ENTORNO Y POLÍTICA CAMBIARIA
Año 10. Número 04.
Mayo 2014
Prohibida su reproducción y/o distribución

Ecoanalítica

10 años acompañando las buenas decisiones

En esta edición:

Liquidaciones de Cadivi: La escasez de 2013 2
Indicadores cambiarios 7
Reporte de la deuda de Venezuela y Pdvsa 9
El precio de la gasolina: un subsidio sin sentido 15
La dolarización: más que una solución una ilusión 18
El mercado laboral: más allá de los salarios 20
Principales variables macroeconómicas de Venezuela 25

© Ecoanalítica. Descargado por usuario no autenticado

En mayo, usted debe tener en cuenta:

- **Los fondos ahora son de todos.** El presidente Nicolás Maduro aseguró que el Gobierno cuenta con importantes recursos en divisas en mecanismos como el Fondo Chino, el Fonden, el fondo Mercosur-ALBA y que pronto se anunciará como el sector público y el privado podrán acceder a estos "sin intermediarios".
- **El Balance.** Según el presidente del Centro Nacional de Comercio Exterior (Cencoex), Alejandro Fleming, entre enero y abril se han liquidado US$5.648 millones para importaciones (prioritarias y no prioritarias), incluyendo aquellas que se llevan a cabo a través de los mecanismos de compensación de la Aladi y Sucre.
- **¿Y Sicad II?** En total US$1.390 millones han sido ofrecidos a través del Sicad II entre el 24 de marzo y el 8 de mayo de este año, a un tipo de cambio ponderado de VEB 49,9/US$. Hasta ahora el 89,9% de lo ofrecido a través del Sicad II proviene del sector público y sólo 10,1% ha sido oferta privada.
- **Actualizan los precios.** Como hemos comentado los controles de precios están pasando la factura, especialmente generando una escasez estructural en el país. Como una primera tímida flexibilización, un pequeño grupo de alimentos sufrieron un alza en su precio a la venta, el kilogramo (Kg) de pollo entero aumentó 129,6%, el Kg de azúcar refinada subió 96,7%, y el kilogramo de arroz blanco del tipo I, II y III se incrementó 31,9%, 31,8% y 32,2% respectivamente. De tal manera recomendamos estar atentos a las futuras publicaciones de la Sundee, ya que esperamos que a lo largo de este año continúen las actualizaciones de precios.
- **Rumores que ayudan.** En el mes de abril la devaluación a través del Sicad II y los rumores sobre ajustes en el precio de la gasolina, la reforma fiscal y la unificación cambiaria contribuyeron al incremento en los precios de la deuda de Pdvsa y Venezuela. Sin embargo, las medidas económicas que se concreten en las próximas semanas y la posible oferta de bonos a través del Sicad II será el principal determinante para la evolución de los mismos durante mayo.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.net
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

Liquidaciones de Cadivi: La escasez de 2013

En materia cambiaria, 2013 se caracterizó por tres elementos clave: i) La devaluación a principios del año y eliminación del Sistema de Transacciones con Títulos en Moneda Extranjera (Sitme), ii) La paralización en la entrega de divisas por parte de la Comisión de Administración de Divisas (Cadivi) y varios intentos accidentados de subastas del Sistema Complementario de Adquisición de Divisas (Sicad I) que condujeron a que las cifras de escasez repuntaran a niveles récords y iii) La inacción del gabinete económico en implementar políticas necesarias como la apertura cambiaria definida apenas en el primer trimestre de este año (1T2014). En conjunto, dichos factores crearon una situación crítica, reflejada en un diferencial cambiario jamás visto y que cerró 2013 en 917,9%.

Desde el 2004, Cadivi publicó trimestralmente las cifras de liquidaciones de divisas; sin embargo, el año pasado, la no publicación por parte de esta institución fue la norma. Cabe destacar que no fue el único organismo en retrasar o no hacer pública ciertas cifras; igual fue el caso del Banco Central de Venezuela (BCV) con los indicadores de inflación y escasez. Después de una larga espera, el Ministerio de Finanzas (MF) presentó su Memoria y Cuenta para 2013, donde detalla, entre algunas cosas, las estadísticas de reparto de divisas por parte de Cadivi.

©Ecoanalítica – Descargado por usuario no autorizado

Lo clave ¿cuánto liquidó Cadivi?

Cadivi autorizó a liquidar un total de US$29.747 millones en 2013 para importaciones, operaciones financieras, tarjetas de crédito y efectivo y otras operaciones; si comparamos el monto con el liquidado en 2012, representa una disminución de 10,3%, equivalente a US$3.407 millones. El año pasado el mayor porcentaje de liquidación correspondió al reglón importaciones (71,0%) que alcanzó la cifra de US$21.128 millones; sin embargo, vale la pena destacar que las mismas sufrieron una contracción de 18,8%. Por lo tanto, no debería asombrar la actual escasez estructural que vive el país, que aunque el BCV no ha publicado cifras de febrero y marzo, aunque extraoficialmente se conoce la cifra de escasez del mes de marzo fue de 29,4%.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.net
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

Divisas autorizadas (US$ MM)			
Conceptos	Total		Var.
	2013	2012	2012/2013
Importaciones ordinarias	14.948	18.180	-17,8%
Convenio ALADI	5.469	5.085	7,6%
Sucre	711	2.754	-74,2%
Total importaciones	**21.128**	**26.018**	**-18,8%**
Operaciones financieras	1.288	1.464	-12,0%
Otras operaciones	2.218	2.342	-5,3%
Tarjetas de crédito y efectivo	5.113	3.331	53,5%
Total autorizado	**29.747**	**33.154**	**-10,3%**

Fuentes: Memoria y Cuenta MF y Ecoanalítica

Por un lado, dentro de las importaciones, destacan la caída de 17,8% de las ordinarias y la variación de -74,2% (a/a) de las operaciones a través del Sistema Unitario de Compensación Regional (Sucre). Por el otro, sorprende el aumento en el ítem de tarjetas de crédito y efectivo (52,3%), que representó el 17,2% del total de divisas autorizadas a liquidar.

Alimentos es lo más importante

Cadivi autorizó un monto total de US$14.948 millones al cierre de 2013 por concepto de importaciones ordinarias, de los cuales el 50,5% se dirigió a los sectores alimentos y salud, dejando en evidencia que los bienes de primera necesidad tienen prioridad dentro de la distribución de recursos. A pesar de que la mayoría de las divisas está destinada a estos dos sectores, el sector alimento, cuyo peso dentro de las importaciones es de 31,0%, recibió el año pasado 4,5% menos que en 2012; y si comparamos 2012 vs 2011, el mismo reglón experimentó un aumento de 8,7%.

Importaciones ordinarias (US$ MM)				
Sector económico	Total			Var.
	2013	2012	2011	2012/2013
Alimentos	4.624	4.844	4.454	-4,5%
Salud	2.928	3.721	4.448	-21,3%
Resto de los sectores	7.396	9.615	10.651	-23,1%
Importaciones ordinarias	**14.948**	**18.180**	**19.554**	**-17,8%**

Fuentes: Memoria y Cuenta MF y Ecoanalítica

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autorizado

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.net
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

Para el caso del sector salud, la situación fue aun peor. Las liquidaciones de divisas cayeron 21,3% el año pasado, si lo comparamos con el mismo periodo en 2012. El resto de los sectores que representan 49,5% del total de las importaciones ordinarias dejaron de recibir US$2.219 millones. En enero la deuda que han señalado representantes del sector farmacéutico asciende a los US$3.500 millones y si se sumaban los atrasos con las empresas que adquieren equipos, las obligaciones superaban los US$4.000 millones. Esa mora se ha reflejado en las fallas de abastecimiento de medicamentos y de materiales.

Es evidente entonces que la falta de productos va más allá de los problemas ocasionados por las guarimbas y protestas, como declaró recientemente el presidente del BCV, Nelson Merentes. Vale la pena destacar que en la última Memoria y Cuenta el MF realizó un mayor desglose de los sectores automotor, químico, comercio, maquinaria y equipos, que pone en evidencia que muy probablemente las liquidaciones para estas áreas tampoco vieron la luz al final del túnel.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

¿Y en dónde quedan las otras operaciones?

En 2013 Cadivi destinó US$2.219 millones para el renglón otras operaciones, una disminución de 5,3% con respecto al año 2012, equivalente a US$124 millones. Los casos especiales, jubilados, telecomunicaciones, consulados y embajadas, estudiantes y remesas familiares representaron el 48,7% del total de Otras operaciones.

