NOTA ESPECIAL DE COYUNTURA

Ecoanalítica
acompaña las buenas decisiones

Prohibida su reproducción y/o distribución

Decodificando a Pérez Abad

© Ecoanalítica. Descargado por usuario no autorizado

El pasado viernes 13 de mayo el vicepresidente para el Área Económica, Miguel Pérez Abad, dio declaraciones a la agencia Bloomberg sobre el mecanismo de ajuste que está siendo implementado en la economía venezolana, principalmente en materia de importaciones y del sistema cambiario. No obstante, en **Ecoanalítica** consideramos que sus palabras van más allá de lo dicho en la entrevista y que el tema de fondo debe ser evaluado con mayor profundidad.

Importaciones en US$20.000 millones

Pérez Abad considera que el ajuste económico en Venezuela es *"un programa austero"* y que en este sentido las importaciones seguirán teniendo el ritmo de recorte observado en los últimos meses, por lo que cerraría el año en una cifra cercana a los US$20.000 millones. Sin embargo, no descarta la posibilidad de que el recorte sea aún mayor y cerremos con importaciones en niveles de US$15.000 millones, cifra aproximadamente igual a la observada en 1997 (US$14.917 millones).

En vista de la falta de información oficial publicada por parte de las instituciones venezolanas, en **Ecoanalítica** hemos elaborado un indicador prospectivo que nos permite evaluar el comportamiento de las importaciones de bienes con una periodicidad mensual, al cual llamamos índice de importaciones de socios comerciales (ISC). Para ello, utilizamos cifras oficiales publicadas en la balanza de comercio exterior de los principales socios comerciales del país, acumulando aproximadamente el 70,0% del total de importaciones.

Así pues, considerando el ISC, con cifras disponibles al cierre del primer trimestre del 2016 (1T2016) encontramos que las importaciones han caído a un ritmo aproximado de 42,0% en términos interanuales, lo que implica una contracción superior a la del cierre de año 2015 que alcanzó el 22,3%. Entonces, si lo mencionado por Pérez Abad es cierto, en 2016 el recorte en importaciones alcanzaría el 45,8%, cifra que es incluso mayor a la observada durante lo que va de año. Empero, si las importaciones solo alcanzan niveles de US$15.000 millones la reducción del año sería de 59,4%. Ante este escenario, la lectura del "anuncio" tiene que ser desde varios ángulos, el sector externo y el impacto en el mercado interno.

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

¿Se logrará cerrar la brecha externa?

Una de las grandes incógnitas dentro del análisis del entorno económico venezolano siempre ha sido si el Gobierno está en la capacidad de cerrar el déficit de divisas que presenta para el año en curso. Desde el 2012 hemos visto como, a pesar de la magnitud del mencionado déficit, el Ejecutivo ha realizado operaciones con sus activos externos en conjunto con recortes en las importaciones (a partir de 2013) que le han permitido cerrar la brecha. Ahora, bajo el esquema expuesto por Pérez Abad, 2016 no parece ser la excepción.

Considerando un precio promedio de la cesta petrolera venezolana (CPV) para el año 2016 en US$30,9 por barril (bl) y en un escenario de recorte de importaciones, que dada la coyuntura económica denominamos como los niveles mínimos de soportabilidad, el Ejecutivo presentaría un déficit en divisas de US$12.752 millones. Un nivel que, si bien pareciera pequeño en comparación con el de años anteriores, sigue siendo elevado en un entorno donde Venezuela presenta un problema de liquidez.

© Ecoanalítica – Descargado por Usuario no autenticado

Flujo de Divisas (MM US$)

Concepto	2012	2013	2014	2015E	2016P
Precio cesta venezolana (US$/bl)	**103,5**	**98,1**	**88,4**	**44,7**	**30,9**
Stock de activos externos líquidos					
Sector público	34.739	26.420	21.293	21.414	5.002
Ingresos Totales	**76.712**	**68.234**	**61.775**	**32.170**	**21.954**
Egresos					
Importaciones públicas no petroleras	**15.514**	**15.986**	**14.713**	**12.495**	**9.780**
Importaciones privadas via Cadivi	**24.090**	**21.075**	**14.745**	**13.385**	**6.324**
Importaciones privadas no prioritarias	**18.171**	**11.414**	**11.104**	**6.926**	**760**
Servicios	12.106	12.633	11.130	9.627	832
Renta y transferencias corrientes	6.051	4.963	4.297	2.998	1.410
Deuda externa pública	**9.219**	**14.448**	**16.024**	**15.796**	**14.114**
Salida de Capitales y otros	**8.369**	**6.679**	**9.662**	**788**	**1.486**
Egresos Totales	**93.520**	**87.198**	**81.675**	**62.014**	**34.706**
Resultado	**-16.809**	**-18.964**	**-19.900**	**-29.844**	**-12.752**

Fuentes: BCV, Mefbp, Pdvsa y Ecoanalítica

En **Ecoanalítica** somos de la opinión que si el Gobierno logra realizar un ajuste en importaciones tan severo como el que se ha anunciado, entonces, estaría en capacidad de cerrar la brecha y lograr sobrevivir un año más en términos del sector externo. De esta manera, estimamos que el Ejecutivo puede acceder aproximadamente a US$12.500

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
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

millones como mecanismo para financiar el déficit. Este monto estaría compuesto por US$5.000 millones adquiridos con China (ya anunciados en proceso por Pérez Abad), unos US$4.000 millones en un swap de oro en el que ya se está trabajando, US$1.800 millones en recursos extrapresupuestarios y US$1.700 millones en operaciones financieras que Pdvsa se encuentra negociando con sus acreedores de Petrocaribe.

