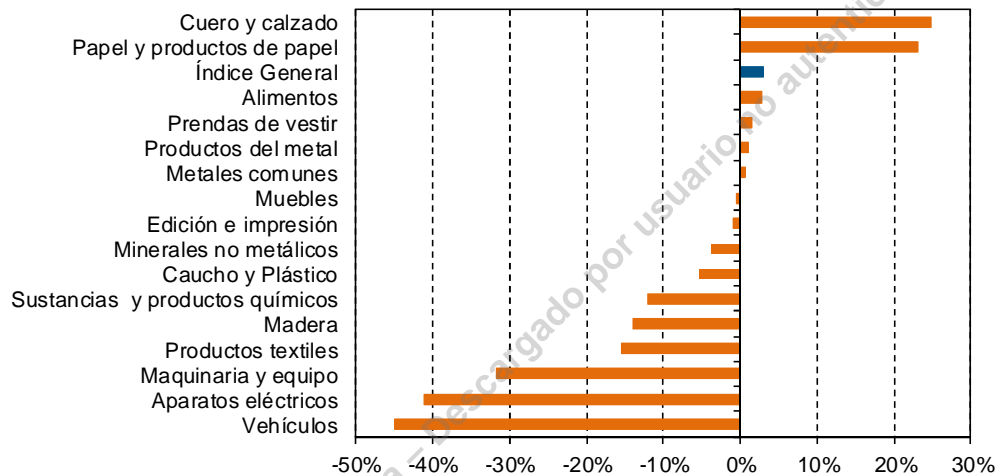
Las estimaciones del PIB para el 1T2013 muestran que el sector de manufacturas presentó una contracción de 3,6% determinada por una caída de 12,1% en la manufactura del sector público. Los mejores resultados del sector se encontraron en: cuero y calzado (24,7%) y fabricación de papel (23,1%), mientras que fabricación de maquinaria y equipos (-31,7%) y vehículos (-44,9%) tuvieron los peores resultados.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Subsectores de la Industria Manufacturera 1T2013 (Variación a/a)



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

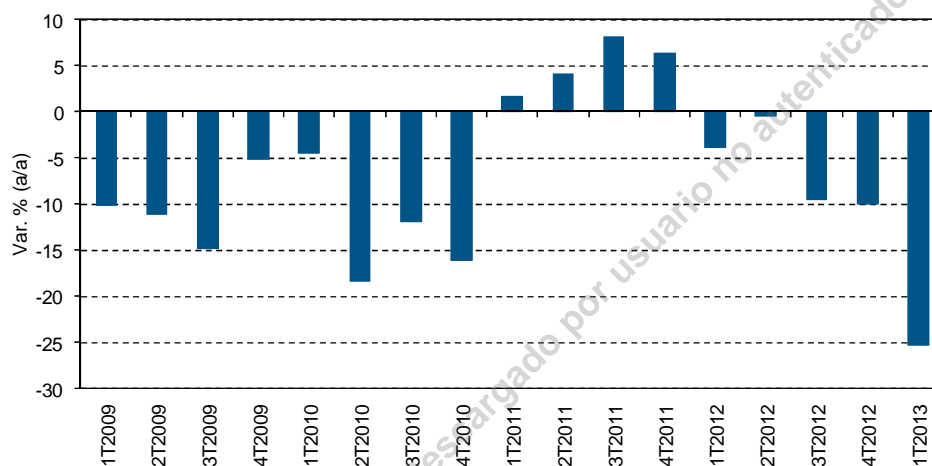
Por su parte, la actividad minera, que en 2012 presentó una contracción de 6,8%, registró en el 1T2013 una caída de 25,3%, la más intensa desde el 1T2003. Esto, como consecuencia de la crisis que experimentan las industrias básicas de Guayana que presenta altos niveles de endeudamiento, falta de inversión, baja utilización de la capacidad instalada y un sistema eléctrico nacional con insuficiente capacidad de generación.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

PIB de la actividad minera 2009-2013



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

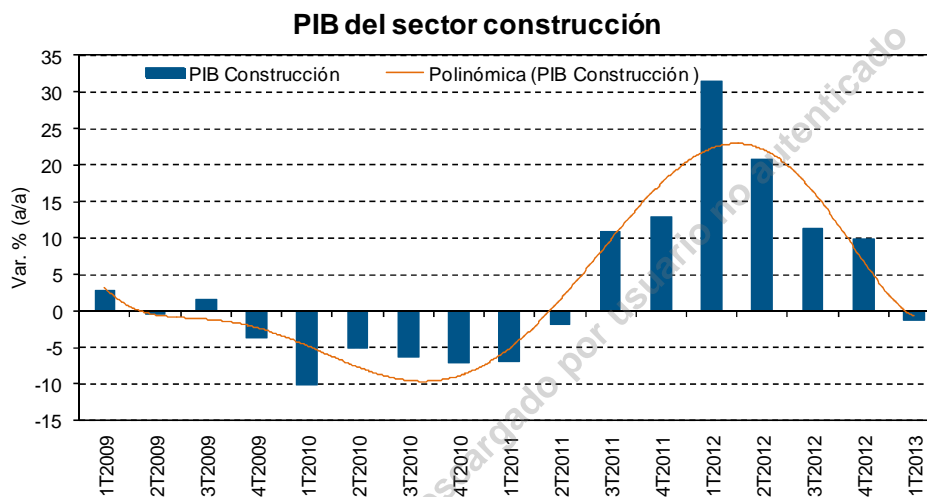
Esta contracción refleja el impacto de la adopción del sector por parte del estado y la conformación de empresas mixtas con una mayoría accionaria estatal, tal como se observa en la Faja Petrolífera del Orinoco (FPO), y deja en evidencia el poco impacto que ha tenido la creación de la Corporación Venezolana Minera (CVM).