Entre aquellos conceptos que experimentaron una mayor contracción se encuentra telecomunicaciones (-30,5%), casos especiales (-55,1) y consulados y embajadas (-14,2%). No obstante, remesas familiares incrementó sus liquidaciones en 23,5% el año pasado, al igual que las divisas destinadas para el gasto de estudios en el exterior.

Divisas autorizadas a otras operaciones
(US$ MM)

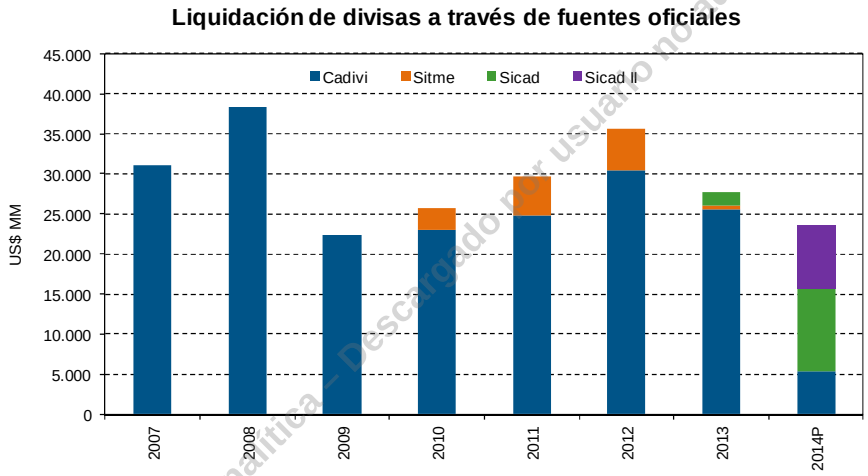
Conceptos	Total		Var.
	2013	2012	2012/2013
Remesas familiares	1.080	874	23,5%
Estudiantes	526	441	19,3%
Casos Especiales	275	613	-55,0%
Telecomunicaciones	156	224	-30,5%
Jubilados	104	99	4,4%
Consulados y embajadas	78	91	-14,2%

Fuentes: Memoria y Cuenta MF y Ecoanalítica

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.net
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

2013: escasez de divisas

Las malas decisiones han restringido el acceso a divisas mediante los mecanismos oficiales. En 2013 el único suplidor de dólares fue prácticamente Cadivi, ya que las subastas de Sicad I arrancaron tarde en el año y sus cifras de liquidación no son comparables con las del Sitme. Un dato elocuente es que en 2012 la oferta de divisas (Cadivi, Sitme y alternativo) fue de US$107,7 millones diarios, mientras al cierre de 2013 se habían asignado US$85,5 millones. En definitiva, no puede disfrazarse la restricción de divisas que se experimentó el año pasado y menos aún la inacción del Gobierno en crear válvulas de escape que oxigenarían la economía.



Fuentes: Ecoanalítica

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Y ahora en 2014: Sicad II

Aunque la sed por divisas aún es muy grande, es de esperarse que, de mantenerse una mínima intervención en el Sicad II, la devaluación en este mecanismo —así como de la tasa Cencoex— lleve a una corrección en la demanda de divisas para importaciones de bienes y servicios también en 2015, ampliando un poco más el saldo positivo en cuenta corriente y despejando la dudas sobre si los dólares serán suficientes el año que viene.

Luego de casi un semestre en espera y de la implementación de medidas poco funcionales, el mercado permuta -mecanismo por el que todos clamaban- ya es toda una realidad. El nuevo nicho de mercado comenzó a operar con una tasa alta y fluctuante cercana a la del mercado paralelo, lo que indica que el Gobierno busca, por un lado, corregir la demanda e incentivar la oferta de los privados y, por el otro, aliviar el peso que recae sobre los hombros de Pdvsa y el BCV; la primera obligada a vender

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.net
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

dólares a una tasa artificialmente barata y el segundo a financiar los bolívares que deja de percibir la petrolera.

Todo parece indicar que el Sicad II está funcionando como un sistema de subastas controlado por el BCV y Pdvsa, lo cual es una mejora frente al *statu quo*. Hasta los momentos a través de Sicad II se han aprobado US$1.390,2 millones, de los cuales el 89,8% ha provenido del sector público, un promedio de US$43,2 millones. No obstante, la caída del tipo de cambio paralelo -no solo en su cotización, sino en su peso dentro de la economía- dependerá de que continúe una oferta representativa en este nuevo mercado. Asimismo la liquidación ha presentado muchos retrasos, incluso más de las 72 hrs que estipula el convenio, presionando al alza el tipo de cambio paralelo.

El Sicad II, tal como hasta ahora se ha planteado, representa un paso en la dirección correcta. Pero hace falta más. Para que la medida tenga éxito debe venir acompañada de acciones adicionales:

1. Una revisión de la política monetaria y de la dominancia fiscal que impera en Venezuela. El esquema está condenado al fracaso, si el BCV continúa con la política de financiamiento monetario a empresas públicas no financieras, especialmente Pdvsa.
2. Una revisión exhaustiva de la política de controles de precios que indique cómo se engrana esta "apertura cambiaria" con la recién publicada Ley de Costos y Precios Justos, lo cual es clave para reducir la escasez.
3. Garantizar los derechos de propiedad, si de verdad se quiere atraer capital.
4. Revisar el modelo y la política petrolera, especialmente lo relativo a los subsidios (internos y externos).

© Ecoanalítica descargado por usuario no autenticado

Asdrúbal Oliveros
Jessica Grisanti

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.net
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

Indicadores cambiarios

M2/RRII

Las cifras preliminares del mes de abril señalan que el indicador M2/RRII cerró en un tipo de cambio cercano a VEB 65,2/US$, cifra superior en 7,4% a la registrada en el mes de marzo. Este resultado obedece, en principio, a que las reservas internacionales se redujeron 5,7% desde finales de marzo; mientras que la liquidez aumentó 1,3% en el mismo período.

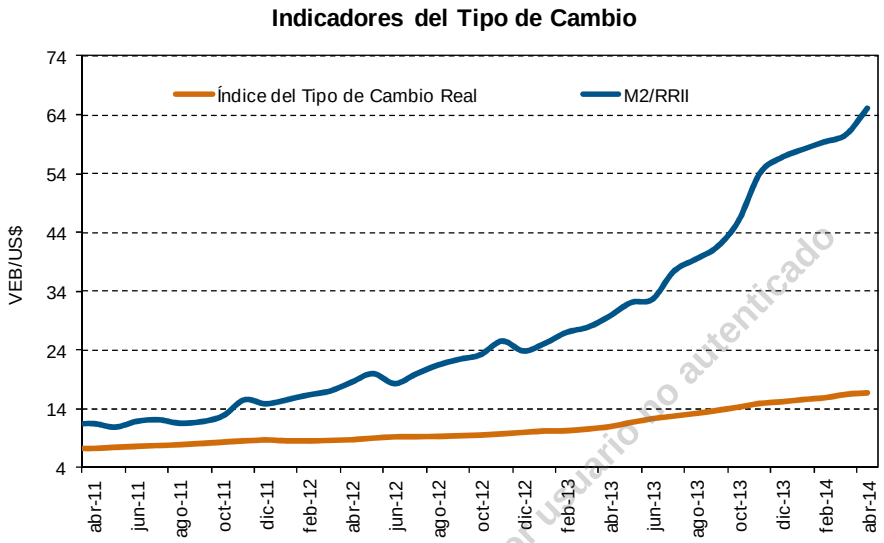
En cuanto a la variación interanual, las reservas internacionales registran una caída de 20,9% con respecto a abril de 2013, mientras que observamos que la liquidez ha tenido un crecimiento interanual de 72,9%. Claramente, un aumento exagerado de la liquidez y una posición menor de reservas ha hecho que el tipo de cambio financiero se haya depreciado 118,6%, desde abril de 2013 cuando el indicador M2/RRII cerró en VEB 29,8/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 abril un 51,9% con respecto a abril de 2013, al pasar de 11,1 VEB/US$ a 16,8 VEB/US$ y 1,7% con respecto al pasado mes de marzo.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autorizado

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.net
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Oferta a través de Sicad II (US$ MM)