US$5.000 millones China
\+ US$4.000 millones Swap Oro
US$1.800 millones Recursos Extrapresupuestarios
US$1.700 millones Operaciones de financiamiento
cuentas por cobrar Pdvsa

Total: US$12.500 millones

− US$12.752 millones Déficit de divisas

Brecha: US$252 millones

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

La deuda externa es prioridad

Como bien ha dicho Pérez Abad, *"Tenemos la absoluta certeza que la seguridad de los bonos está garantizada"*, e incluso el propio presidente Maduro, en **Ecoanalítica** consideramos que el pago de la deuda externa es prioridad para el Ejecutivo. Aunque, también sabemos que los intentos de negociación con los tenedores de bonos han terminado en "intento fallido", por ahora.

Desde finales del año 2015 en el Gobierno se hablaba de la posibilidad de alcanzar un *swap* voluntario con los tenedores de bonos con vencimiento en 2016 y 2017. La idea detrás de esta estrategia era realizar un reperfilamiento de los vencimientos y llevarlos a 2018 y 2019 donde Pdvsa tendría mayor facilidad de pago al utilizar los recursos ahorrados para impulsar la producción de crudo. Sin embargo, el acercamiento a los inversionistas no se llegó a dar hasta que Maduro diera luz verde al presidente de Pdvsa, Eulogio Del Pino, luego de que este realizará una presentación de alto nivel técnico explicando los costos en los que incurriría el país si se llegara al *default*.

En **Ecoanalítica** hemos recabado la información de que el Gobierno luego de haber contactado a varias firmas especializadas para realizar un estudio de factibilidad del *swap* voluntario este no sería posible durante el año en curso. Principalmente debido a lo costoso que sería, en términos de tasas de interés, para que los inversionistas estuviesen en disposición de aceptarlo.

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com

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

En vista del fracaso en materia de negociación por parte del Estado, Pdvsa desde comienzos del año se ha dedicado a la acumulación de capital para poder garantizar el cumplimiento de sus compromisos internacionales. Hasta el cierre de abril, estimamos que la petrolera ya tiene en sus cuentas ahorros por el orden de los $1.700 millones de los US$5.068 millones que faltan por pagar entre mayo y diciembre.

Ahora bien, si consideramos que alrededor del 25,0% de esta deuda ya se encuentra en manos del sector público como resultado de las operaciones de recompra implementadas por el Ejecutivo, entonces, solo harían falta alrededor de US$2.100 millones para cubrir con los pagos estipulado para este año (incluye el mes de mayo). En este punto es importante resaltar que, bajo este escenario, Pdvsa seguirá sin entregar divisas al Banco Central de Venezuela (BCV) hasta que se sienta en una situación cómoda de cara a la deuda externa.

Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Una estrategia arriesgada…

Desde el punto de vista del mercado interno, el programa de ajuste planteado por Pérez Abad resulta de alto riesgo tanto en lo económico como en lo social. Por el lado económico tenemos como la inflación sigue una tendencia acelerada al alza y sin expectativas de cambio en el corto e incluso mediano plazo.

En lo que va de año en **Ecoanalítica** estimamos que el índice nacional de precios al consumidor (INPC) presenta una variación promedio mensual de 11,8%, 1,0 punto porcentual (pp) superior a la registrada durante el mismo período en el año anterior. En lo que respecta a la inflación acumulada, observamos que esta alcanza el 56,2%, igualmente 29,5 pp superior a la oficial publicada por el BCV para el mismo período en 2015. Implicando así una variación interanual de 246,2%, lo que nos hace ver que este año lamentablemente se volverá a romper record en materia inflacionaria.

Asimismo, resulta preocupante observar como nuestro indicador de inflación subyacente refleja una variación acumulada en 2016 de 169,8%, niveles que solo fueron alcanzados en el 2105 al mes de julio —tres meses más que en el año en curso. Por su parte, la variación interanual a cierre de abril alcanzó niveles de 704,2%, superando así la barrera del 500,0%[1], lo que implica que se ha abierto una senda hiperinflacionaria la cual no podrá ser cerrada sin un cambio profundo en el modelo económico.

La aceleración de este indicador que registra un promedio mes para los primeros cuatro meses del años de 28,2%, nos indica que la escasez (alrededor de 40,0% al cierre de

[1] *Some Lessons from Modern Hyperinflation*, Reinhart, Carmen M., y Kenneth S. Rogoff, 2011

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
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

abril) es un fundamento que ha tendido mayor presión en la formación de precios que la vista por la vertiginosa depreciación del tipo de cambio paralelo observada en el año anterior.