Mientras tanto, la construcción, cayó 1,2% (a/a) durante el 1T2013. El BCV explica en su informe que los problemas con los insumos básicos (cemento y acero) *“impactaron negativamente”* al sector, así como problemas puntuales de orden laboral, principalmente en las obras ejecutadas a través de la Gran Misión Vivienda Venezuela (GMVV).



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

Sin duda, el ritmo de construcción de las unidades habitacionales de la GMVV ha disminuido, y el impulso con el cual arrancó el plan se ha perdido. Las autoridades del Órgano Superior de la Vivienda han indicado que para el primer cuatrimestre de 2013 se han construido 28.294 viviendas, 44,4% menos a que las construidas en el mismo periodo de 2012 y tan solo un 7,0% de la meta de este año.

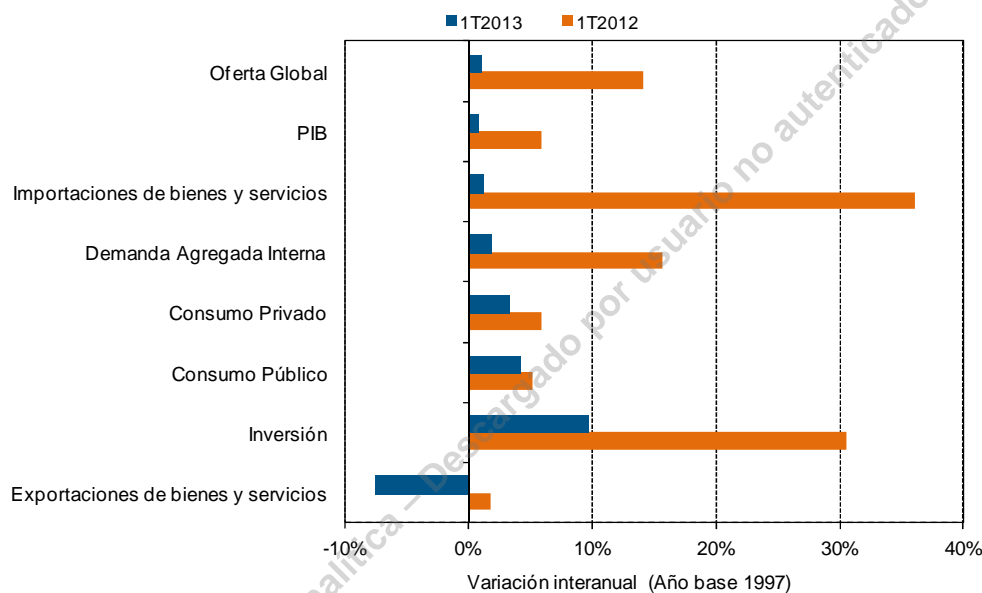
Desde el enfoque de la demanda, las estadísticas del BCV muestran que el consumo final del Gobierno creció 4,1% (a/a). La demanda agregada interna (DAI) creció solo 1,8% (a/a) en el 1T2013, producto del aumento en la inversión fija (9,6%), el gasto de consumo final del Gobierno (4,1%) y el gasto de consumo privado (3,2%).



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Oferta y demanda global 1T2013 Vs. 1T2012



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

Recordemos que el primer trimestre estuvo acompañado de una devaluación, por lo que la fuerte aceleración de los precios ha presionado en el crecimiento del consumo de los hogares. En **Ecoanalítica** estimamos un retroceso del salario de 5,2% en términos reales a finales del año. Se ve entonces cuesta arriba que el consumo alcance los niveles registrados hace un año.

Los componentes de la demanda han crecido más que la oferta interna, situación que por lo general se traduce en mayores importaciones. No obstante, en los primeros tres meses del año las compras externas apenas se elevaron 1,5%, exhibiéndose una caída de 10,6% en las adquisiciones de bienes en el exterior por parte de los privados, mientras que las compras de insumos del sector público se incrementaron 20,8%.

