



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## En esta edición:

Ley del Régimen Cambiario y sus Ilícitos: ¿vuelve el permuta? .....	2
Indicadores cambiarios.....	9
Reporte de la deuda de Venezuela y Pdvsa.....	11
Política fiscal: con el agua hasta el cuello.....	16
El costo del crimen .....	21
Principales variables macroeconómicas de Venezuela.....	29

## En marzo, usted debe tener en cuenta:

- **Los dólares ahora son de todos.** En el nuevo Sicad II podrán participar personas naturales y jurídicas, bien sea como oferentes o demandantes de divisas en efectivo y bonos. Las personas jurídicas participantes en Cencorex y Sicad I no tendrán grandes limitaciones para participar en el nuevo Sicad II.
- **Requisito indispensable:** El ministro de Finanzas, Rodolfo Marco Torres, señaló que todas las personas naturales y jurídicas tienen que abrir cuentas denominadas en dólares en el país si desean participar (como como oferentes o demandantes de divisas) en el Sicad II.
- **Mercado diario.** El Sicad II operará diariamente, los compradores acudirán a su operador cambiario de preferencia e indicaran el monto de dólares y precio máximo que están dispuestos a pagar; por su parte los vendedores señalarán el precio mínimo que están dispuestos a percibir. Si la demanda supera a la oferta, habrá divisas o bonos de entes públicos para cubrir la diferencia.
- **Y transparente.** El Banco Central de Venezuela (BCV) publicará diariamente la cotización de los dólares transados a través del Sicad II. El Vicepresidente del Área Económica, Rafael Ramírez, aseguró que la transparencia del nuevo sistema permitirá “derrumbar” el mercado paralelo de divisas.
- **La flexibilización se queda corta.** Aunque todos los sectores industriales podrían participar en las subastas del Sicad II, una flexibilización del sistema cambiario se vería entorpecida si el control de precios se mantiene. En **Ecoanalítica** consideramos que despenalizar el acceso a los dólares no servirá de nada si los empresarios no pueden reconocer un tipo de cambio más alto en su estructura de costos.
- **Venezuela en la mira.** En el mes de febrero los protagonistas de los mercados emergentes fueron Ucrania y Venezuela. La dura represión por parte del Gobierno y el número de muertos y heridos generó pánico en el mercado y los precios de los bonos llegaron a niveles no vistos desde 2011. Los bonos de corto plazo y los de mayor cupón como los 2022 terminaron positivos pero con una variación inferior a los de mediano plazo como los Venezuela 2025 y 2028. Cabe resaltar que los bonos de Venezuela reaccionaron mejor que los de Pdvsa este mes debido a que fueron los bonos más castigados durante la caída.



## Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

### Ley del Régimen Cambiario y sus Ilícitos: ¿vuelve el permuta?

Por:  
**Asdrúbal Oliveros**  
**Jessica Grisanti**  
**Gabriel Villamizar**

En momentos de incertidumbre política y tensión social, el presidente de la República, Nicolás Maduro, ha promulgado la nueva Ley del Régimen Cambiario y sus Ilícitos, paso primordial para la apertura de un mercado legal de operaciones en divisas. Esta medida fue planteada hace casi un año por el ala pragmática del Gobierno, pero fue retrasada, en primer lugar, por el evento electoral de diciembre pasado, en segundo lugar, por la existencia de al menos otras dos opciones en materia cambiaria, y finalmente por un clima de ingobernabilidad que ha hecho dudar al Gobierno en la implementación de ajustes impopulares.

Esta es la segunda ley de ilícitos que se promulga a menos de tres meses; aunque a simple vista pareciera conservar la totalidad de la rigidez de su predecesora, ya que deja todo lo concerniente a los nuevos mecanismos contemplados por los convenios entre el Ministerio de Finanzas y el BCV, en teoría su aprobación significa la apertura de un nuevo mercado y, por lo tanto, una nueva devaluación de la moneda, con el alivio fiscal para el Estado -y sobre todo para Pdvsa- que una medida de este tipo suele implicar.

#### Un pequeño cambio para la ley, un gran cambio para el mercado cambiario

El primer cambio importante que trae la nueva ley es la distinción explícita entre bienes y servicios prioritarios y no prioritarios y la existencia de un mecanismo de asignación de divisas exclusivo para los primeros. De acuerdo con la nueva normativa, *“las divisas destinadas a cubrir los gastos necesarios para la adquisición de bienes y servicios declarados como de primera necesidad, constituidos por las medicinas, los alimentos, la vivienda y la educación, serán asignadas y focalizadas por el Cencorex”* (Art. 6).

Cabe destacar que los rubros mencionados con anterioridad podrían no ser los únicos clasificados como prioritarios, pues la Vicepresidencia del Área Económica tendrá la facultad de “establecer las prioridades” a las cuales debe orientarse la asignación de



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

divisas; como ha sido costumbre en los últimos años, la discrecionalidad continuará presente. En **Ecoanalítica** estimamos que alrededor del 50,0% de las importaciones privadas se cubrirá mediante asignación directa por parte del Centro Nacional de Comercio Exterior –Cencoex- (en su mayoría al tipo de cambio actual de VEB 6,3/US\$), principalmente, aquellas correspondientes a sectores prioritarios como alimentos, medicinas, cuidado personal y maquinarias y equipos.

El segundo cambio importante es permitir que las personas naturales y jurídicas adquieran divisas mediante los mecanismos creados o por crear y que serán ofrecidas en primera instancia por Pdvsa, BCV e incluso por otros agentes privados. Esto implica una despenalización de las operaciones de divisas entre privados -que se regirán por la normativa establecida en el convenio cambiario N°27-, y que el marco general de la ley le da la facultad a Pdvsa para ofrecer divisas a un tipo de cambio probablemente mucho mayor que VEB 6,3/US\$, lo que mejorará el flujo de caja en divisas de la petrolera (al tener que vender menos dólares por cada bolívar que necesite adquirir) y hará que no sea necesario el financiamiento monetario de sus gastos en moneda nacional, causa principal de la expansión monetaria durante los últimos tres años.

## ¿El BCV seguirá monetizando el déficit?

De la tasa de cambio del nuevo mercado dependerá el efecto que sobre el financiamiento a Pdvsa pueda tener su participación en el nuevo Sistema Complementario de Administración de Divisas (Sicad) II; con una tasa entre VEB 25/US\$ y VEB 50/US\$ Pdvsa podría obtener entre VEB 25.000 millones y VEB 50.000 millones por cada US\$1.000 millones vendidos, lo que equivaldría a entre 10,3% y 20,6% del monto financiado por BCV el año 2013.

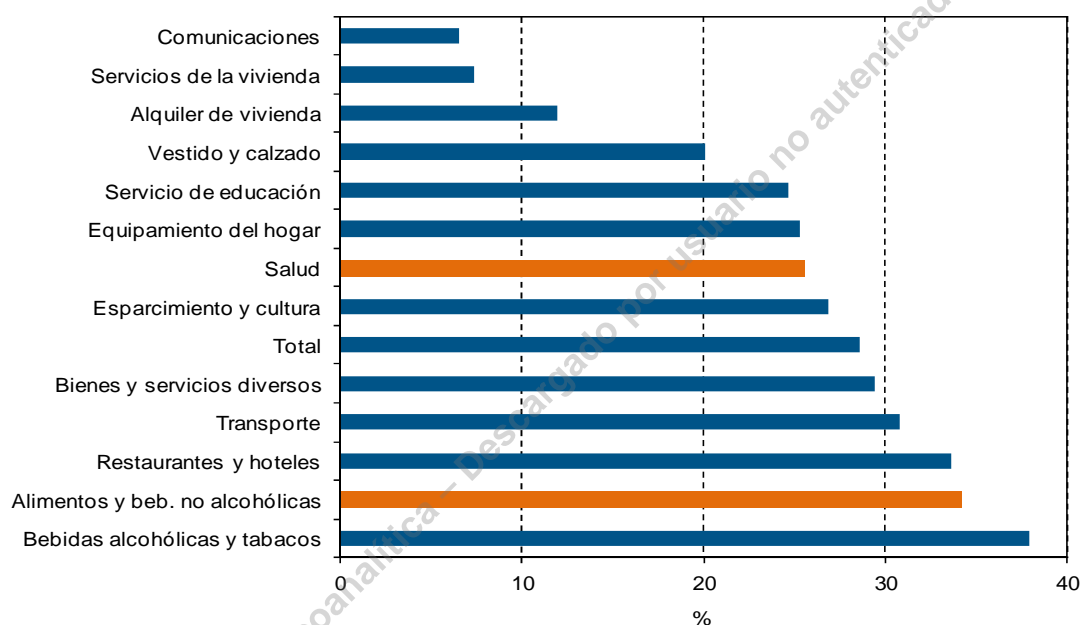
Un último aspecto, que aunque parece nuevo ya estaba incluido en la ley de ilícitos de diciembre de 2013, tiene que ver con la obligación por parte de aquellos que comercialicen productos adquiridos con divisas a VEB 6,3/US\$, de indicar al público cuáles bienes fueron comprados con divisa preferencial. Dicha medida, al igual que las sanciones monetarias y penales, está orientada a garantizar que la asignación a VEB 6,3/US\$ sea más eficaz como ancla de precios para algunos productos “básicos” como alimentos y medicinas, los cuales han observado inflaciones promedio de 34,1% y 25,4% en los últimos cinco años, así como también evitar que se aprovechen las oportunidades de arbitraje por parte de empresas que adquieran divisas a través del Cencoex.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

**Inflación promedio 2009-2013**



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

## Lo que se omite... ¿ya no se prohíbe?

Así como hay artículos diferentes en la nueva ley, hay unos que desaparecieron, lo que podría permitir el surgimiento de un mercado más transparente e incentivar a agentes extranjeros a invertir sus divisas en Venezuela.