De esta manera, bajo un escenario en el que el recorte en importaciones anunciado por Perez Abad sería mayor al actual, los niveles de escasez observados pueden quedarse cortos en comparación con el de los próximos meses. Generando así aun mayor presión en la formación de precios, por lo que no es descabellado pensar que, en términos de inflación subyacente, este año estaríamos superando el 1.000,0%.

En otras palabras, en términos reales los salarios están sufriendo una contracción incluso más severa que la ya record del año 2015 (20,7%) y por tanto, el descontento está creciendo peligrosamente. Lo social es una bomba de tiempo y lo preocupante es que de llegar el punto en que explote no hay forma de saber el rumbo que tomaría el país.

En materia cambiaria Merentes ganó la batalla

Desde el día en que Pérez Abad anunció el nuevo sistema de divisas flotante (Dicom), esta tasa se ha depreciado a un ritmo promedio diario de 1,2%, lo que representa una pérdida de valor acumulada al día de hoy de 52,5%. No obstante, en las últimas semanas la velocidad con la que se ha depreciado la tasa se ha reducido, lo que va de la mano con las declaraciones del mismo Perez Abad *"Hay un tipo de cambio de equilibrio que no podemos anunciar en este momento, pero el mercado sabe cuál es (…). Estamos más cerca de ese punto."* Pero, ¿cuál es ese punto de equilibrio?

© Ecoanalítica - Descargado por Usuario No autenticado

El funcionamiento del Dicom ha sido una disputa entre el presidente del BCV, Nelson Merentes, y el propio Pérez Abad. Por un lado, Merentes es de la tesis de que era necesario dejar deslizar el tipo de cambio alternativo a niveles superiores a la barrera ficticia que tuvo el Simadi durante su vida pero que esto no implicaría de ninguna manera un sistema que fuese a sustituir al paralelo. Mientras, Pérez Abad es partidario de que el Dicom debería flotar y abrirse al mercado para que fuese la oferta y la demanda quienes dictaran su cotización, teniendo como resultado una caída del paralelo.

De acuerdo con la información recaba en **Ecoanalítica**, la tesis de Merentes ha sido la vencedora y por ende, pensar que lo dicho por Pérez Abad, donde establece 30 días como el momento en que serán publicadas las nuevas normas que regirán el Dicom, implica una apertura del mercado no es adecuada. Así, estimamos que el Gobierno seguirá dejando que el Dicom se deprecie y que alcance niveles entre VEF 600,0/US$ y VEF 700,0/US$ en las próximas seis a ocho semanas. Cotización la cual es considerada

@ecoanalitica
www.ecoanalitica.com
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

como de “equilibrio” por parte del Ejecutivo ya que implica una tasa en la que se sienten cómodos y que brinda liquidez tanto a Pdvsa como a sus socios.

¿Es sostenible la estabilidad del paralelo?

En los últimos meses hemos visto como el paralelo se ha mantenido estable e incluso se ha apreciado con relación a sus máximos alcanzados en este año. En **Ecoanalítica** consideramos que este comportamiento se debe a las expectativas que tengan los agentes en cuanto al Dicom, la contracción de la liquidez en términos reales, una fuerte caída en el poder de compra de los individuos, un leve incremento en importación en el mes de marzo y a la apreciación que ha tenido el peso colombiano con respecto al dólar en meses pasados.

Entrando más en detalle, consideramos que el factor que puede tener mayor efecto sobre el tipo de cambio paralelo en este momento son las expectativas “positivas” que se puedan tener en cuanto a la facilidad al acceso a divisas que podrán tener los agentes una vez empiece su funcionamiento. No obstante, también somos de la opinión que estas se deterioran una vez que el mercado se dé cuenta que el Dicom no será un mecanismo flotante sino más bien un Simadi con otro nombre.

Entonces, ¿qué esperar del paralelo? En **Ecoanalitica** somos de la opinión de que la presión al alza se va a mantener y por tanto la depreciación en el tipo de cambio volverá a entrar en el vocabulario de los venezolanos. Aunque como todos, los economistas también nos equivocamos y por eso recomendamos a nuestros clientes realizar operaciones de cobertura cambiaria que le permitan mitigar el riesgo que implique una apreciación pronunciada del paralelo.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autorizado

Carlos Miguel Álvarez
Asdrúbal Oliveros

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

EQUIPO ECOANALÍTICA

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

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

Cristina Rodríguez / Director
cristinar@ecoanalitica.net

Carlos Miguel Álvarez / Economista Senior
carlosa@ecoanalitica.net / @alv_car

Lesner Castillo / Economista
lesnerc@ecoanalitica.net / @lesnerck

Cristina Parilli/ Economista
cristinap@ecoanalitica.net / @cristinaparilli

Pilar Navarro/ Economista
pilarn@ecoanalitica.net / @isabelpnavarrob

ASISTENTES DE INVESTIGACIÓN:
Gorka Lalaguna
Victoria Colmenares
Emanuel Marcano

© Ecoanalítica Suscripción de usuario no autenticado

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