Ante la imposibilidad de importar, la escasez de oferta ha sido cubierta con una reducción de los inventarios, lo que se refleja en la disminución de 23,0% (a/a) en la variación de existencias, evidenciando el grave problema actual de la escasez que vive el país.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

En **Ecoanalítica** consideramos difícil que en 2013 se materialice un crecimiento de 6,0% y esperamos que el crecimiento se ubique en un rango de entre -1,0% y 1,0%. Los altos precios del petróleo y un elevado gasto público asociado no son suficientes para reactivar la economía, tarde o temprano el gobierno tiene que darse cuenta de la inminencia de cambiar el modelo económico.

## La balanza de pagos en el 1T2013: ¿se acabó la bonanza?

Semanas atrás el Banco Central de Venezuela (BCV) publicó las cifras preliminares de la balanza de pagos (BP) correspondientes al primer trimestre de 2013 (1T2013). En dichas estadísticas resalta, por segundo trimestre consecutivo, una reducción importante del saldo en cuenta corriente, que en esta oportunidad se vio afectada por un comportamiento desfavorable de los precios del petróleo.

De acuerdo con las cifras del BCV, la BP registró en el 1T2013 un déficit de US\$2.642 millones, lo cual se traduce en un incremento de tan solo 4,1% con respecto al mismo periodo de 2012. Este incremento en el déficit global de la BP es consecuencia de la contracción de 69,3% del superávit en cuenta corriente, mientras que el déficit en la cuenta de capital y financiera se redujo un 56,3% durante el mismo periodo.

BALANZA DE PAGOS Resumen General (Millones de US\$)	1T2013	1T2012	Var.
<b>Cuenta Corriente</b>	1.747	5.689	-69,3%
<b>Saldo en Bienes</b>	8.284	12.020	-31,1%
Exportaciones Petroleras	21.368	24.677	-13,4%
Exportaciones No petroleras	832	1.059	-21,4%
Importaciones de Bienes f.o.b.	-13.916	-13.716	1,5%
<b>Saldo en Servicios</b>	-4.256	-4.055	5,0%
<b>Otros</b>	-2.281	-2.276	0,2%
<b>Cuenta Capital</b>	-4.389	-8.228	-46,7%
Cuenta Capital del Sector Público	-3.871	-8.516	-54,5%
Cuenta Capital del Sector Privado	-1.319	-513	157,1%
<b>Variación en Reservas Internacionales</b>	-2.642	-2.539	4,1%

Fuentes: BCV y Ecoanalítica



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

El desempeño en la cuenta corriente obedeció a la reducción de 31,1% del superávit de la balanza comercial, que se ubicó en US\$8.284 millones, debido a la contracción de 13,7% de las exportaciones totales, donde destaca la contracción de 13,4% de las exportaciones petroleras.

Durante los primeros tres meses del año el volumen de crudo comercializado se contrajo 5,6% y se vendió a un precio promedio 7,4% por debajo de lo registrado en el mismo periodo del año anterior, una señal de alarma si tomamos en cuenta que esta industria aporta el 96,0% de las divisas que percibe el país, el 30,0% de los ingresos fiscales y financia directamente buena parte del gasto social.

Ante este inesperado retroceso de los precios durante el 1T2013, en **Ecoanalítica** nos hemos planteado dos escenarios; en primer lugar, hemos revisado a la baja nuestro estimado de precio de la cesta petrolera venezolana para 2013 y esta ha pasado de US\$104,0/bl a US\$102,3/bl, lo que implicará una caída de US\$220 millones de los ingresos por exportaciones petroleras, respecto a los US\$93.569 millones registrados en 2012. El descenso se hace más pronunciado de alcanzarse un precio no tan bajo como los US\$100/bl.

Se considera un volumen de exportaciones cercano a los 2,50 millones de barriles diarios (mb/d), pero si se mantiene el volumen observado durante los primeros tres meses del año y se toma en cuenta que la meta de exportación de Pdvsa para este año es de 2,36 mb/d, podríamos estar hablando de una caída de US\$5.448 millones para el escenario con piso de US\$102,3/bl y de un desplome de US\$7.429 millones para el escenario con un piso de precios de US\$100,0/bl.

<b>Escenarios de exportaciones petroleras (MMUS\$)</b>		
<b>Volumen de Exportaciones</b>	<b>Escenario base (US\$102,3/bl)</b>	<b>Escenario pesimista (US\$100,0/bl)</b>
2,5 mb/d	93.349	91.250
2,36 mb/d	86.254	84.315