Día	Total diario	Sector Público	(%)	Sector Privado	(%)
01/04/2014	56,8	51,2	90,1	5,6	9,9
02/04/2014	44,5	43,0	96,6	1,5	3,4
03/04/2014	16,1	14,9	92,5	1,2	7,5
04/04/2014	17,9	16,1	89,9	1,8	10,1
07/04/2014	19,6	18,3	93,4	1,3	6,6
08/04/2014	28,9	27,6	95,5	1,3	4,5
09/04/2014	31,0	29,3	94,5	1,7	5,5
10/04/2014	19,6	19,1	97,4	0,5	2,6
11/04/2014	36,6	35,8	97,8	0,8	2,2
14/04/2014	10,8	9,6	88,9	1,2	11,1
15/04/2014	86,1	84,0	97,6	2,1	2,4
16/04/2014	79,9	78,2	97,9	1,7	2,1
21/04/2014	70,6	69,1	97,9	1,5	2,1
22/04/2014	85,0	79,5	93,5	5,5	6,5
23/04/2014	50,1	46,7	93,2	3,4	6,8
24/04/2014	45,7	41,9	91,7	3,8	8,3
25/04/2014	40,5	39,1	96,5	1,4	3,5
28/04/2014	41,1	39,4	95,9	1,7	4,1
29/04/2014	40,8	40,0	98,0	0,8	2,0
30/04/2014	41,3	40,2	97,3	1,1	2,7
	862,9	**823,0**	**95,4**	**39,9**	**4,6**

Fuente: Ecoanalítica

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.net
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

Reporte de la deuda de Venezuela y Pdvsa

Por: Knossos Asset Management

En el mes de abril los precios de la deuda de Venezuela y Pdvsa se recuperaron sustancialmente debido a las señales de pragmatismo en el plano económico dadas por el Gobierno. Factores como la magnitud de la devaluación a través del Sicad II, el fuerte rumor de un aumento del precio de la gasolina, así como la posibilidad de una reforma fiscal y la unificación cambiaria podrían corregir en parte los desajustes económicos y por ende mejorar el riesgo de crédito. Paralelamente, el diálogo entre el Gobierno y la oposición junto con la disminución de las protestas de calle, ayudó a impulsar los precios de la deuda. La tendencia fue de una fuerte alza en el periodo, incluso después de una toma de ganancia (luego de un aumento de 7,0%) por parte de los inversionistas. Adicionalmente, el conflicto con Rusia y sus posibles sanciones generó presión en los precios de la deuda durante la penúltima semana del mes. Sin embargo, las sanciones aplicadas a Rusia fueron leves y como consecuencia los precios repuntaron al finalizar abril. El precio del Venezuela 2027 terminó 10,06% arriba con respecto al mes anterior, una subida no vista desde febrero del 2012.

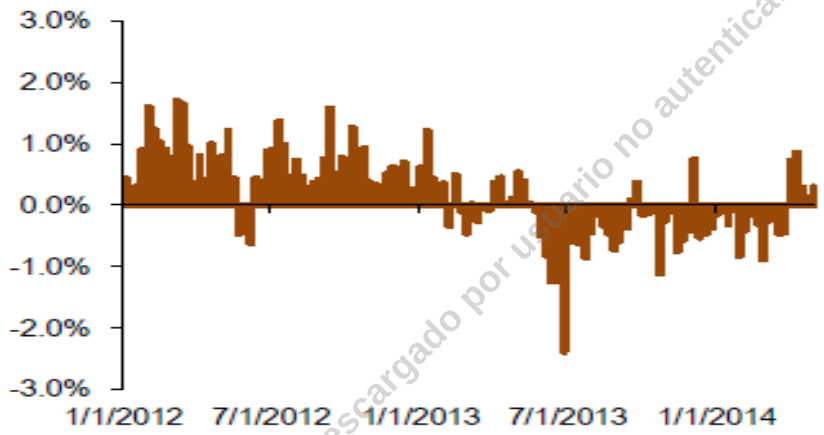
Ecoanalítica – Descargado por usuario no autorizado

Evolución del precio del bono Venezuela 2027 durante abril 2014

Fuente: Bloomberg

En línea con lo señalado en el reporte de marzo, el flujo de fondos hacia los mercados emergentes continúa incrementándose. Se ha visto un repunte en las nuevas emisiones, lo cual evidencia una demanda importante en este tipo de activos.

Evolución en los flujos de fondos de mercados emergentes

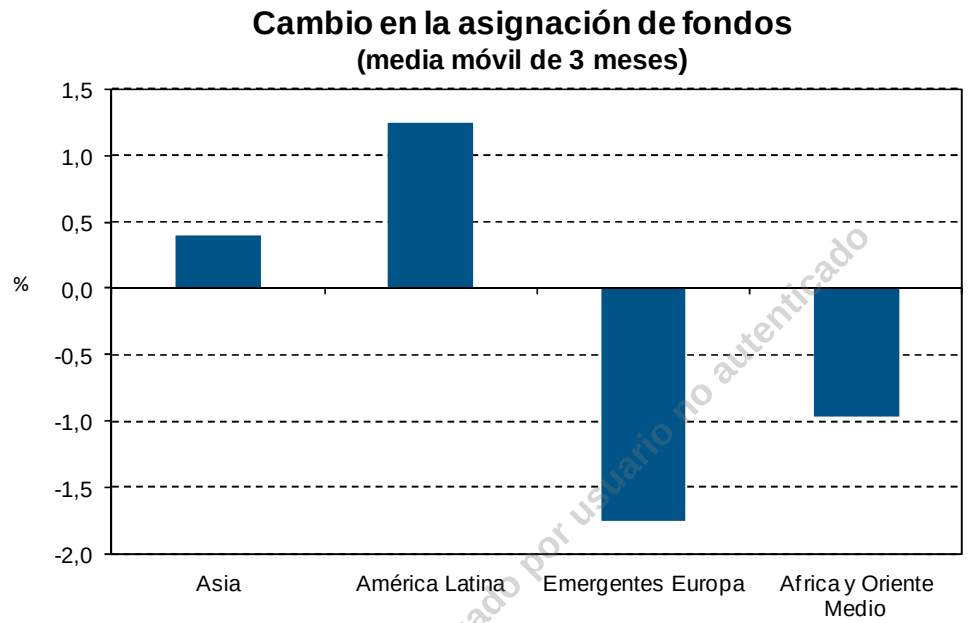


Fuentes: BofA Merril Lynch Global Research

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Sumado a lo anterior, se ha dado una redistribución de los fondos invertidos en mercados emergentes durante el primer trimestre de este año. Dicha redistribución beneficia a América Latina y podría estar generando una demanda adicional de la deuda de Venezuela y Pdvsa. Las alternativas de alto rendimiento soberano (mayor a 1000 puntos básicos) son Ucrania y Argentina, cada uno con sus complicaciones particulares, razón por lo cual Venezuela encaminada (tímidamente) en la senda del pragmatismo económico está generando mucho interés.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.net
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7



Fuentes: Knossos y Ecoanalítica

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Desempeño del mes

Los precios de todos los títulos de deuda de Venezuela y Pdvsa subieron en el mes de marzo a excepción del Pdvsa 2026, como se comentó anteriormente, debido a la oferta proveniente del Sicad II. También, a diferencia del mes de febrero, los precios de los bonos con mayor cupón como son Pdvsa y Venezuela 2022 fueron los que aumentaron más que el resto de la curva, gracias a la mayor sensibilidad de los precios de estos títulos ante eventos económicos positivos.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.net
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

Desempeño de los bonos de Venezuela y Pdvsa durante el mes de abril

BONO	30/04/2014	31/03/2014	Var %	Chg neto YTD
VENZ 8 1/2 10/08/14	99,89	99,01	0,9	2,02
VENZ 5 3/4 02/26/16	91,39	87,58	4,4	6,82
VENZ 7 12/01/18	83,10	77,44	7,3	6,61
VENZ 13 5/8 08/15/18	105,97	101,35	4,6	6,99
VENZ 7 3/4 10/13/19	82,33	76,56	7,5	7,21
VENZ 6 12/09/20	72,73	67,34	8,0	5,32
VENZ 12 3/4 08/23/22	99,53	92,25	7,9	7,36
VENZ 9 05/07/23	82,57	74,00	11,6	7,69
VENZ 8 1/4 10/13/24	77,73	70,01	11,0	6,40
VENZ 7.65 04/21/25	74,73	67,43	10,8	5,44
VENZ 11 3/4 10/21/26	93,16	85,28	9,2	6,34
VENZ 9 1/4 09/15/27	83,07	75,48	10,1	4,77
VENZ 9 1/4 05/07/28	80,09	72,96	9,8	4,92
VENZ 11.95 08/05/31	92,95	85,25	9,0	7,01
VENZ 9 3/8 01/13/34	80,75	73,47	9,9	5,00
VENZ 7 03/31/38	67,81	61,62	10,1	3,95
PDVSA 4.9 10/28/14	97,27	95,76	1,6	6,42
PDVSA 5 10/28/15	90,41	86,13	5,0	9,53
PDVSA 5 1/8 10/28/16	84,84	77,05	10,1	9,12
PDVSA 5 1/4 04/12/17	80,64	75,22	7,2	7,83
PDVSA 8 1/2 11/02/17	90,35	84,01	7,5	8,32
PDVSA 9 11/17/21	81,92	75,43	8,6	7,43
PDVSA 12 3/4 02/17/22	97,05	91,12	6,5	5,51
PDVSA 6 11/15/26	60,29	54,41	10,8	5,93
PDVSA 5 3/8 04/12/27	58,84	53,80	9,4	4,51
PDVSA 9 3/4 05/17/35	76,95	71,10	8,2	5,44
PDVSA 5 1/2 04/12/37	56,75	52,44	8,2	5,08
SIDETU 10 04/20/16	60,00	60,00	0,0	0,00
ELECAR 8 1/2 04/10/18	77,79	71,22	9,2	2,14