El primer aspecto tiene que ver con la desaparición del artículo N° 17 de la extinta ley de ilícitos, que establecía multas de hasta 1.000 unidades tributarias (UT) para quienes divulgaran en algún medio físico o electrónico *“información financiera o bursátil sobre las cotizaciones de divisas diferentes al valor oficial”*. La desaparición de este artículo permitirá que se pueda hacer público el tipo de cambio del Sicad II y de cualquier otro mecanismo distinto, incluyendo el mercado paralelo, lo que constituye un indicio positivo de que el Gobierno prevé reducir el diferencial entre el mercado paralelo y el oficial, resultado que estaría feliz de mostrar.



## Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

El segundo artículo de la normativa anterior que desaparece es el N°19, que rezaba que quienes “*pública o privadamente, ofrecieran en el país la compra, venta o arrendamiento de bienes y servicios en divisas*” podrían ser sancionados con una multa equivalente al doble de la oferta hecha. Esta eliminación permitiría llevar a cabo la venta de bienes no transables entre agentes nacionales y extranjeros.

### ¿De qué tamaño es el mercado?

El Sicad II, que se crea tras la promulgación de la nueva ley y su respectivo convenio cambiario, contará con más oferentes que el Cencoex, personas naturales y jurídicas residentes en el país podrán participar como demandantes, y junto con las primeras los agentes no residentes podrán participar como oferentes.

El Vicepresidente del Área Económica, Rafael Ramírez ha asegurado que el nuevo mecanismo liquidará divisas a diario e indicó que el volumen transado dependerá de “la propia necesidad del mercado”, insinuando además que se contaba con experiencia anterior (mercado permuta) para estimar el tamaño de la demanda.

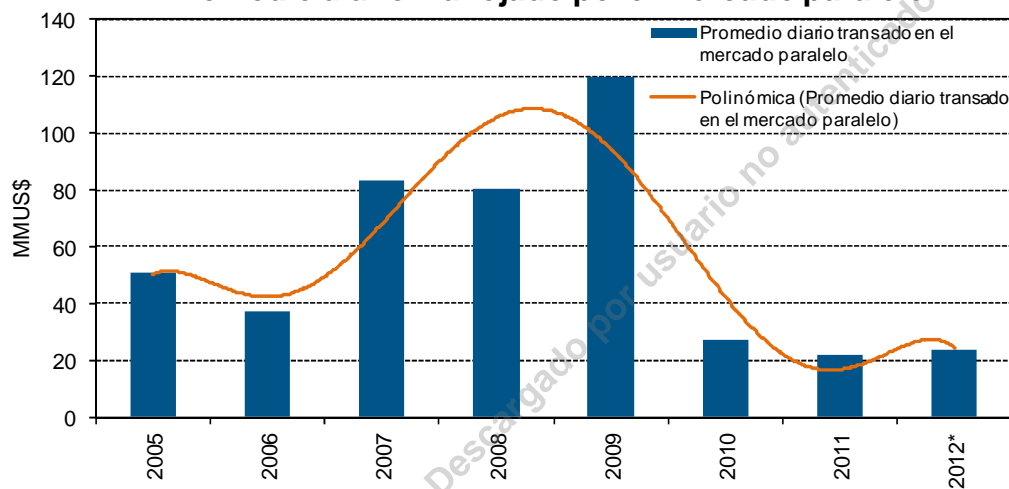
En **Ecoanalítica** calculamos que en el mercado permuta se llegaron a transar US\$55,5 millones diarios durante toda su existencia, con un máximo de US\$119,6 millones por día durante 2009 y un mínimo de US\$21,8 millones en 2011, lo que nos da una idea de lo que podría estar hablando el vicepresidente Ramírez. Sin embargo, el crecimiento acelerado de la liquidez y la mayor inflación registrada en los últimos años, junto con un deterioro de las expectativas, podrían llevar la demanda para cobertura a unos niveles superiores, hasta ahora, de acuerdo con lo declarado por los voceros del Gobierno y lo publicado en la normativa reciente, será el mercado quien regule, a través del precio, el tamaño de la demanda.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

Promedio diario manejado por el mercado paralelo



En cuanto a la tasa, la misma flotará de manera sucia, pues será intervenida por el BCV mediante colocaciones. En **Ecoanalítica** consideramos que de existir limitaciones importantes en la postura máxima de los demandantes y en la tasa de cambio se reduciría la eficacia del Sicad II para cerrar la brecha entre la cotización del mercado paralelo y la cotización del dólar oficial.

## De mercado “negro” a “gris”

Punto importante de esta nueva ley es el art. 9, que *“permite a las personas naturales o jurídicas demandantes de divisas podrán adquirirlas a través de transacciones en moneda extranjera ofertadas por: personas naturales y jurídicas del sector privado, Pdvsa y BCV...”*, con lo cual se está despenalizando operaciones entre privados y la posibilidad de que las empresas vuelvan a realizar operaciones de cobertura, algo que hasta hace un mes se veía cuesta arriba.

En lo que respecta al mercado negro, la existencia de este dependerá de las restricciones en el nuevo mercado en cuanto a cantidades y cotización. Si el Sicad II termina con un tipo de cambio barato, y una demanda muy grande en relación a la oferta, la economía tendrá entonces cuatro tipos de cambio; el último será el denominado por el Gobierno “fantasma” que nos persigue cada vez más.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

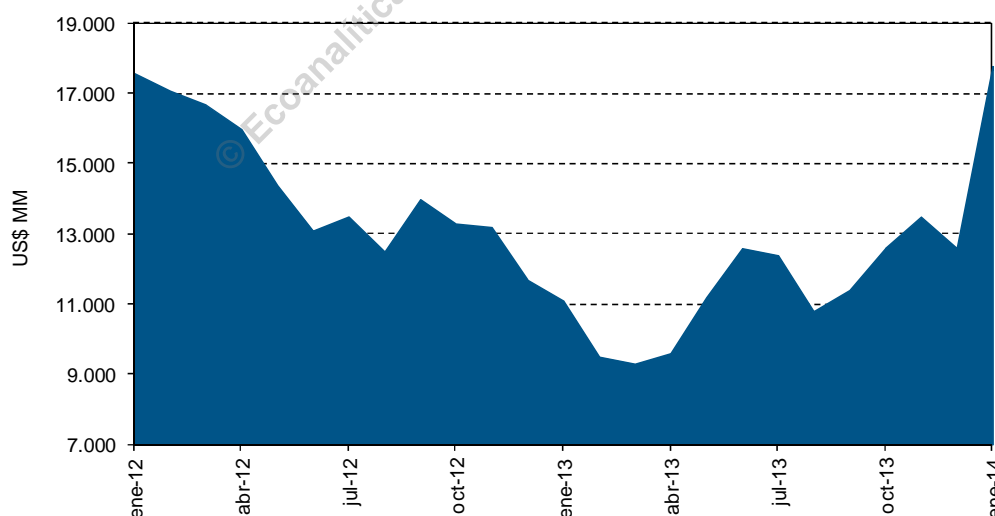
Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Pero... ¿tenemos con qué?

A pesar de que Cadivi no publicó cifras de liquidaciones de divisas para 2013, la información que **Ecoanalítica** ha podido recabar indica que a partir de noviembre las liquidaciones por esta institución disminuyeron considerablemente; incluso, en lo que va de año solo se han convocado cuatro subastas del Sicad, lo que pudiera indicar que en los últimos meses se han acumulado divisas que no se han otorgado al sector privado.