Fuentes: Menpet y Ecoanalítica

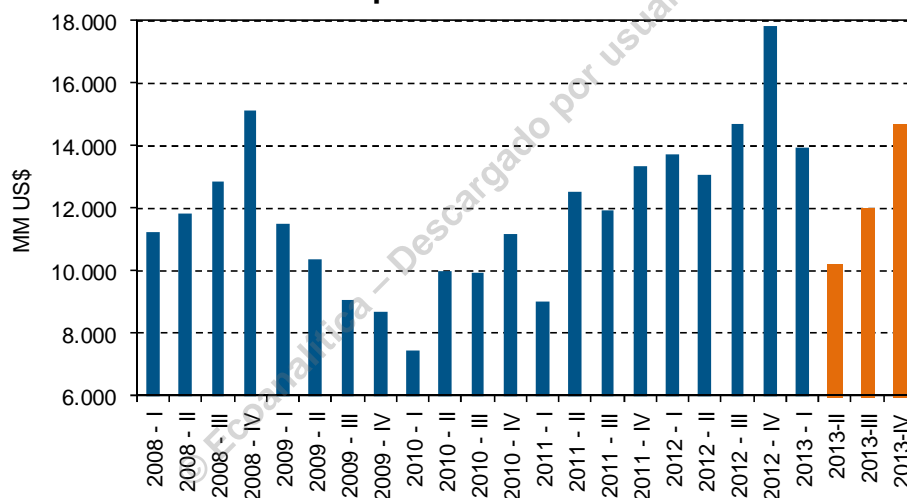


# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

El resultado de la balanza comercial durante el 1T2013 hubiese podido ser peor de no haber sido por la considerable desaceleración en el ritmo de crecimiento de las importaciones, las cuales solo variaron 1,5% respecto al mismo período del año pasado. En **Ecoanalítica** proyectamos que las importaciones totales registren una caída de 14,3% respecto a 2012, y lleguen a los US\$50.825 millones.

## Importaciones de bienes



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

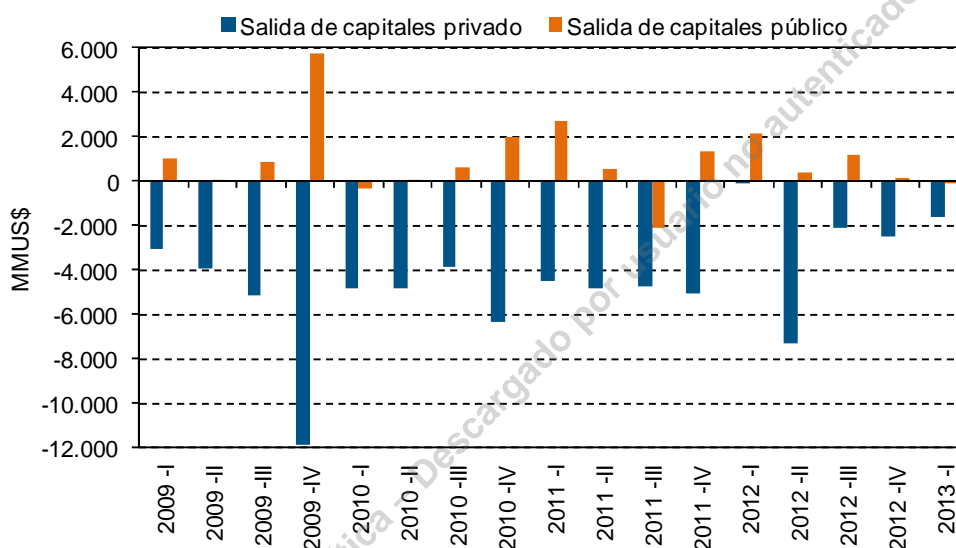
La reducción de 56,3% (a/a) en el déficit de la cuenta de capital de la BP durante el 1T2013 se debió, particularmente, a una disminución de 60,9% del saldo de la cuenta otra inversión. Analizándolo por sector encontramos que, en primer lugar, la salida de capitales privados, que ha tenido un corte especulativo, alcanzó los US\$1.647 millones durante 1T2013 que equivale a 1.793,1% respecto al flujo observado en los primeros tres meses de 2012. En cuanto a la salida de capitales del sector público, la misma alcanzó US\$1.827 millones en 1T2013, 47,8% por debajo de lo registrado un año atrás.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Salida de capitales pública y privada