Fuentes: Knossos Asset Management y Ecoanalítica

©Ecoanalítica - descargado por usuario no autenticado

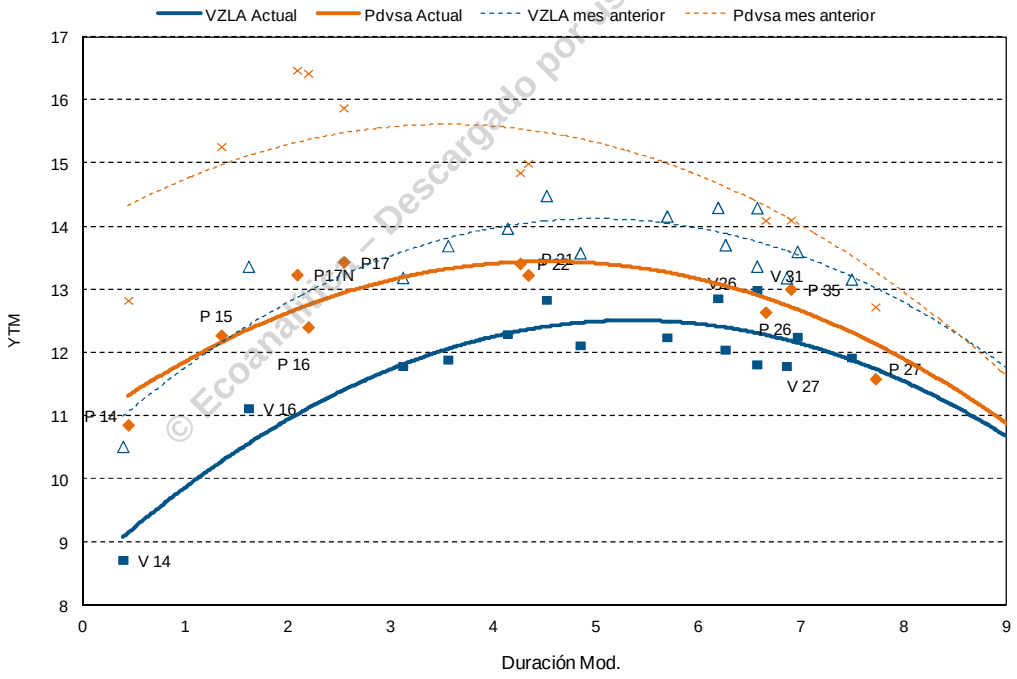
@ecoanalitica
www.ecoanalitica.net
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

Evolución de las curvas

En abril, al igual que el mes pasado, los rendimientos de las curvas de deuda de Venezuela y Pdvsa disminuyeron y el spread entre ambas curvas se mantuvo desde la parte corta hasta la parte media. Es interesante observar como ante acontecimientos positivos los bonos de corto y mediano plazo (que eran los más castigados en los meses anteriores) reaccionaron con mayor fuerza ocasionando una "aplanamiento" o normalización de las curvas. Adicionalmente, la diferencia entre los rendimientos de Venezuela y Pdvsa se redujo considerablemente. Esta disminución podría atribuirse a la mejora en las perspectivas económicas de Pdvsa por su participación en el Sicad II.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autorizado

Evolución de los bonos de Venezuela y Pdvsa



Fuentes: Knossos Asset Management y Ecoanalítica

Los próximos días

Las medidas económicas que se concreten en las próximas semanas y la posible oferta de bonos a través del Sicad II serán determinantes en el comportamiento de la deuda de Venezuela y Pdvsa. Continua la expectativa de una emisión de bonos con vencimiento entre el 2029 y 2030 que generaría presión en la parte larga de la

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.net
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

curva. En nuestra opinión, siguen siendo los bonos de mediano plazo los que tienen un mayor potencial de *upside* en precios, mientras que los de los papeles de corto plazo podrían aumentar pero en menor proporción. En cuanto al ámbito internacional, hay que estar atentos al conflicto que persiste entre Ucrania y Rusia; la intervención de países extranjeros ante un recrudecimiento del conflicto entre ambos países podría afectar negativamente a los créditos más riesgosos.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.net
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

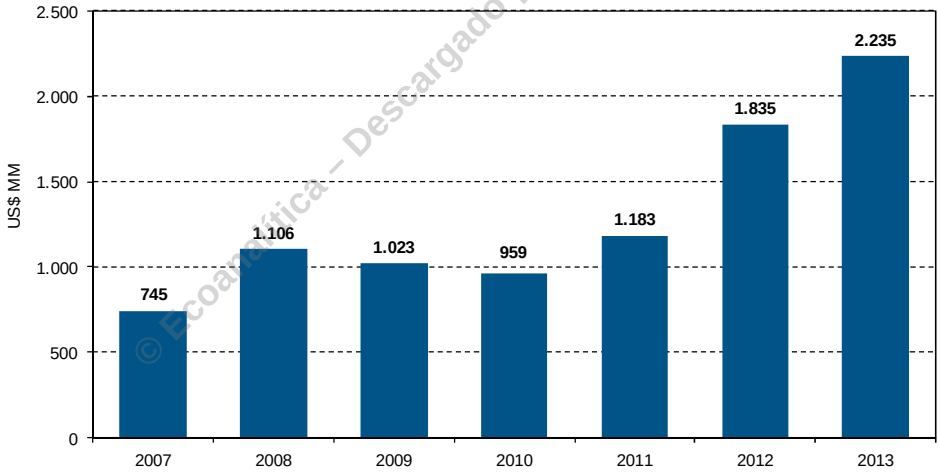
El precio de la gasolina: un subsidio sin sentido

Uno de los derivados de mayor consumo y, por lo tanto, de alto impacto fiscal (generado por el subsidio del mismo), es la gasolina, cuyo precio pareciera estar próximo a ser revisado por parte del Gobierno.

Actualmente el precio de venta por litro de gasolina de 95 de octanos se encuentra en VEB 0,097/lt y su costo de producción se aproxima a los VEB 0,8/lt, lo que arroja una pérdida de VEB 0,7/lt. Si se toma en cuenta un consumo interno de gasolina aproximado de 305,7 kb/d para 2013, el costo de producir la gasolina subsidiada sería actualmente cerca de VEB 13.709 millones (US$2.235 millones).

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

El costo de producción la gasolina subsidiada



Fuentes: Pdvsa y Ecoanalitica

Más grave aún es el hecho de que factores como combustibles con precios "ridículamente" baratos, un crecimiento sostenido de la población, una expansión del ingreso, el mayor uso de la generación termoeléctrica y el fracaso en la implementación de políticas de estímulo al consumo de combustibles alternativos han hecho que el subsidio se abulte con el tiempo.

En ***Ecoanalítica*** consideramos que esta tendencia creciente al consumo de gasolina hará que la demanda de este derivado alcance los 370,0 kb/d para 2018, lo que representaría 11,2% de la producción petrolera nacional, lo cual es

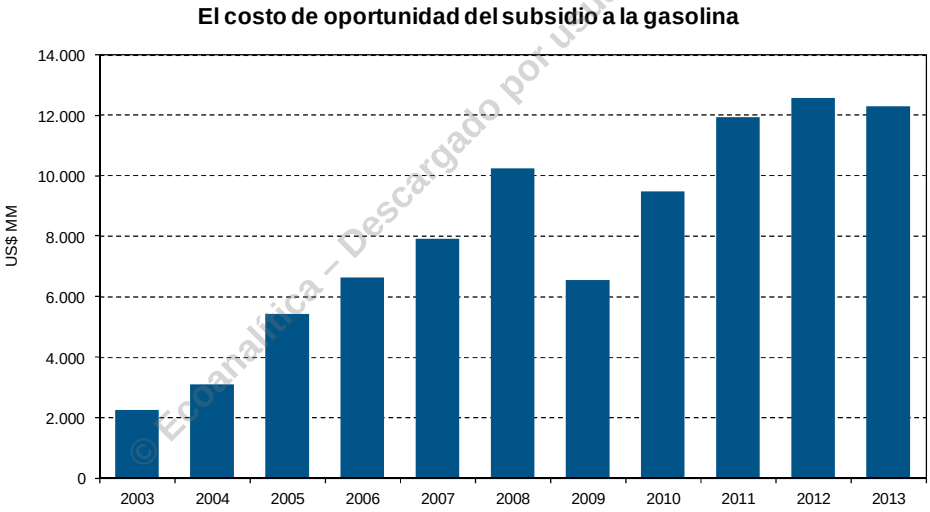
@ecoanalitica
www.ecoanalitica.net
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

preocupante dado que ello significará un menor volumen disponible para exportar y menores ingresos por exportaciones.