Entonces ¿hay divisas? Definitivamente no tenemos las divisas que tuvimos en 2011 para afrontar las elecciones de 2012; sin embargo, luego de observar una tendencia decreciente en los recursos extrapresupuestarios en 2013, los recursos del Estado en fondos paralelos en dólares para enero presentaron una variación interanual de 60,4%, con lo que se alcanza la cifra de US\$17.800 millones.

**Recursos extrapresupuestarios en divisas**



Fuente: Ecoanalítica

De la misma manera, podemos notar que la producción petrolera venezolana cerró el año pasado en 2,75 millones de barriles diarios (mb/d), de los cuales se exportaron 1,83 mb/d. También, vale la pena mencionar que para finales del año pasado disminuyeron las importaciones petroleras 26,6% (a/a) y terminaron en diciembre de 2013 en 181,7 kb/d, con un efecto importante en las divisas destinadas a las compras externas petroleras. En



## Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

definitiva, el Gobierno ha estado incrementando el stock de dólares para este nuevo mercado.

### En conclusión...

En **Ecoanalítica** consideramos que la apertura del Sicad II afectará de manera importante el mercado cambiario en la medida en que el acceso a este sea tan expedito como está planteado en la normativa legal y el convenio cambiario N° 27. En cuanto al alivio de las cuentas fiscales y el mejoramiento del flujo de bolívares a Pdvsa que la apertura del nuevo mercado pueda acarrear, este se encontrará determinado por la cantidad de dólares que la petrolera pueda ofrecer.

Es claro que, el surgimiento del nuevo mecanismo significará una nueva devaluación; sin embargo, con esta nueva ley, el Gobierno empieza a retomar políticas engavetadas por su alto costo político, pero necesarias para reducir las distorsiones presentes en la economía.

© Ecoanalítica Documento 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 febrero señalan que el indicador M2/RRII cerró en un tipo de cambio cercano a VEB 58,7/US\$, cifra superior en 2,7% a la registrada en el mes de enero. Este resultado obedece, en principio, a que las reservas internacionales aumentaron 0,3% desde finales de enero; mientras que la liquidez aumentó 3,4% en el mismo período.

En cuanto a la variación interanual, las reservas internacionales registran una caída de 20,0% con respecto a febrero de 2013, mientras que observamos que la liquidez ha tenido un crecimiento interanual de 75,2%. Claramente, un aumento exagerado de la liquidez y una posición menor de reservas ha hecho que el tipo de cambio financiero se haya depreciado 116,7%, desde febrero de 2013 cuando el indicador M2/RRII cerró en VEB 27,1/US\$.

### TCR

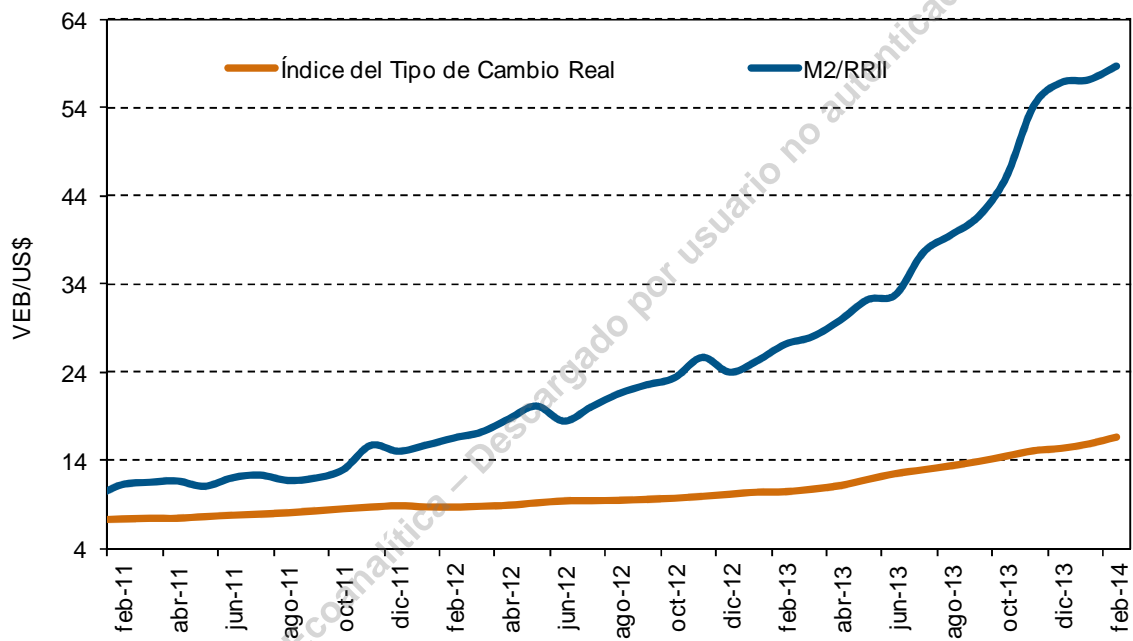
El indicador de Tipo de Cambio Real (TCR) de **Ecoanalítica**, que mide el tipo de cambio de equilibrio competitivo entre Venezuela y sus cinco principales socios comerciales (EE.UU., Brasil, China, Colombia y México), se estima se depreció en febrero un 59,5% con respecto a febrero de 2013, al pasar de 10,4 VEB/US\$ a 16,6 VEB/US\$ y 4,8% con respecto al pasado mes de enero.



# 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

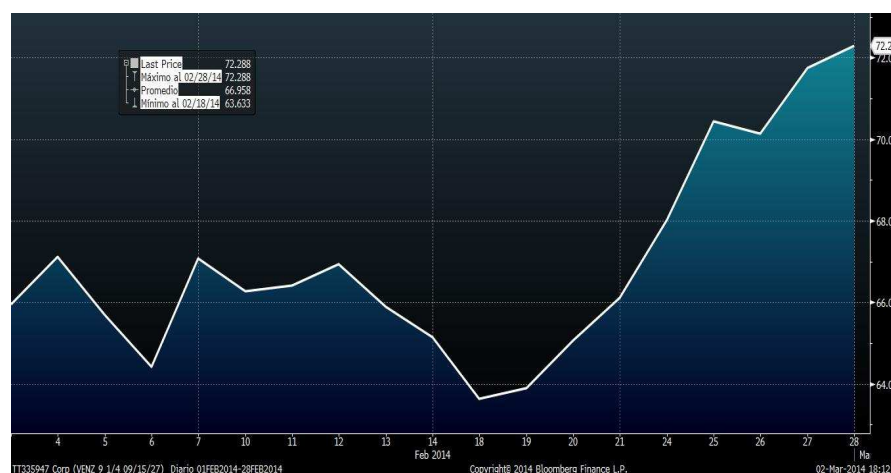
Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Reporte de la deuda de Venezuela y Pdvsa

*Por: Knossos Asset Management*

En el mes de febrero los protagonistas de los mercados emergentes fueron Ucrania y Venezuela. Después de tres meses de intensos acontecimientos en las calles de la capital Kiev, se da la salida del presidente de Ucrania, Viktor Yanukovich, y se llama a elecciones presidenciales anticipadas. La solución inicialmente generó un aumento del valor de los bonos y acciones pero con mucha volatilidad posteriormente por la intervención de parte de Rusia y el carácter geopolítico del conflicto. Paralelamente, en Venezuela, los problemas como la inseguridad, la inflación y la escasez llevaron a los estudiantes a realizar las protestas más violentas que se han visto en el país en mucho tiempo. La dura represión por parte del Gobierno y el número de muertos y heridos generó pánico en el mercado y los precios de los bonos llegaron a niveles no vistos desde 2011. Como podemos observar en el siguiente gráfico, el precio del Global 2027, que había mostrado un fuerte retroceso en enero (-16,0%), sufrió una caída de 4 puntos o -7,0% adicionales, desde el comienzo de las manifestaciones hasta el anuncio del Sicad II cuando comenzó a recuperarse.

**Evolución del precio del bono Venezuela 2027 durante febrero 2014**



Fuente: Bloomberg



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

Para poner en perspectiva la caída de los bonos de Venezuela durante el mes, es interesante observar el próximo gráfico, donde se compara el comportamiento del Global 2010, el bono de más corto vencimiento durante la crisis de *Lehman Brothers*, y el Pdvsa 2014 recientemente. Ambos títulos llegaron a sobrepasar 20,0% de rendimiento pero con la diferencia que el Pdvsa 2014 solo le quedan 8 meses para su vencimiento versus los más de dos años para el vencimiento del Global 2010 en el momento de la crisis. Adicionalmente, el precio del petróleo se encuentra entre US\$30/bl y US\$40/bl más alto que en aquel momento, lo que nos hace inferir que los rendimientos de la deuda de Pdvsa y de Venezuela pueden haber llegado a niveles de soporte aun en medio de una crisis política y económica como la actual.