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

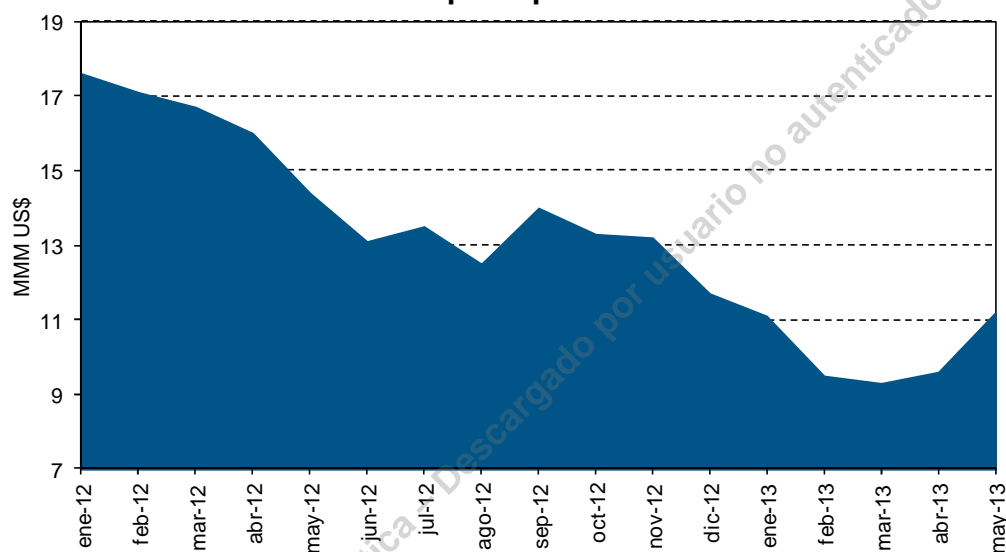
En el pasado hemos visto cómo ante caídas de los ingresos petroleros el Gobierno hace uso discrecional de sus fondos externos en divisas. Sin embargo, la baja disponibilidad de fondos con la que se cuenta al cierre del 1T2013, unos US\$7.400 millones menos que en el 1T2012, y una previsión de un menor precio del barril de petróleo complican el panorama y hacen necesario que se tomen las siguientes acciones conjuntas: 1) limitar los envíos de petróleo a través de programas con facilidades de pago o renegociar los tratados que comprometen el flujo de caja de Pdvsa; 2) implementar mecanismos transparentes que permitan la asignación eficiente de divisas a actividades productivas y desincentiven su demanda especulativa; 3) implementar políticas macroeconómicas creíbles que reduzcan el riesgo cambiario.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

**Recursos extrapresupuestarios en divisas**



Fuente: Ecoanalítica

En resumen, el año comienza mostrando una BP que refleja un sector exportador mermado por la caída en los precios del petróleo, unas importaciones que, aunque reducen considerablemente su ritmo de expansión, no han mostrado todavía todo el ajuste producto de la devaluación, un sector privado que se mantiene cauteloso y un sector público que ha visto disminuido su margen de maniobra. Los resultados del 1T2013, aunque encienden las alarmas para todos aquellos que de alguna u otra forma nos relacionamos con el resto del mundo, nos hacen ver que la situación bajo el actual esquema es inviable y que nuevas medidas, de un corte positivo, están a la vuelta de la esquina.

## La banca y el socialismo del siglo XXI

Tras catorce años del socialismo del siglo XXI y de un modelo que ha impuesto sacrificios y trabas importantes para el sector privado, se erige un sector “fuera de serie” y no nos referimos al sector petrolero.



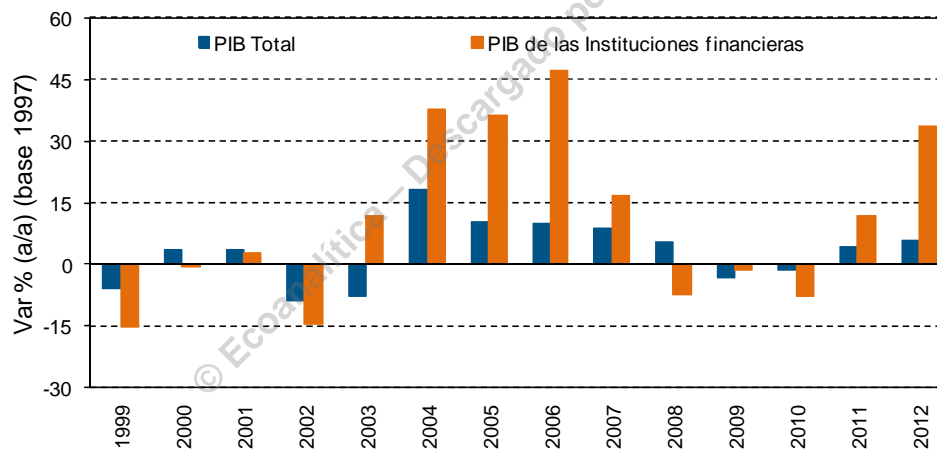
# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

El sector bancario no solo ha logrado sobrevivir a un ambiente hostil para el resto de las empresas, sino que ha conseguido registrar un crecimiento muy por encima de los demás sectores en la economía.

El crecimiento de la actividad de intermediación ha sido envidiable, con una expansión de 10,9% anual (a/a) en promedio durante los últimos 14 años, muy por encima de la expansión de 3,0% en el PIB total y de 1,5% en la actividad manufacturera.