Lo anteriormente expuesto considera solo el costo contable; sin embargo, cuando el Gobierno mantiene el subsidio, incurre también en un alto costo de oportunidad, ya que lo consumido en el mercado interno pudiera venderse en el mercado externo a un precio mucho más elevado.

Si tomamos en cuenta como marcador el precio de la gasolina *Free on board* que se destina al Golfo de Estados Unidos (EE.UU.), en ***Ecoanalítica*** estimamos que en 2013 se dejaron de percibir VEB 75.338 millones (US$12.283 millones al tipo de cambio oficial).

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado



Fuentes: EIA, Pdvsa y Ecoanalitica

Desde el punto de vista del flujo de caja de Pdvsa, el subsidio complica mitigar aquellos efectos ocasionados por el peso del gasto social y la inversión millonaria que tiene que ejecutar la petrolera. En ***Ecoanalítica*** estimamos que el subsidio a la gasolina ha representado alrededor de 85,0% del gasto social ejecutado por Pdvsa y de 65,0% de la inversión, entre los años 2003 y 2013.

Lo interesante de esta comparación es que permite ver cómo el Gobierno dedica una importante tajada de los recursos a un subsidio que no contribuye con las "*mejoras sociales*" ni la "*eliminación de la pobreza*", dos de sus principales banderas.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.net
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

Si bien es cierto que el subsidio a la gasolina abarata los costos de transporte de personas y bienes, la existencia del mismo no se traduce en una reducción del costo final de bienes y servicios, ni siquiera del costo de transporte, el cual acumula una variación en sus precios de más de 2.500,0% en los últimos 15 años. Peor aún, un estudio llevado a cabo por la escuela de Gobierno de la Universidad de Harvard[1] para el período 2005-2012 ha demostrado que el subsidio a la gasolina es regresivo, es decir, es aprovechado en mayor medida por las personas de mayores ingresos y beneficia menos a aquellos de menores ingresos.

En resumen, el subsidio no genera ningún valor agregado a la economía nacional, no contribuye con el desarrollo de la cadena de valor de algún sector específico ni fortalece la productividad; solo acentúa la desigualdad en la distribución del ingreso.

Al igual que en la esfera cambiaria, el miedo a los ajustes y a sus efectos, así como el devenir político parecen haber postergado la aplicación de medidas necesarias hasta un punto donde se hace casi inevitable su implementación.

Sin embargo, no todo puede ser beneficios. La eliminación del subsidio debe tomar en cuenta el impacto que este tendría sobre las cadenas de precios de los bienes y servicios[2], principalmente debido a las expectativas de los agentes económicos sobre el ajuste en los precios de transporte de bienes y personas. En ***Ecoanalítica*** consideramos que el efecto de elevar el precio de la gasolina hasta el nivel de cobertura de sus costos de producción (un incremento de 693,8%) no debería ser mayor de 10,0% sobre los precios de la economía.

Los grandes beneficios y las pequeñas desventajas –desde el punto de vista económico- de la eliminación del subsidio a la gasolina hacen que la decisión a tomar sea más que obvia: el subsidio debe eliminarse.

En ***Ecoanalítica*** somos de la opinión de que una parte del subsidio debe eliminarse y otra pudiera mantenerse (aquella que se destina al transporte público), siempre que se implementen medidas para garantizar menores precios a los usuarios.

© Ecoanalítica - Descarga por usuario no autenticado

[1] *Rethinking the Taboo: Gasoline Subsidies in Venezuela*, Douglas Barrios y José Ramón Morales, marzo 2012.

[2] Si la eliminación del subsidio es inmediata, tal que el precio de la gasolina se ajuste, no se puede hablar de inflación ya que los precios se ajustarían una vez al nuevo equilibrio del mercado.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.net
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

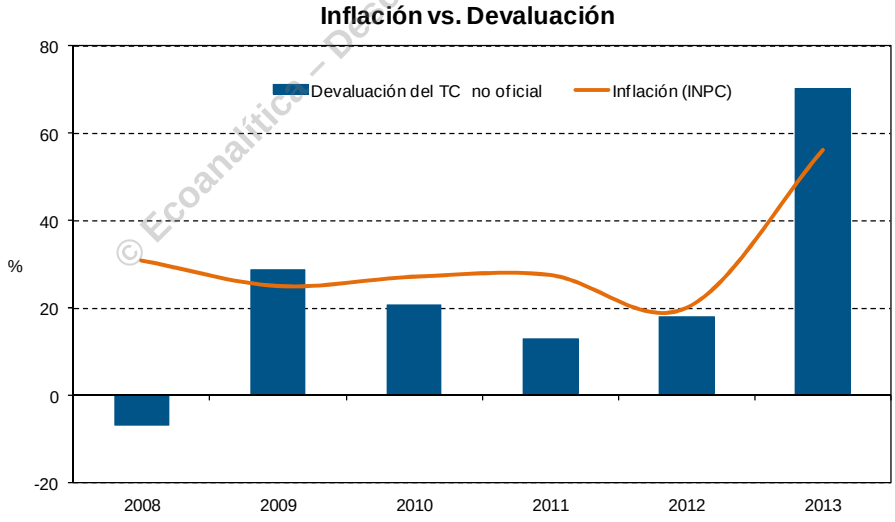
La dolarización: más que una solución una ilusión

Entre las opciones para sustituir la actual política cambiaria, la liberalización y la dolarización son las dos que más fuerza han cobrado. Sin embargo, en un país donde los "ajustes" y la "liberalización" de mercados se ven como los responsables de los "tsunamis" causados por los desequilibrios acumulados tras la aplicación continua de controles y regulaciones, la dolarización se considera la primera salida ante la actual crisis cambiaria.

La dolarización es el uso oficial de una moneda extranjera en todas las transacciones comerciales y financieras que se llevan a cabo en un país.

En Venezuela la inestabilidad económica, las elevadas tasas de inflación y la falta de opciones de cobertura han hecho que los agentes económicos residentes busquen no solo cambiar activos en moneda nacional por activos en moneda extranjera, sino que traten de indexar su ingreso.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

Muchas son las "bondades" enumeradas por los defensores de la dolarización. En primer lugar un país que dolariza su economía elimina completamente el riesgo de devaluación cambiaria y evita las salidas súbitas de capitales. Al eliminarse dichos riesgos, tanto el Gobierno como los inversionistas privados serían capaces de pagar tasas de interés más bajas cada vez que accedan a mercados financieros internacionales.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.net
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

Unas tasas de interés más bajas y una mayor estabilidad financiera reducen el peso del servicio de la deuda, lo que permite destinar una mayor proporción de fondos a proyectos de inversión.

Además de ello, adoptar una moneda de uso común y de un valor estable facilita la integración comercial.

Por último, con la dolarización se impide el financiamiento monetario del déficit fiscal y con ello se elimina la presión inflacionaria de origen monetario y se obliga al Gobierno a tener un déficit fiscal mucho menor.

Si bien la dolarización eliminaría la prima de riesgo por devaluación, lo cierto es que la tasa de interés ligada al riesgo soberano no depende totalmente de ella. Factores como la capacidad de pago, el grado de apalancamiento, la estabilidad política y la transparencia en el manejo económico son tomados en cuenta para medir el riesgo de impago de la deuda venezolana, y estos factores —a excepción del primero— son totalmente controlables a través de un manejo fiscal moderado y una comunicación más clara de los objetivos y las medidas de política económica.

La dolarización tampoco elimina por completo el riesgo de una crisis externa, ya que los capitales extranjeros se siguen desplazando siempre que existan diferencias en cuanto a rentabilidad y costos entre las empresas nacionales y las extranjeras.

En cuanto al control de las presiones inflacionarias, la dolarización implica la importación de inflación proveniente del país emisor para el caso de los bienes transables y no impide que se sigan presentando las altas tasas de inflación para el caso de los bienes no transables.