## Comportamiento del Global 2010 ante la caída de Lehman y del Pdvsa 2014 durante febrero 2014



Fuente: Bloomberg

Volviendo al Sicad II, a diferencia de anuncios anteriores, esta vez se logró ganar credibilidad con la firma, vía poderes habilitantes, de la reforma de la Ley de Ilícitos Cambiarios. Esto fue un impulso importante para la recuperación del mercado a finales de mes ya que la nueva ley reabre un mercado regulado de permuta de títulos valores y autoriza a los privados a comprar y vender divisas a través de operadores cambiarios (incluyendo las casas de bolsa y sociedades de corretaje). La devaluación implícita en el anuncio fue tomada con muy buen tono por los analistas y tanto *Bank of América* como *Barclays* aumentaron la ponderación a *overweight* en activos venezolanos.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Desempeño del mes

De acuerdo a la tabla siguiente la variación de los precios de la deuda de Venezuela y Pdvsa este mes fue positiva a excepción de un título. Los bonos de corto plazo y los de mayor cupón como los 2022 terminaron positivos pero con una variación inferior a los de mediano plazo como los Venezuela 2025 y 2028. Cabe resaltar que los bonos de Venezuela reaccionaron mejor que los de Pdvsa este mes debido a que fueron los bonos más castigados durante la caída.

## Desempeño de los bonos de Venezuela y Pdvsa durante el mes de febrero

BONO	28/02/2014	31/01/2014	Variación %	chg neto YTD
VENZ 8 1/2 10/08/14	98,45	98,05	0,41%	-0,22
VENZ 5 3/4 02/26/16	83,57	80,68	3,58%	-2,13
VENZ 7 12/01/18	71,75	68,22	5,18%	-4,47
VENZ 13 5/8 08/15/18	94,51	95,50	-1,03%	-3,46
VENZ 7 3/4 10/13/19	71,47	66,75	7,07%	-4,15
VENZ 6 12/09/20	64,73	58,75	10,16%	-3,31
VENZ 12 3/4 08/23/22	86,25	82,08	5,09%	-5,24
VENZ 9 05/07/23	70,37	64,25	9,52%	-3,76
VENZ 8 1/4 10/13/24	66,51	60,38	10,15%	-3,28
VENZ 7.65 04/21/25	64,50	58,38	10,49%	-3,60
VENZ 11 3/4 10/21/26	80,32	75,13	6,90%	-5,14
VENZ 9 1/4 09/15/27	72,29	65,99	9,54%	-5,10
VENZ 9 1/4 05/07/28	70,30	63,13	11,37%	-3,60
VENZ 11.95 08/05/31	80,48	73,94	8,84%	-4,47
VENZ 9 3/8 01/13/34	71,14	63,19	12,57%	-3,55
VENZ 7 03/31/38	59,13	55,47	6,59%	-4,06
PDVSA 4.9 10/28/14	94,11	93,32	0,84%	1,65
PDVSA 5 10/28/15	83,43	83,46	-0,04%	0,18
PDVSA 5 1/8 10/28/16	75,34	74,08	1,69%	-1,83
PDVSA 5 1/4 04/12/17	71,81	67,95	5,68%	-2,07
PDVSA 8 1/2 11/02/17	80,84	78,09	3,53%	-1,24
PDVSA 9 11/17/21	71,71	66,47	7,89%	-3,18
PDVSA 12 3/4 02/17/22	85,68	81,97	4,53%	-6,10
PDVSA 5 3/8 04/12/27	54,48	49,65	9,71%	0,63
PDVSA 9 3/4 05/17/35	69,19	61,78	12,00%	-2,44
PDVSA 5 1/2 04/12/37	52,35	48,76	7,36%	0,57

Fuentes: Knossos Asset Management y Ecoanalítica



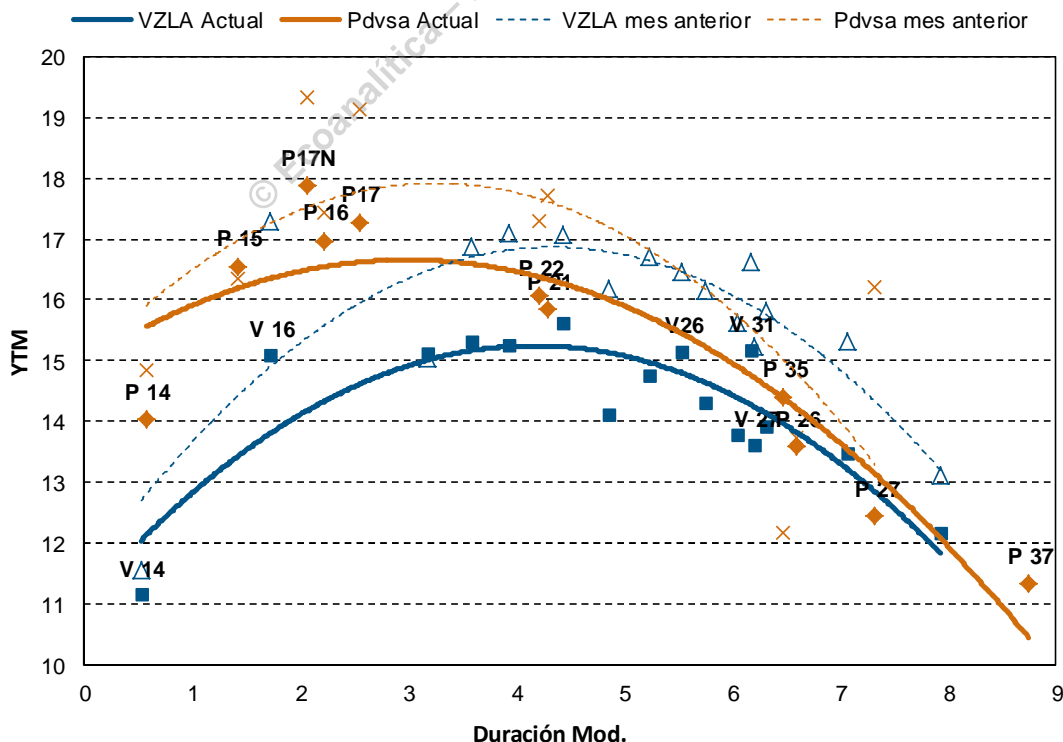
# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Evolución de las curvas

Los rendimientos de la deuda venezolana y de Pdvsa disminuyeron este mes tal y como se muestra en el siguiente gráfico. La “barriga” de ambas curvas se redujo ya que los retornos de los bonos de corto y largo plazo disminuyeron menos que los de la parte media. Los bonos de la parte media tuvieron un mejor desenvolvimiento debido al importante rezago que tuvieron en los meses anteriores y a un aumento en el apetito por riesgo en el crédito por los anuncios del Sicad II. Comparando ambas curvas se observa que a partir de la parte media estas se unen; una de las razones puede ser que con el Sicad II se permite a Pdvsa vender sus dólares a un tipo de cambio mayor a lo permitido actualmente; con esta resolución se aligera la presión de la compañía ante el pago de sus deudas en bolívares.

**Evolución de los bonos de Venezuela y Pdvsa**



Fuentes: Knossos Asset Management y Ecoanalítica



## Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

### ¿Qué esperar?

El mercado va a estar muy atento en los próximos días a la capacidad del Gobierno de cumplir con las expectativas generadas en torno al Sicad II. El precio que se valide, la flexibilidad para los participantes y el monto que asignen, van a ser determinantes en el éxito del sistema y, por ende, de la reacción del mercado. Otro punto importante es el desarrollo de las manifestaciones y protestas que actualmente se viven a nivel nacional. Probablemente, las manifestaciones bajen en intensidad y la tensión cese pero no se puede descartar que la situación se agrave y que volvamos a ver episodios de mucha volatilidad de precios en los bonos. Sin embargo, vemos poco factible un escenario en que la crisis actual conlleve a un incumplimiento en el muy corto plazo. Por lo tanto, los títulos valores de corto plazo como el Pdvsa 2014 y aquellos con un descuento importante seguirán siendo demandados, sobre todo si se comienza a ver oferta de bonos a través del Sicad II o posibles nuevas emisiones para alimentar este mecanismo, lo cual generaría presión en la parte media y larga de la curva.