**El crecimiento de la actividad de intermediación**



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

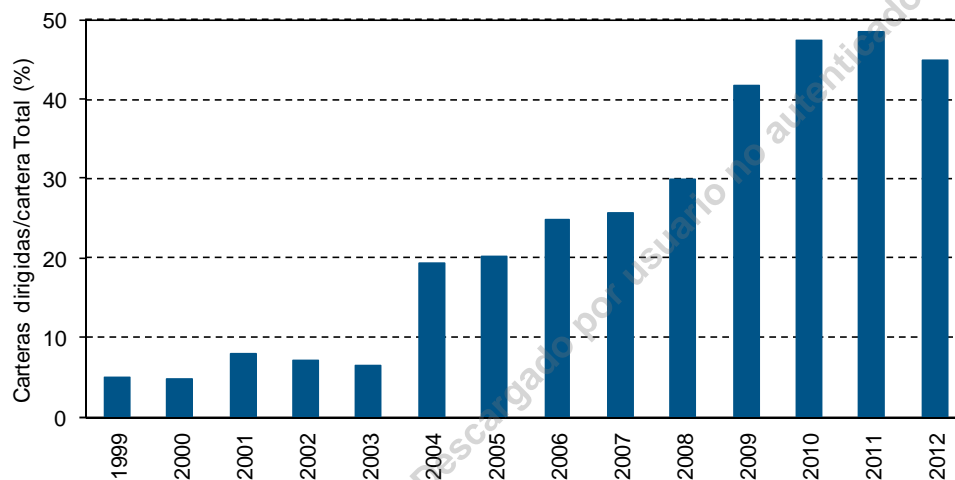
Con el fin de “lograr que el sistema financiero apoyara y diera impulso a los sectores productivos”, el Gobierno ha establecido un conjunto de carteras dirigidas, que han pasado de representar el 6,7% de la cartera total de la banca en 1999 a 43,7% al cierre de 2012. El establecimiento de carteras obligatorias ha limitado la proporción de fondos que la banca puede destinar a las opciones de inversión que considere más rentables y menos riesgosas.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

**El peso de las carteras dirigidas**



Fuentes: Sudeban y Ecoanalítica

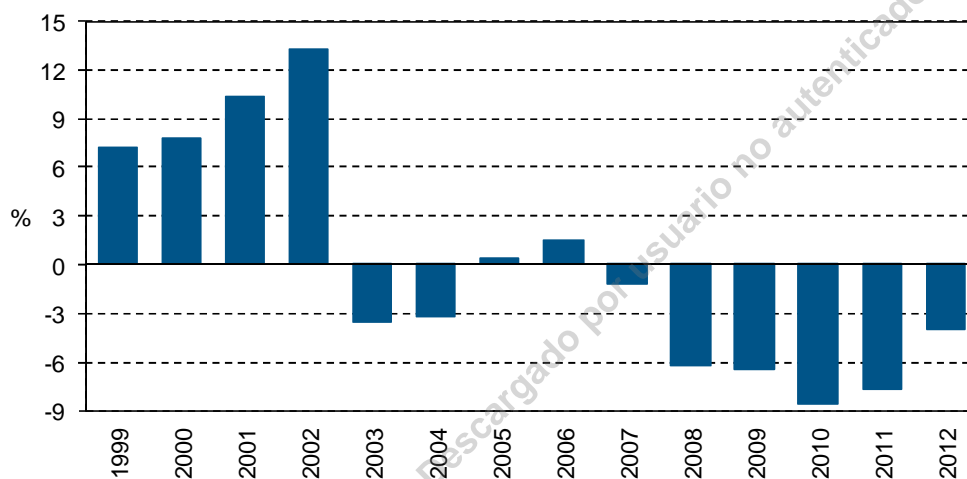
En conjunto con el direccionamiento del crédito, los encargados del manejo económico de la nación han decidido fijar unas tasas de interés activas nominales por debajo de la inflación, es decir, negativas en términos reales. Ello significa que el retorno de los préstamos otorgados por los bancos ha estado, en la mayor parte del período considerado, por debajo de la pérdida del valor de compra del bolívar.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

**Tasa de interés activa real promedio**



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

Además de ello, las limitaciones en el acceso a las divisas y las devaluaciones también han perjudicado la actividad de intermediación. El sector no solo ha afrontado problemas derivados del entorno macroeconómico, sino también restricciones propias a su actividad, y aún así su desempeño no parece haberse visto afectado. Ante todo esto es válido preguntarse ¿cómo es que le ha ido tan bien a la banca?

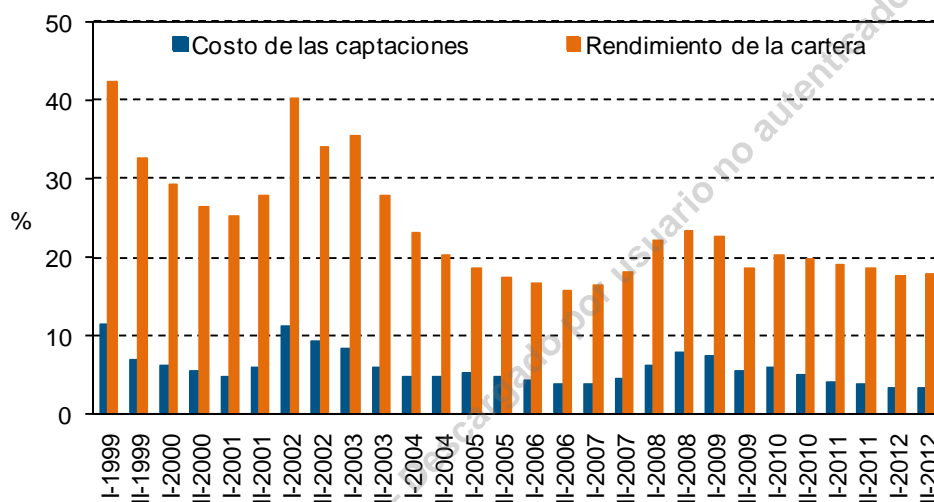
El despegue de la banca ha coincidido con lo que hasta ahora había sido una casi ininterrumpida fiesta del gasto, lo que sumado a unas tasas de interés pasivas ínfimas y a una alta proporción de depósitos en cuenta corriente ha creado un ambiente que ha beneficiado enormemente al sector.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## El secreto del éxito