En cuanto a la política monetaria, el Gobierno perdería la capacidad de obtener ingresos a través del señoreaje —capacidad que gana el Banco Central de la economía cuya moneda se adopta —, así como la capacidad de expandir o contraer la cantidad de dinero en circulación para ayudar a cumplir los objetivos de inflación y crecimiento.

En lo que respecta a la política cambiaria, la dolarización impide que se lleven a cabo devaluaciones como mecanismos de ajuste fiscal y externo, algo de suma importancia en nuestro país, donde más de la mitad de los ingresos fiscales provienen de una actividad exportadora y son incrementados (en moneda nacional) a través de devaluaciones cuando la situación lo requiere.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.net
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

La capacidad de devaluar permite amortiguar el impacto de los ciclos de precio de nuestro producto de exportación sobre los ingresos fiscales y sobre la economía como un todo; de lo contrario la contracción del gasto público y del producto y el impacto sobre el empleo y sobre los salarios serían considerables.

Además de los costos de oportunidad que implican la pérdida de capacidad para la fijación de políticas, dolarizar la economía significa que la autoridad monetaria, el BCV, tendría que comprar el total de la moneda nacional en circulación.

En ***Ecoanalítica*** consideramos que habida cuenta de que los beneficios no están garantizados y que los costos en materia de capacidad para llevar a cabo ajustes macroeconómicos y financieros para el Estado son tan elevados, la dolarización de la economía nacional sería una medida contraproducente.

En ***Ecoanalítica*** creemos que existen otras medidas de más fácil aplicación y de menores costos económicos que contribuirían a mejorar la percepción de riesgo de los prestamistas internacionales y de otros prestamistas. Sin ir muy lejos, la consolidación de los fondos extrapresupuestarios dentro de las reservas internacionales permitiría apreciar en 78,2% el tipo de cambio implícito (que pasaría de VEB 62,0/US$ a VEB 34,8/US$).

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

El mercado laboral: más allá de los salarios

Semanas atrás se oficializó el incremento de 30,0% del salario mínimo decretado por el presidente de la República, Nicolás Maduro. El cual es el cuarto en los últimos doce meses y coloca el valor de la remuneración mínima en VEB 4.251.

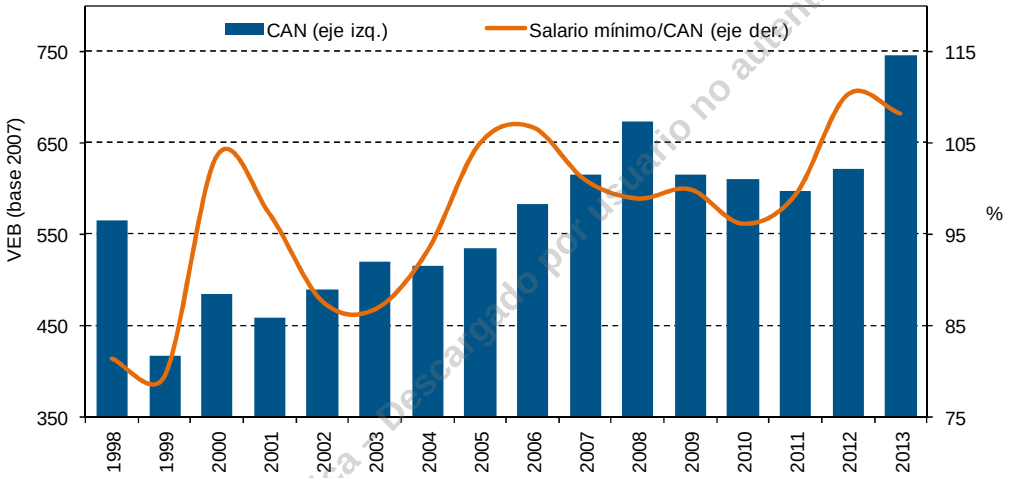
El incremento del salario mínimo ha sido una de las medidas utilizadas por el Gobierno para mitigar el incremento del costo de vida producto sobre todo del incumplimiento en las metas de inflación. No obstante, los incrementos considerables en el salario mínimo han significado mayores costos para los productores, quienes exigen nuevos ajustes, resultando esto en un círculo vicioso donde los salarios suben por la escalera, mientras que los precios suben por el ascensor.

En ***Ecoanalítica*** prevemos que los salarios nominales de la economía se incrementen en promedio 45,7% este año, lo que significará una contracción en términos reales de 10,1%.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.net
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

El salario mínimo promedio ha mostrado un crecimiento real anual de 2,5% entre 1998 y 2013, unos 1,8 pp por encima del incremento del valor de la canasta alimentaria medida por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE). Aunque ello es positivo a primera vista, en términos relativos el salario mínimo solo ha alcanzado para cubrir 97,1% del costo de los alimentos básicos para poder subsistir y deja poco, o casi nada, para el consumo de otro tipo de bienes.

Canasta Alimentaria Normativa Vs. Poder adquisitivo del salario mínimo



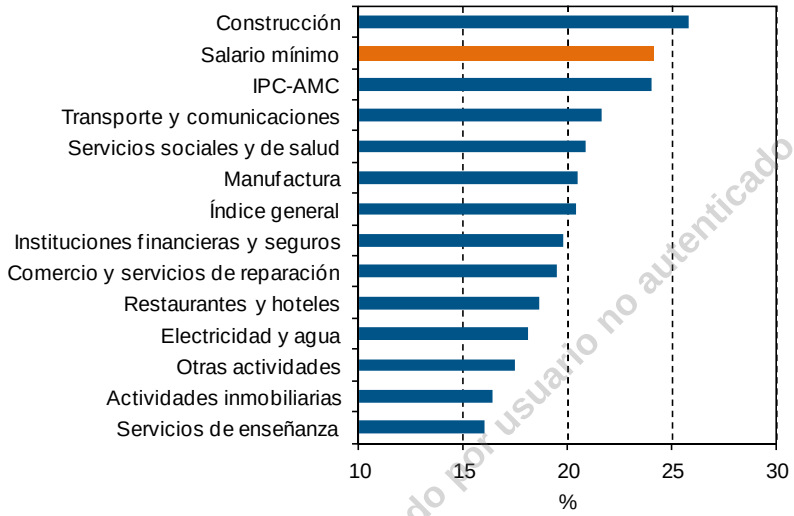
Fuentes: INE y Ecoanalítica

© Ecoanalítica. Descargado por usuario no autenticado

Otro aspecto destacable es que, aunque voceros del Gobierno defiendan el incremento del sueldo mínimo, alegando que este se ha encontrado por encima de la inflación, las remuneraciones de casi todos los sectores económicos han crecido en promedio menos que los precios de la economía, a excepción del sector construcción.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.net
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

Crecimiento promedio de las remuneraciones por actividad
(2002-2012)

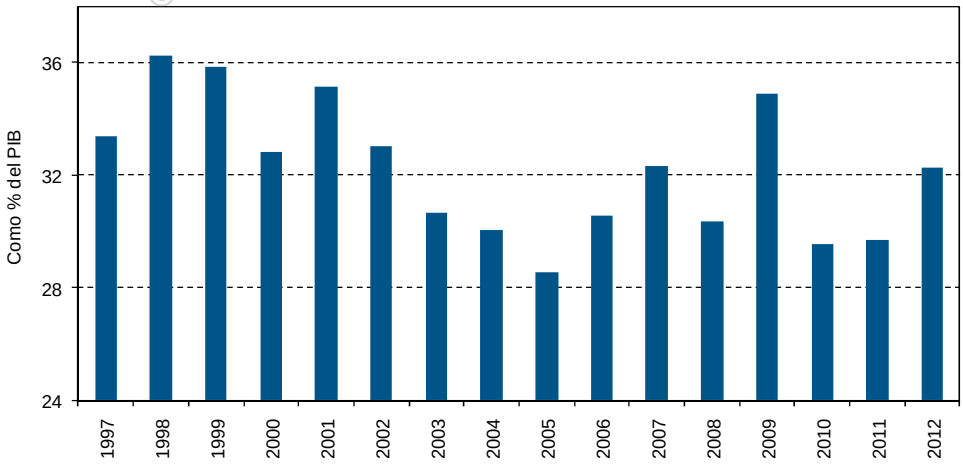


Fuentes: BCV y Ecoanalítica

© Ecoanalítica - Descargado por usuario no autenticado

El incremento de los salarios tampoco ha significado una mayor retribución a los empleados y obreros. De acuerdo con datos del BCV, del total del valor agregado generado en la economía en 2012 sólo el 32,3% llegó a manos de los empleados a manera de remuneración, mientras que el 52,0% se mantuvo en manos de los propietarios de las empresas a manera de remuneraciones al capital.