© Ecoanalítica. Prohibida la reproducción o el uso no autorizado.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

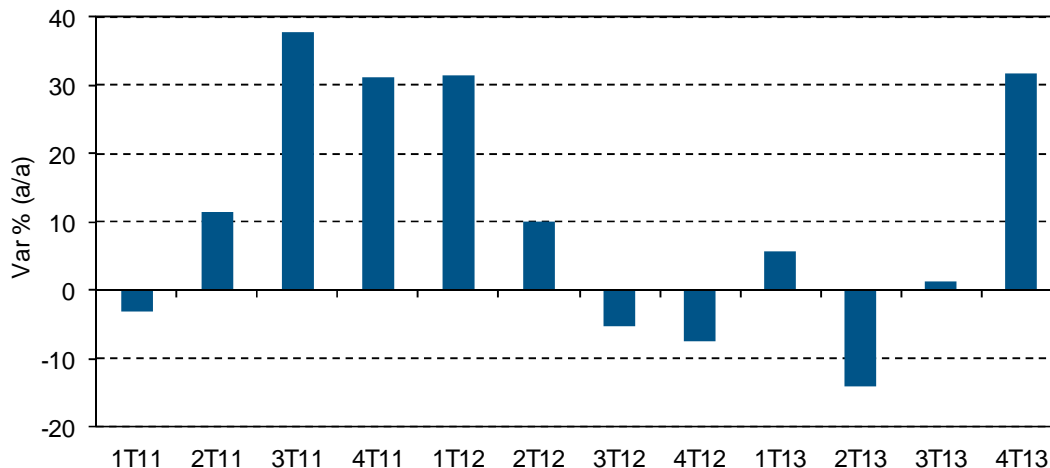
Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Política fiscal: con el agua hasta el cuello

El año pasado debió ser un año de resaca postelectoral con un ritmo de ejecución fiscal declinante después de las elecciones presidenciales de 2012. Sin embargo, la muerte del presidente Chávez, que implicó la realización de unas nuevas elecciones presidenciales, y los comicios municipales de finales de 2013 llevaron al Gobierno a mantener una política fiscal expansiva.

Según las cifras de la Oficina Nacional del Tesoro (ONT), el gasto primario del Gobierno comenzó el año con un crecimiento real de 5,6% en el primer trimestre de 2013 (1T2013) en vista de la mini campaña electoral de abril. A partir de entonces, el gasto comenzó a decaer en vista de la escalada inflacionaria, y se recuperó en el 4T2013 hasta alcanzar un crecimiento real interanual de 22,1% gracias a las erogaciones salariales estacionales de dicho trimestre y de las elecciones municipales de diciembre. A pesar de esto, el aumento de los precios llevó a que el gasto primario acumulado creciera 2,1% en términos reales en 2013.

**El gasto del Gobierno Central**  
(base 2007=100)



Fuentes: ONT y Ecoanalítica

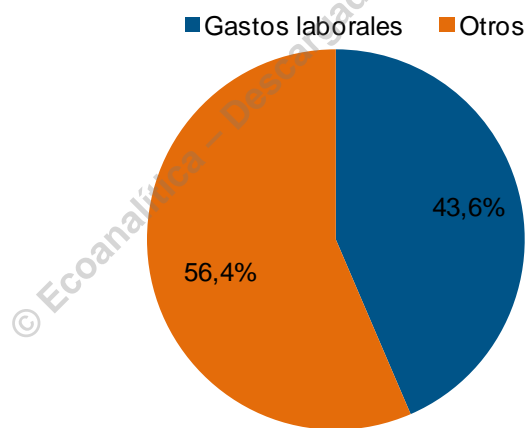


## Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

Además de ser determinada por los ciclos políticos, otro rasgo fundamental de la política fiscal del Gobierno es la subestimación de los ingresos en el cálculo del presupuesto anual, asignando discrecionalmente los ingresos extraordinarios obtenidos por el diferencial de la cesta petrolera a través de la figura de créditos adicionales. A lo largo del 2013 se decretaron VEB 216.040 millones en créditos adicionales, 54,5% del presupuesto aprobado por la Asamblea Nacional (AN), de los cuales el 43,6% se destinó a compromisos laborales. Con este monto, el presupuesto acordado (ejecutado) se ubicó en VEB 612.443 millones en 2013, expandiéndose 37,6% respecto al de 2012.

### Créditos adicionales decretados



Fuentes: AN y Ecoanalítica

El crecimiento del gasto aunado a ingresos fiscales estáticos ha marcado el ritmo de expansión del déficit financiero del sector público restringido (SPR), que pasó de representar en 2002 1,5% del PIB a 15,6% en 2012, y cerró en torno a 11,5% del PIB el año pasado, según nuestras estimaciones.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

SECTOR PUBLICO RESTRINGIDO				
Resultado Financiero Anual				
(% PIB)				
	2011	2012E	2013E	2014P
<b>Total Ingresos</b>	27,9%	28,5%	30,0%	27,8%
Ingresos Corrientes	26,9%	27,5%	29,0%	27,8%
Ingresos de Capital	1,0%	1,0%	1,0%	0,0%
<b>Total Gastos y Concesión Neta de Préstamos</b>	39,5%	44,0%	41,5%	43,2%
<b>Total Gastos</b>	37,9%	42,5%	40,0%	40,6%
Gastos Corrientes	29,6%	33,0%	31,5%	29,9%
Gasto de Capital	8,3%	9,0%	8,5%	7,6%
Gasto Extrapresupuestario	0,0%	0,5%	0,0%	0,6%
Concesión Neta de Préstamos	1,6%	1,5%	1,5%	0,0%
<b>Superávit o Déficit Primario</b>	-9,4%	-13,0%	-8,7%	-12,2%
<b>Superávit o Déficit Corriente</b>	-2,7%	-5,5%	-2,5%	-2,1%
<b>Superávit o Déficit Financiero</b>	-11,6%	-15,5%	-11,5%	-15,4%
<b>Financiamiento</b>	11,6%	15,5%	11,5%	-15,4%
Interno	9,2%	13,0%	8,5%	-11,4%
Externo	2,4%	2,5%	3,0%	-4,0%

Fuentes: Ministerio de Planificación y Finanzas y Ecoanalítica

Los importantes déficits se han traducido a su vez en un incremento del endeudamiento. Según el Ministerio de Finanzas, al cierre del 3T2013, la deuda del Gobierno Central totalizó US\$110.653 millones, lo que equivale a un alza de 9,6% comparado con el mismo período de 2012; donde el crecimiento de la deuda interna fue de 16,3%, mientras que la externa tuvo un crecimiento de 0,8%. En **Ecoanalítica** calculamos que desde la perspectiva del sector público, la deuda total alcanzó US\$259.126 millones al cierre de 2013, equivalente a 82,1 puntos del PIB.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Deuda Pública (% del PIB)

	2012	2013 E	2014P
<b>Gobierno Central:</b>	27,5	35,1	38,4
Interna	15,6	21,2	26,0
Externa	11,9	13,9	12,4
<b>Pdvsa</b>	10,5	13,7	13,8
<b>Fondo Chino</b>	10,5	7,1	5,7
<b>Nacionalizaciones</b>	5,7	4,3	4,1
<b>Sub Total</b>	<b>47,0</b>	<b>60,3</b>	<b>62,0</b>
<b>Financiamiento del BCV a Entes Públicos*</b>	11,0	21,8	21,9
<b>Total</b>	<b>58,0</b>	<b>82,1</b>	<b>83,9</b>

Fuentes: BCV, MF, Pdvsa y Ecoanalítica

La estrategia de financiamiento del déficit a través de deuda, sobre todo interna, tiende a generar incentivos para usar la devaluación del tipo de cambio como un mecanismo de corrección fiscal, dado que esto permite diluir la deuda en bolívares (expresada en dólares), además de incrementar los ingresos del Ejecutivo en nuestra moneda. En 2013, gracias a una devaluación de 46,1%, el Ejecutivo redujo el déficit del sector público en 9,8 pp del PIB.

Con un déficit que ronda el 11,5%, la contracción de la entrada de divisas y el estancamiento de la producción petrolera, así como la escalada del tipo de cambio no oficial, la medida lógica para sanear un poco las cuentas fiscales y equilibrar el mercado cambiario es una devaluación global.