Fuente: Sudeban y Ecoanalítica

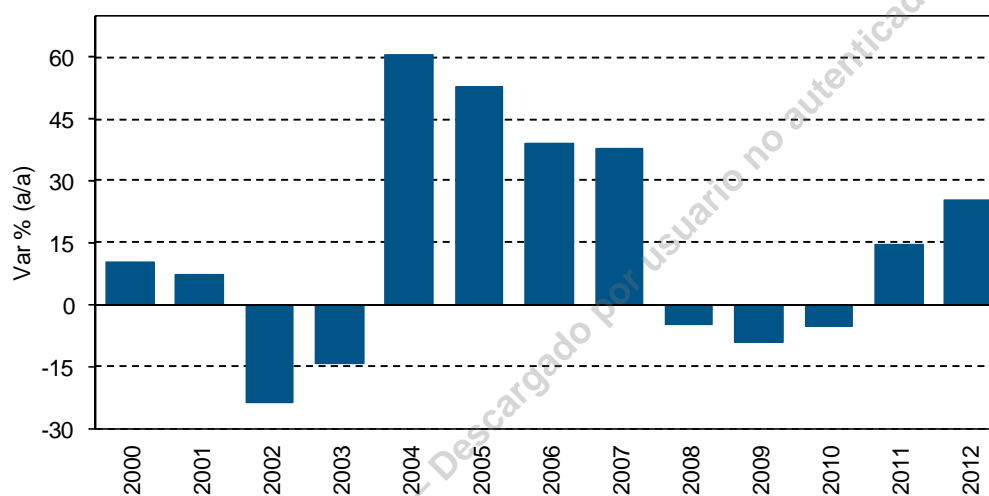
La contracción en la liquidez y el menor dinamismo del producto y de la demanda interna, que ha redundado en una menor disponibilidad y demanda de recursos de préstamo, han producido en primer lugar una desaceleración del crédito. La cartera de crédito del sistema financiero, que venía creciendo a tasas de 26,4% (a/a) el año pasado, ha registrado una variación promedio de 16,6% (a/a) en lo que va de año, y al mes de mayo registra un crecimiento de 8,7% (a/a).



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## La expansión de la cartera de créditos



Fuentes: Sudeban y Ecoanalítica

A pesar de que la situación comienza a verse menos favorable para el negocio, la banca llega en buena forma a esta coyuntura negativa. De acuerdo con la Superintendencia de las Instituciones del Sector Bancario (Sudeban), el sistema bancario venezolano registró, según el método de evaluación Camel<sup>1</sup>, una puntuación de 73,3/100, al cierre del 1T2013, resultado que se considera “óptimo” y que constituye el mejor registro alcanzado desde el año 2000. El estado “óptimo” de la banca es el resultado de una menor morosidad y de una mayor rentabilidad sobre el capital, así como de menores gastos de transformación.

<sup>1</sup> El método Camel toma en cuenta aspectos como Suficiencia Patrimonial, Calidad de Activos, Gestión Administrativa, Liquidez y Rentabilidad. Cada uno de estos aspectos contiene un conjunto de indicadores con los cuales se puede tener una calificación global que oscila entre 0 y 100. En la medida que el puntaje sea mayor, mejor es el desempeño del sector.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## La banca en su "mejor momento"

	Enero-1999	Mayo-2013
Liquidez	32,5%	29,0%
Capitalización	13,3%	10,4%
ROE	22,1%	29,2%
Morosidad	5,2%	0,98%

Fuentes: BCV, Sudeban y Ecoanalítica

La implementación del control de cambio ha sido una de las principales trabas al aparato productivo nacional. Su desmontaje, aunque ansiado por muchos, debe ser un proceso paulatino. Una de las condiciones que permitirían prevenir una fuerte salida de capitales, en caso de darse un desmontaje del control cambiario, sería la consecución de tasas de interés reales positivas, mayores a las internacionales, que incentiven el ahorro en moneda nacional. Para ello se necesita un esfuerzo mancomunado entre el Gobierno Nacional, el BCV y el sistema financiero, con el fin de i) reducir el dinero en circulación y las presiones inflacionarias de origen monetario, ii) impulsar y ejercer una mayor supervisión sobre el crédito dirigido hacia sectores productivos, y por último iii) ofrecer opciones llamativas de ahorro a agentes nacionales y extranjeros.