La remuneración a los empleados



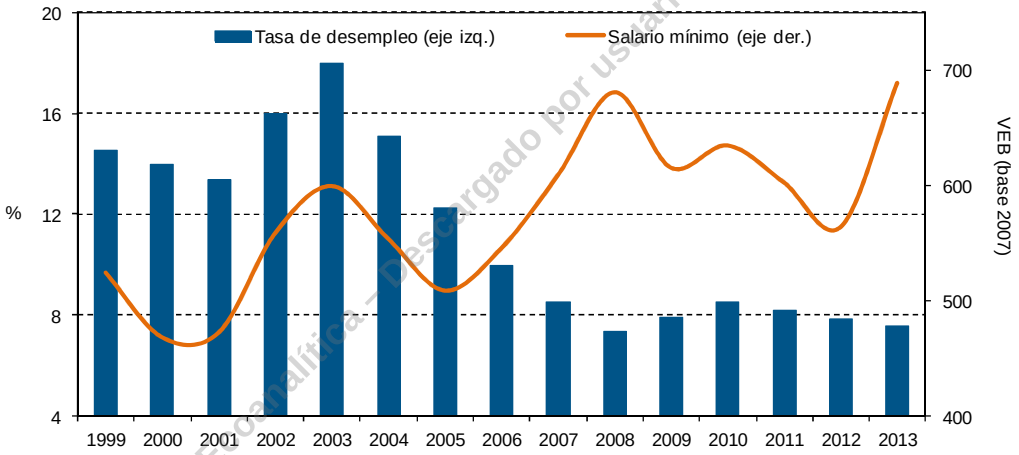
Fuentes: BCV y Ecoanalítica

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.net
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

A pesar de 15 años de intentos por implementar un modelo de "reparto de la renta" y de profesar la transición desde el capitalismo hacia el socialismo, la participación de los trabajadores sobre la tajada del valor generado sigue siendo menor que en muchas economías calificadas como capitalistas, como por ejemplo la de EE.UU. en donde el 52,7% del valor agregado se reparte en forma de remuneraciones.

Más allá del peso de las remuneraciones y del reparto de la renta, los demás indicadores del mercado laboral para los últimos 15 años dan, hasta ahora, señales positivas: la tasa de desempleo se ha reducido a casi la mitad y la tasa de informalidad pasó de más de 50,0% a poco menos de 40,0%.

Las señales positivas del mercado laboral



Fuentes: BCV, INE y Ecoanalítica

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

En total se generaron 4,2 millones de puestos de trabajo entre 1999 y 2013, de los cuales 2,8 millones se crearon entre 2002 y 2012, debido principalmente al crecimiento de 88,4% de la nómina pública durante esa década, mientras que el número de empleados del sector privado creció apenas 18,7% en el mismo periodo. La bonanza generada por los altos precios del petróleo ha permitido al Gobierno expandir de manera importante el tamaño del aparato del Estado, lo que ha contribuido en gran medida a reducir el desempleo.

Durante los últimos 15 años la reducción de la tasa de desempleo se ha basado no solo en la disminución del número de desempleados (436.706 menos), sino también en el aumento de la cantidad de personas inactivas (aquellas que a pesar de estar en edad de trabajar no buscan empleo), que se ha expandido 2,2 millones (42,1%). Esto obedece a la implementación de programas sociales en materia de

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.net
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

educación y seguridad social que ha permitido incrementar la tasa de inactividad y reducir la base de cálculo para los indicadores de desempleo.

En ***Ecoanalítica*** consideramos que el incremento -por ley- de los salarios no ha sido ni será una opción viable para proteger el poder de compra de los trabajadores, especialmente mientras continúan los problemas de inflación.

La dependencia de la renta petrolera para la generación de empleo público poco productivo y la implementación de programas sociales que ayuden a "maquillar" las cifras de inflación tampoco son sostenibles, simplemente termina por hacer más volátil al empleo frente a variaciones en los precios del petróleo.

Por último, la convergencia entre salarios, derivada de aumentos que intentan no dejar atrás a los menos favorecidos, pero que no toman en cuenta al resto, desincentiva la profesionalización y capacitación, y fomenta la fuga de capital humano.

Además de la conquista de un salario mínimo que vaya más allá de la sola subsistencia, la inflación, la generación de empleo productivo y la construcción de una estructura salarial que incentive la capacitación son tareas pendientes para los hacedores de política.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autorizado

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.net
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

Principales variables macroeconómicas de Venezuela

Variables	2013	Estimado 2014	(Último dato)
Precio del petróleo (Promedio Cesta Venezolana)	101,15	95,1	96,4
PIB Total (% Anual)	1,3	-2,4	1,3
PIB Petrolero (% Anual)	0,9	1,3	0,9
PIB No Petrolero (% Anual)	1,8	-4,0	2,1
IPC-Caracas (%)	52,7	76,1	53,4
INPC (%)	56,2	76,1	57,7
IPM (%)	52,3	92,8	52,6
Tipo de cambio oficial (fin de año)	6,3	6,3	6,30
Tasas activas	15,6	18,5	15,9
Tasas pasivas	12,6	15,0	14,6
Liquidez monetaria (VEB MMM)	1.220	1.786	1.295
Reservas Internacionales (US$ MMM)	21,5	25,7	21,7
Desempleo (%) (promedio)	7,5	9,7	8,4

Fuente: Ecoanalítica

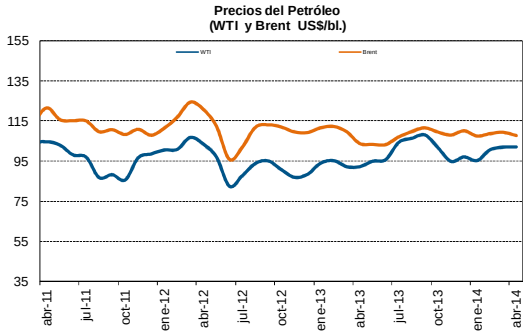
© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

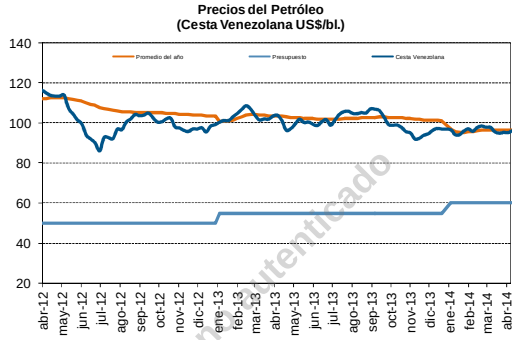
@ecoanalitica
www.ecoanalitica.net
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

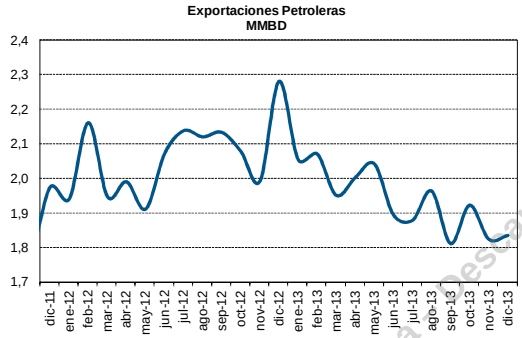
Ecoanalítica

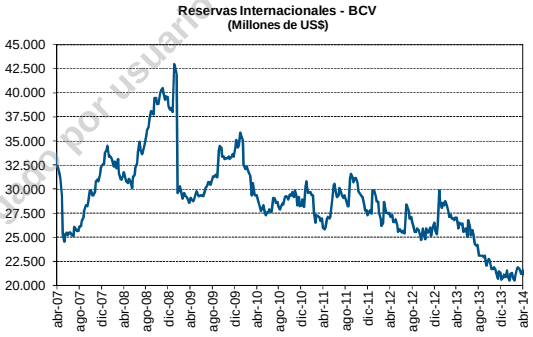
10 años acompañando las buenas decisiones