Sin embargo, el gobierno ha decidido poner en práctica lo que llamamos “una devaluación en cámara lenta”. En **Ecoanalítica** nos planteamos calcular el efecto sobre las finanzas públicas si se hubiera realizado una devaluación global y el efecto de las medidas que se toman en la actualidad, que según declaraciones del ministro Ramírez, establecen que solo se venderá el 18,0% de las divisas al tipo de cambio Sicad.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Ingresos mensuales por devaluación a un TC de VEB 11,4/US\$ (VEB millones)

Impuesto sobre la renta (Pdvs y asociaciones con terceros)	3.069
Renta de hidrocarburos (Regalías, Impuestos Extracción y Explotación)	7.476
Impuesto por precios extraordinarios y exorbitantes	5.495
Impuesto sobre importaciones	1.558
Nuevo endeudamiento externo	2.530
<b>Efecto sobre ingresos</b>	<b>20.128</b>
Intereses	1.637
Amortización	1.043
Ejecución extrapresupuestaria	1.026
<b>Efecto sobre gastos</b>	<b>3.706</b>
<b>Efecto neto mensual</b>	<b>16.422</b>

Fuente: MF, Pdvs, Seniat y Ecoanalítica

Según nuestros cálculos, en el caso de una devaluación total, los ingresos fiscales adicionales rondarían los VEB 197.058 millones, lo que permitiría cerrar 2014 con un déficit fiscal en torno al 7,5% del PIB. En **Ecoanalítica** estimamos que el déficit del SPR cerrará el año en torno a 15,4%.

Otra alternativa es el aumento de la alícuota del Impuesto al Valor Agregado (IVA). En **Ecoanalítica** estimamos que un incremento del gravamen del 12,0% al 15,0% implicará una expansión de los ingresos gubernamentales alrededor de 2,0 pp del PIB (US\$5.572 millones), pero repercutirá en el dinamismo de la actividad comercial.

De igual manera, el efecto positivo que tendría un incremento del IVA en la recaudación podría ser neutralizado por la implementación de la Ley Orgánica de Precios Justos (LOPJ), que limitaría las ganancias influyendo negativamente sobre la recaudación por Impuesto Sobre la Renta (ISLR)

En 2014 el Ejecutivo seguirá apoyándose en el endeudamiento interno sustentado principalmente por la estructura de control de cambios que genera excedentes de liquidez. La consecuencia más evidente de este mecanismo, además del financiamiento del BCV a Pdvs, es el alza de la tasa de inflación que, seguiremos viendo este año.

El mantenimiento de la política fiscal durante el año en curso supondrá que el país continuará con un nivel de endeudamiento creciente, un deterioro de la gestión pública y



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

el uso recurrente del financiamiento monetario y llevará, tarde o temprano, al uso de la devaluación como mecanismo de generación de ingresos adicionales.

## El costo del crimen

La mayor incidencia del comportamiento criminal y violento en los últimos años se ha convertido en una gran preocupación en todo el mundo. La violencia y la delincuencia amenazan la estabilidad social y se convierten en un obstáculo para un desarrollo sostenible. La preocupación con respecto al crimen no solo repercute en la calidad de vida de los ciudadanos, sino que también tiene efectos perniciosos en la actividad económica.

Dentro de la literatura económica del crimen destaca el paradigma de Becker, según el cual un acto criminal resulta de una decisión racional basada en un análisis costo-beneficio, donde los beneficios esperados son la diferencia entre el botín y el costo de oportunidad del crimen y los costos, por otro lado, son las penalidades impuestas para castigar a los criminales. Otros estudios, como el de Levitt (1996,1997), encuentran un efecto significativo de la vigilancia policial y del castigo en la reducción del crimen. El tema educacional en la reducción del crimen es controversial; sin embargo, muchos estudios consideran que es un área clave para el descenso del mismo.

Los costos e impactos negativos de la delincuencia en la sociedad pueden manifestarse de diferentes maneras. En primer lugar, puede resaltarse el efecto de una elevada tasa de criminalidad en el crecimiento económico de un país. Un estudio del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) mostró que la inversión había caído como consecuencia de la violencia en un 1,3% en México, 2,0% en Colombia, 2,2% en Brasil y 2,4% en Venezuela.

Otro tipo de costo es aquel que corresponde a las partidas de gasto público destinadas a cubrir diferentes ámbitos relacionados con la criminalidad, como los gastos de mantenimiento del sistema penitenciario, servicios judiciales, gasto en policía, entre otros. En Venezuela, se optó por incrementar el gasto en seguridad en el presupuesto 2014, pero dentro de esta partida se destina para este año menos recursos a dotación y



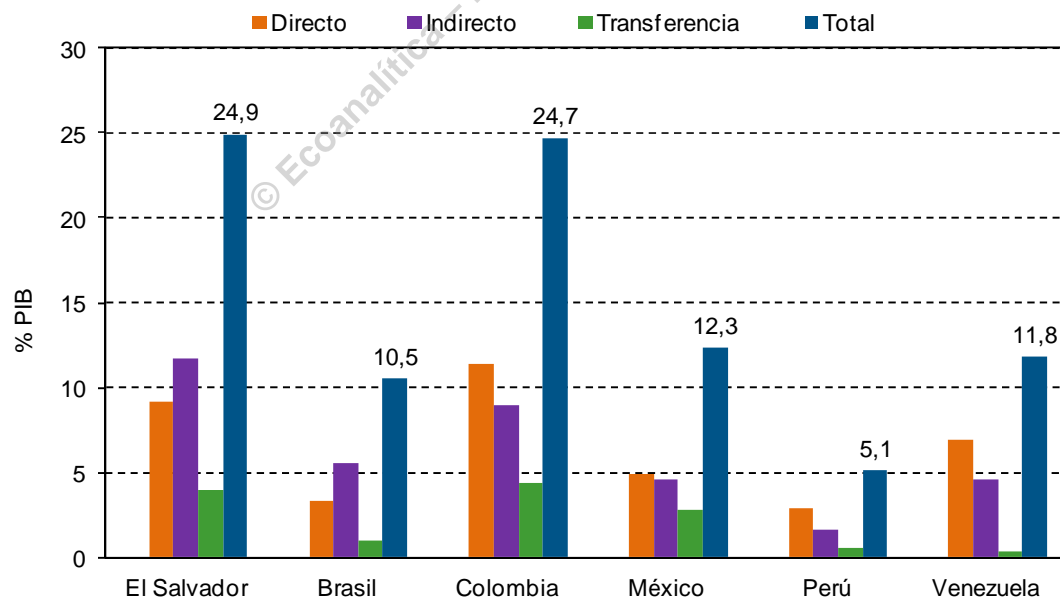
# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

equipamiento, supervisión y adecuación de los cuerpos de policía, en particular el segundo reglón mencionado disminuye en 40,4% en términos nominales.

Para el conjunto de América Latina, algunas proyecciones apuntan a que el costo de la violencia ronda el 12,1% del Producto Interno Bruto (PIB) regional. Estos cálculos incluyen diferentes tipos de costos agrupados en costos directos (pérdidas materiales, impacto en salud, gasto público y privado en policía, servicios judiciales y sistemas de seguridad), costos indirectos (productividad e inversión) y transferencias (valor de los bienes perdidos en robos y rescates y sobornos pagados a secuestradores). Para el caso de Venezuela el costo total de la violencia al momento del estudio era de 11,8% del PIB y, dado que la inseguridad en el país ha aumentado, en **Ecoanalítica** consideramos que este costo en la actualidad debe ser superior al 12,0%.

## El costo de la violencia para países latinoamericanos



Fuentes: BID y Ecoanalítica

Por otro lado, un estudio realizado por el Centro de Recursos para el Análisis de Conflictos (Cerac) revela que en 2009, la región perdió 331 millones de años de vida, considerando la pérdida de expectativa de vida y la población. Sin el alto número de



## Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

muerres por homicidio, los países en América Latina habrían logrado una ganancia promedio de US\$51 en el PIB per cápita, mientras que en países como El Salvador, Guatemala y Venezuela, este valor habría superado los US\$70 en el PIB per cápita.

Entonces, si el crimen repercute negativamente en el bienestar social y tiene altos costos, ¿por qué Venezuela es uno de los cinco países más violentos del mundo? Una variable importante es la impunidad. Según el Observatorio Venezolano de Violencia (OVV), por cada 100 asesinatos hubo solo 8 detenidos. Es evidente que no hay castigo creíble y con ello se fomenta el crimen.

En el tema de los incentivos, en términos de salarios no hay ningún tipo de estímulo para hacer cumplir la ley. Un oficial de policía del estado Miranda, antes de noviembre del año pasado, ganaba VEB 3.200, apenas VEB 227 por encima del salario mínimo, y es ahora que devenga un salario de VEB 5.880.

Según el OVV, en 2013 ocurrieron 24.763 muertes violentas en el país y una tasa de 79 fallecidos por cada cien mil habitantes, cifra notablemente superior a los 11.342 homicidios de 2003; ese fue el último año para el cual se publicaron cifras oficiales sobre este indicador. En Venezuela, cada vez crecen más los problemas sociales; no es vano entonces señalar que casi siempre en las encuestas el principal problema del venezolano es la inseguridad.