El impulso al ahorro nacional implicará, un sacrificio por parte de la banca, que deberá ofrecer unas tasas de interés pasivas más elevadas a los ahorristas, medidas que podría compensarse con relajación de las restricciones del Gobierno. Al manejar los fondos disponibles para invertir y ser prácticamente la única opción de "ahorro" para la mayoría de los venezolanos, la banca seguirá siendo un eslabón clave en el crecimiento y el desarrollo económico del país.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Principales variables macroeconómicas de Venezuela

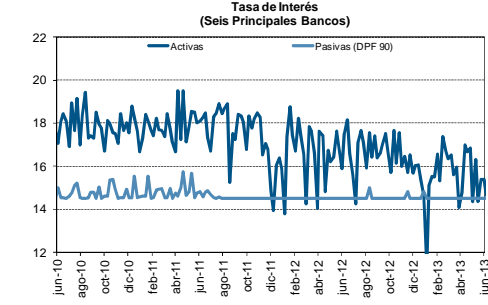
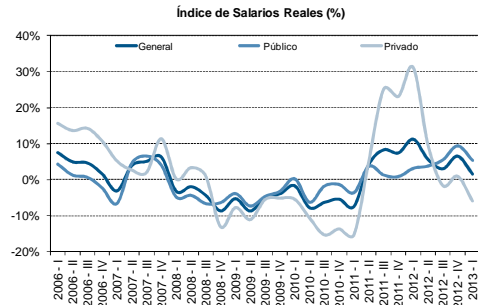
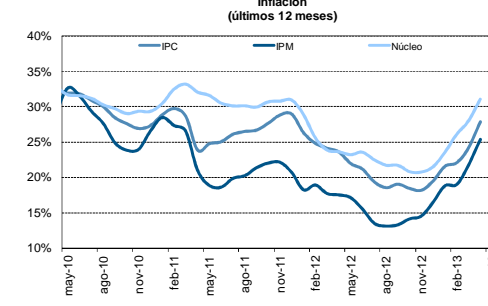
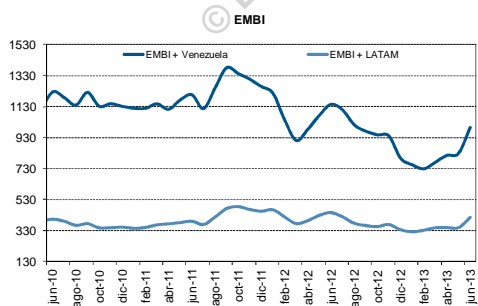
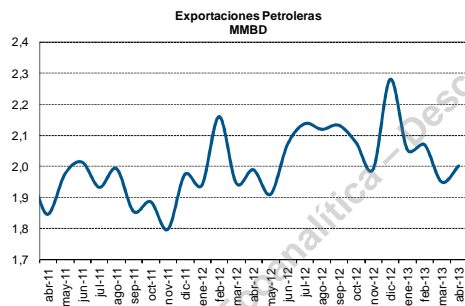
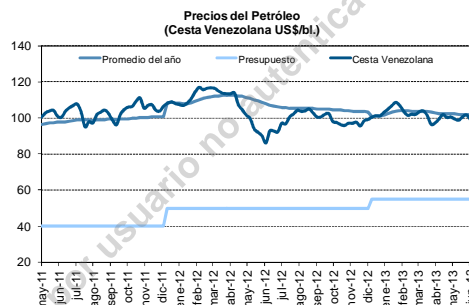
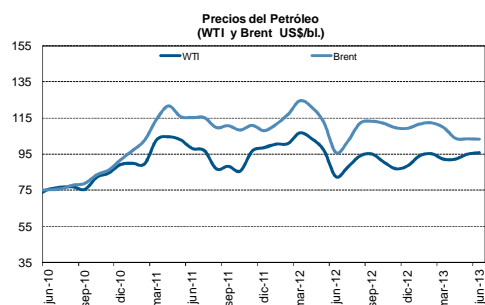
Variables	Estimado		(Último dato)
	2012	2013	
Precio del petróleo (Promedio Cesta Venezolana)	103,4	104,4	100,1
PIB Total (% Anual)	5,6	0,9	0,7
PIB Petrolero (% Anual)	1,4	1,8	0,9
PIB No Petrolero (% Anual)	5,8	1,2	0,9
IPC-Caracas (%)	19,6	31,9	33,7
INPC (%)	26,2	31,4	35,2
IPM (%)	17,4	43,2	30,2
Tipo de cambio oficial (fin de año)	4,30	6,30	6,30
Tasas activas	16,2	17,0	15,3
Tasas pasivas	12,5	14,3	12,5
Liquidez monetaria (VEB MMM)	714,8	984,7	829,3
Reservas Internacionales (US\$ MMM)	29,9	33,3	25,8
Desempleo (%) (promedio)	7,8	8,7	8,1



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## INDICADORES ECONÓMICOS





# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