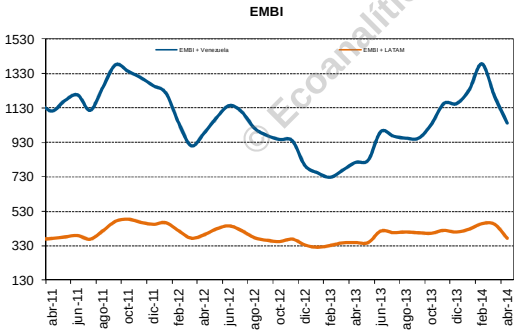
INDICADORES ECONÓMICOS

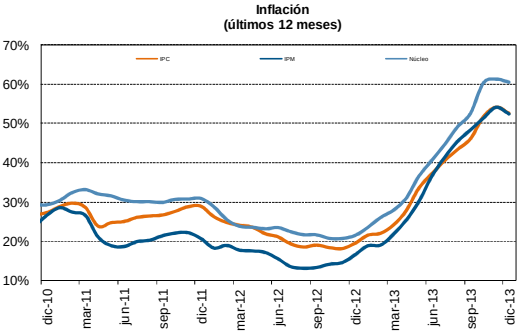


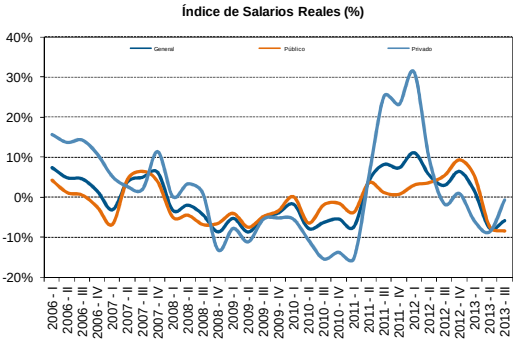


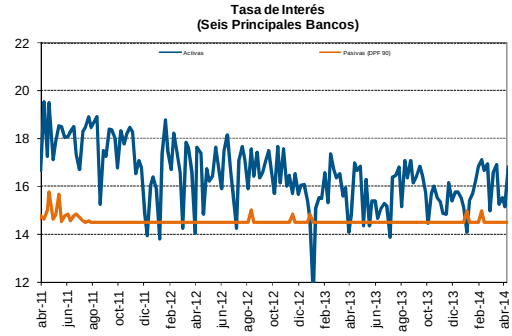










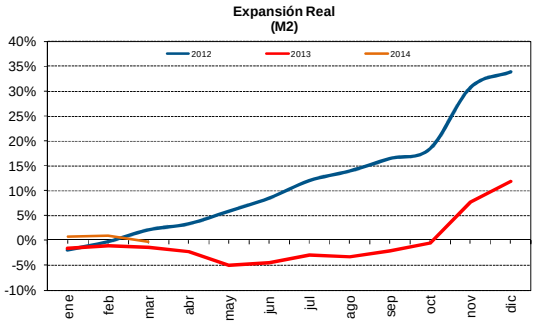


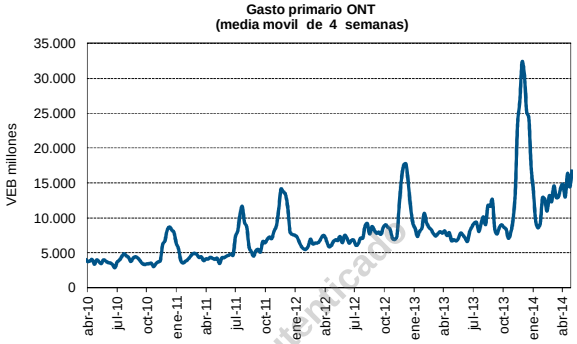
© Ecoanalítica - Descargado por usuario no autenticado

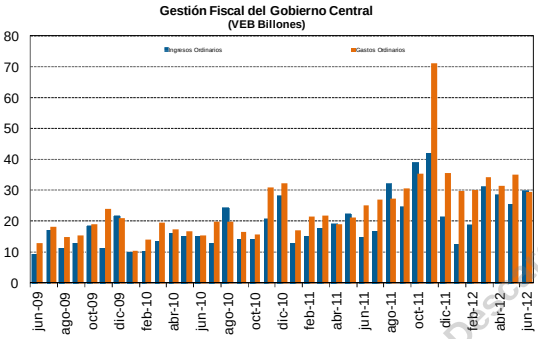
@ecoanalitica
www.ecoanalitica.net
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

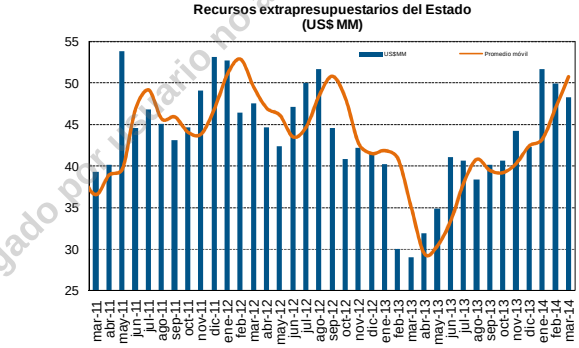
Ecoanalítica

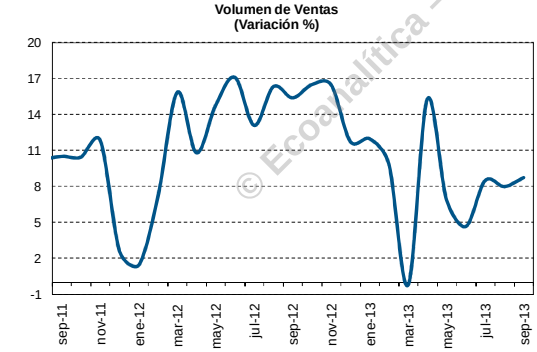
10 años acompañando las buenas decisiones

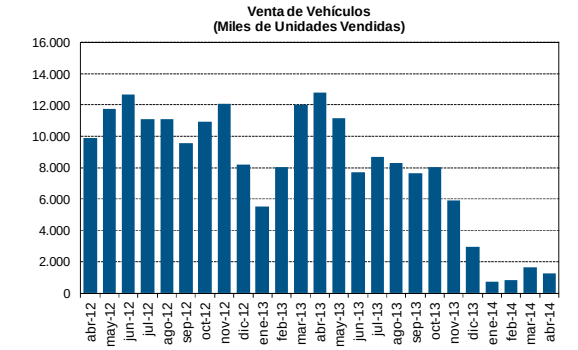


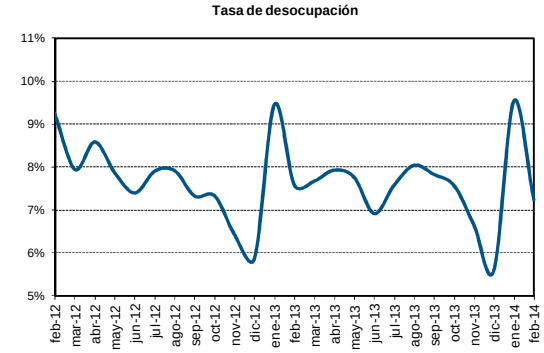


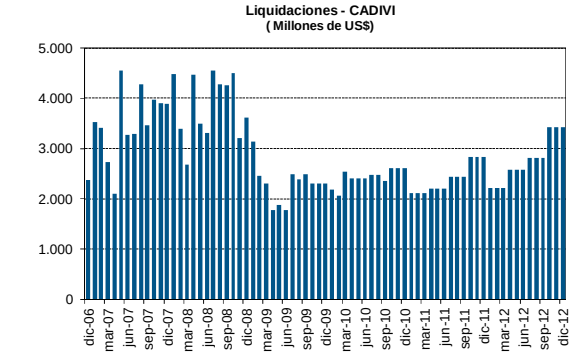












© Ecoanalítica – Documento generado por usuario no autenticado

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.net
Av. Blandín, C.C. Mata de Coco, piso 5, oficina 5-E, La Castellana, Caracas, 1060, Venezuela.
(+58 212) 266 9080 / Fax (+58 212) 266 5119 / RIF J-31130403-7

Ecoanalítica

10 años acompañando las buenas decisiones

EQUIPO ECOANALÍTICA

Asdrúbal Oliveros / Director
asdrubalo@ecoanalitica.net / @aroliveros

Pedro Palma / Director
pedrop@ecoanalitica.net / @palmapedroa

Cristina Rodríguez / Director
cristinar@ecoanalitica.net

Jessica Grisanti / Economista Senior
jessicag@ecoanalitica.net / @jessigrisanti

Gabriel Villamizar / Economista
gabrielv@ecoanalitica.net / @gabvillamizar

ASISTENTES DE INVESTIGACIÓN
Pilar Navarro
Daniel Cárdenas
Lesner Castillo
Benjamín Matos

EDICIÓN
María Enriqueta Gallegos

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

CONTÁCTENOS
Venezuela:(+58-212) 266 9080/ Fax: (+58-212) 266 5119
Colombia: (+57-1-508 6554)
mercadeo@ecoanalitica.net
foros@ecoanalitica.net
www.ecoanalitica.net
@ecoanalitica