Lamentablemente, lo político influye en este aspecto, ya que siempre se pretende implementar medidas puntuales al momento que el problema toma unas proporciones mayores. La presencia militar en actividades de seguridad ciudadana es limitada y posiblemente solo tendrá un efecto de corto plazo. La reducción del crimen exige el esfuerzo y la cooperación de los gobiernos municipal y central y el diseño de nuevas políticas públicas que aumenten el costo de cometer un crimen y refuercen la credibilidad de las penalizaciones.



## Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

### La política cambiaria en Venezuela: ¿ancla de precios o ancla de la competitividad?

El éxito de toda industria suele depender de la eficiencia de sus gerentes, sin embargo, también depende del entorno macroeconómico y normativo. A través de la intervención en el mercado cambiario un Gobierno puede asegurar una ventaja competitiva para su industria nacional o evitar que la desaceleración de la demanda en los mercados internacionales golpee fuertemente a su industria exportadora. Para ello, los gobiernos buscan estimar indicadores de competitividad internacional, así como alcanzar los valores óptimos de variables macroeconómicas que ayuden a impulsar la industria. Un indicador indispensable al momento de evaluar la competitividad de la industria nacional, es el tipo de cambio real (TCR).

El TCR nos permite verificar el comportamiento de los precios de la economía en relación con los precios externos, lo cual nos da luces acerca de cuán competitivas son nuestras exportaciones. Un TCR apreciado hace que cada bolívar pueda comprar más bienes en el extranjero que en nuestra economía, estimulando las importaciones, mientras que, un TCR depreciado, los bienes producidos en la economía local son más baratos que en el extranjero, haciendo nuestras exportaciones más competitivas.

Al mismo tiempo, el TCR expresa el precio relativo de los bienes transables en términos de los no transables. De manera que un tipo de cambio real apreciado, refleja una menor rentabilidad del sector transable, y esto puede llevar a una mayor asignación de recursos hacia el sector no transable.

En **Ecoanalítica** estimamos que el TCR de equilibrio de la economía venezolana ronda los VEB 16,6/US\$, lo que implica que los tipos de cambio de Cencoex de las subastas de Sicad e incluso el tipo de cambio ponderado de la economía (estimado en VEB 14,9/US\$ para este año) están sobrevaluados.

Para saber si las variaciones del tipo de cambio conducen a una mejora o una desmejora de la competitividad de la industria se construye un índice de TCR, que indica la desviación del tipo de cambio oficial del TCR de equilibrio. Que este índice se encuentre por encima de un valor de 100 significa que la moneda está subvaluada. Si por el



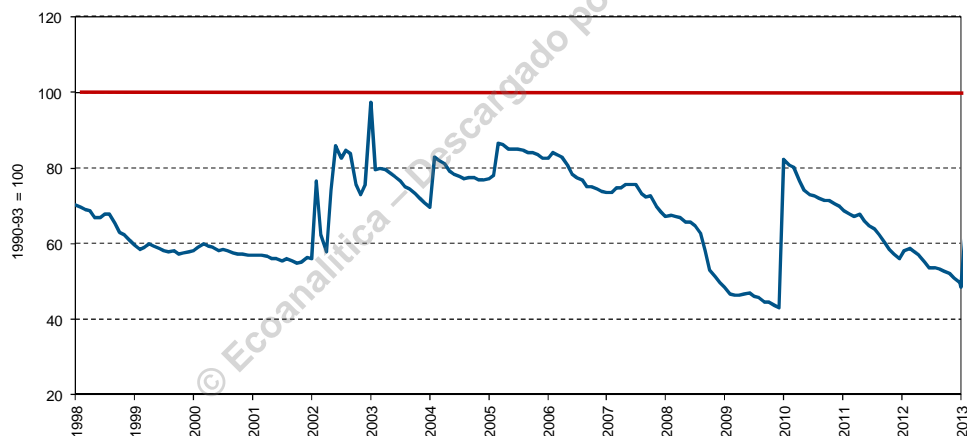
# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

contrario, el TCR se ubicara por debajo de 100, sabremos que la moneda local está sobrevaluada.

Aunque la preocupación del venezolano se ha centrado en la evolución del tipo de cambio nominal, que se ha depreciado fuertemente en la última década (de VEB 1,6/US\$ en 2003 a VEB 6,3/US\$ en 2013), durante la mayor parte de este período el nominal se mantuvo sobrevaluado, perjudicando la competitividad nuestra industria.

Índice de Tipo de Cambio Real de Ecoanalítica



Fuentes: Bloomberg y Ecoanalítica

La política de tipo de cambio fijo, la principal causante de la sobrevaluación, ha llevado a incentivar la demanda de bienes importados en detrimento de la producción nacional. Por su parte, el ancla de tipo de cambio y el surgimiento de mecanismos de asignación de divisas llevaron al surgimiento de un mercado paralelo de divisas que se ha vuelto marcador de los precios de reposición, ante la poca credibilidad que tienen las políticas económicas del Gobierno.

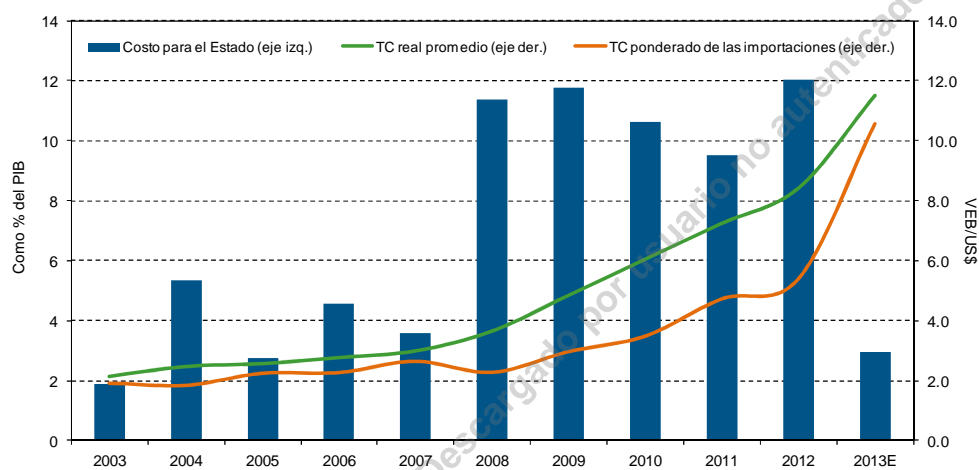
Como resultado, tenemos una altísima inflación, un tipo de cambio que no ayuda a la industria nacional a ser competitiva y un Gobierno que perdió la oportunidad de obtener cerca de 6,9 puntos del PIB anualmente si hubiera asignado dólares a una tasa de cambio cercana a la de equilibrio.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

El costo de la sobrevaluación



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

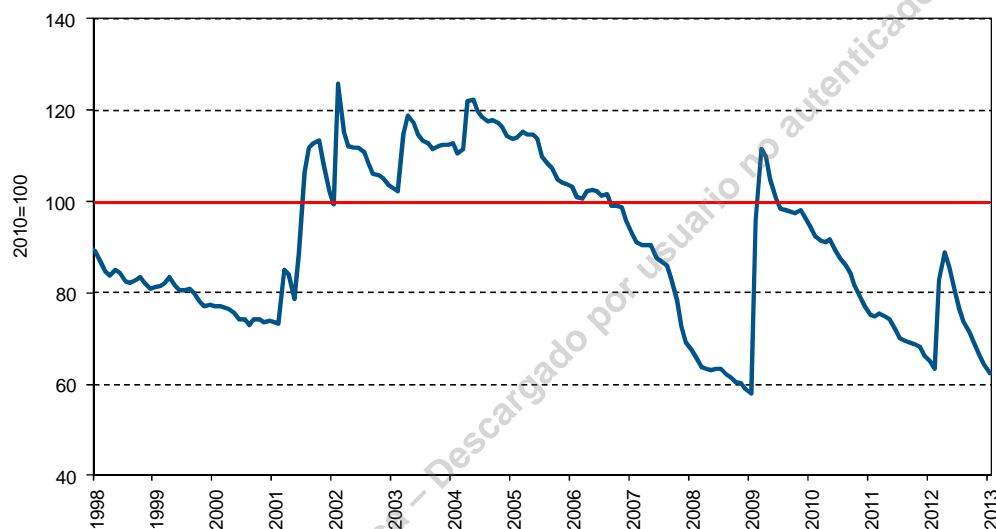
Al cierre de diciembre de 2013 Venezuela se ubicaba como el país con la moneda más sobrevaluada del mundo de acuerdo con la medición del índice de TCR del Banco de Pagos Internacionales (BPI). De acuerdo con el BPI el bolívar se encontraba 55,0% por encima de su valor de equilibrio (de VEB 9,8/US\$ de acuerdo con dicha entidad).



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

Índice de tipo de cambio real efectivo de Basilea



Fuentes: Banco Pagos Internacionales y Ecoanalítica

Cabe destacar que el índice calculado con el BPI usa como período base el año 2010, en el cual el tipo de cambio se mantuvo fijo y por debajo del valor de equilibrio —de acuerdo a nuestras estimaciones—, haciendo que este índice subestime la sobrevaluación de la moneda.

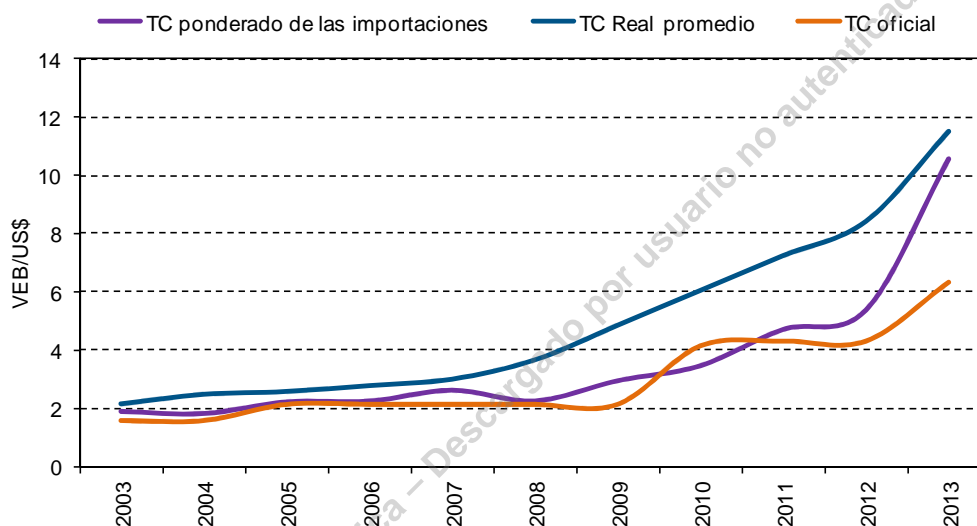
A pesar de que el tipo de cambio oficial se ha mantenido muy por debajo del TCR de equilibrio, los sistemas complementarios, el mercado permuta y el paralelo han acercado el tipo de cambio promedio al que se financian las importaciones al TCR, suavizando la pérdida de competitividad.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Aún hay espacio para un ajuste cambiario hacia el TCR



Fuentes: BCV, Bloomberg y Ecoanalítica

Esto refleja que el ajuste hacia un tipo de cambio competitivo no depende solamente del tipo de cambio oficial, sino de las otras opciones que brinde el mercado cambiario. En **Ecoanalítica** vemos viable que el Gobierno busque deslizar la tasa Sicad hacia el valor de equilibrio del TCR este año, que estimamos promediará los VEB 18,0/US\$.

En **Ecoanalítica** estimamos que dependiendo del grado de intervención del Gobierno en el nuevo sistema complementario de administración de divisas, su tasa pudiera ubicarse entre \$VEB 25,0/US\$ y VEB 50,0/US\$, pudiendo convertirse en un mecanismo para financiar el mantenimiento del tipo de cambio de VEB 6,3/US\$ asignados por Cencoex.

En **Ecoanalítica** debemos señalar que aunque las correcciones del tipo de cambio en Venezuela tienden a favorecer la estabilidad fiscal y la competitividad del sector industrial, deben venir acompañadas de medidas que busquen combatir las verdaderas causas de nuestra pérdida de competitividad: la alta inflación, la falta de infraestructura de transporte, las trabas burocráticas y el complicado acceso a las divisas. Mientras estos factores permanezcan, devaluación y sobrevaluación serán una constante.



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## Principales variables macroeconómicas de Venezuela

Variables	2013	Estimado	(Último dato)
		2014	
Precio del petróleo (Promedio Cesta Venezolana)	101,15	95,2	97,6
PIB Total (% Anual)	1,6	-1,0	1,6
PIB Petrolero (% Anual)	1,1	1,3	1,1
PIB No Petrolero (% Anual)	2,1	-0,8	2,1
IPC-Caracas (%)	52,7	76,1	51,5
INPC (%)	56,2	75,4	56,2
IPM (%)	52,3	86,8	52,3
Tipo de cambio oficial (fin de año)	4,30	11,00	6,30
Tasas activas	15,6	18,2	16,4
Tasas pasivas	12,6	11,8	14,7
Liquidez monetaria (VEB MMM)	1209	2.220	1.274
Reservas Internacionales (US\$ MMM)	21,5	25,6	21,7
Desempleo (%) (promedio)	7,9	8,4	5,6

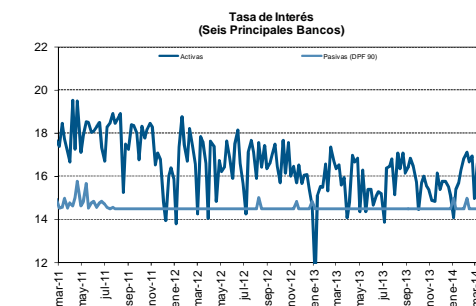
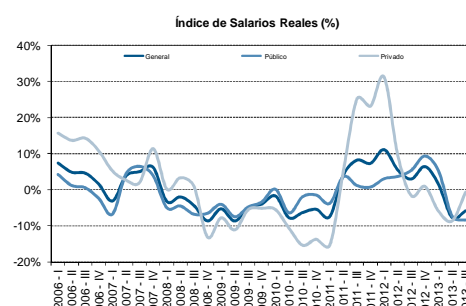
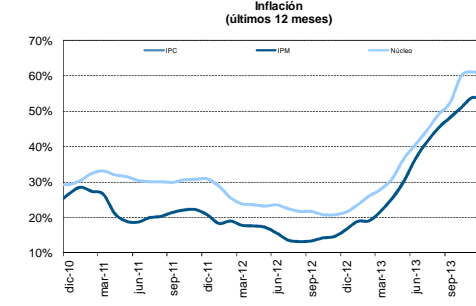
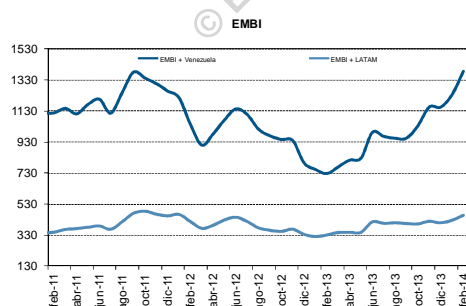
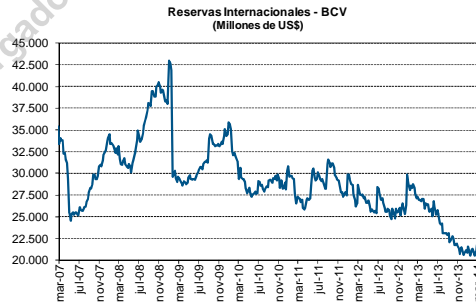
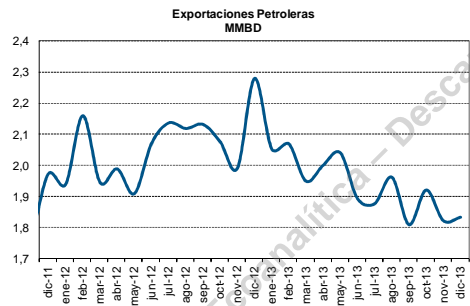
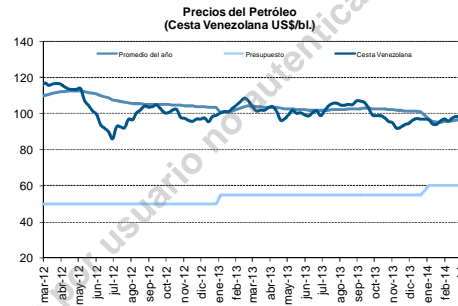
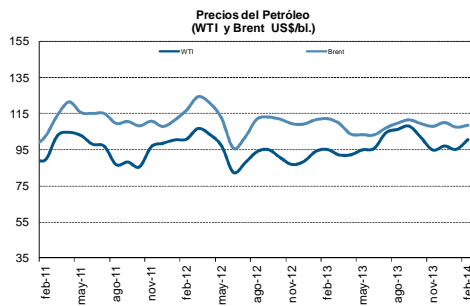
Fuente: Ecoanalítica



# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

## INDICADORES ECONÓMICOS





# Informe: Entorno y Política Cambiaria

Coyuntura, SITME, Cadivi y lo demás

