

INFORME EJECUTIVO



EN ESTA EDICION:

- **Y nuestra competitividad no mejora**
- **Petrobonos, Deuda CVG, Devaluación Y CADIVI: El Cóctel Explosivo en la Venezuela de hoy.**
- **Cifras Fiscales 2008...**
- **¿Hasta cuándo se incrementará la deuda pública en el 2009?**

EN AGOSTO, USTED DEBE TENER EN CUENTA:

- Como habíamos dicho en nuestro informe anterior, la nueva emisión de PDVSA (Petrobonos) tuvo un impacto bajo en el mercado permuta, debido a las características de dicho bono. Aunque insistimos en que son una opción interesante para quienes quieran utilizarlos como parte de sus operaciones de cobertura en dólares.
- En Ecoanalítica nos han informado que el Ejecutivo está estudiando emitir en el segundo semestre entre US\$ 7.000 – 7.700 millones en deuda externa (VEF-US\$) por parte de distintas empresas públicas no financieras (como PDVSA, CVG, entre otros) y la República. Aunque todavía no están definidas todas las características de las emisiones, la intención del Gobierno es que sean instrumentos de cobertura.
- Aunque estas emisiones afectarían la curva de rendimiento de los bonos (externos) de Venezuela y de PDVSA. Estos instrumentos pudieran ayudar a que en el corto plazo el tipo de cambio permuta disminuya en alguna medida.
- A pesar del retroceso en los precios internacionales del petróleo en la primera quincena de julio. Se mantiene por encima del promedio del año, este hecho pudiera implicar (si no hay disminuciones significativas) que CADIVI comience a pagar las deudas que ha acumulado (alcanzan los US\$ 12.000 millones). Este hecho pudiera disminuir parcialmente las presiones en el mercado no oficial.
- La reducción que han experimentado las tasas de interés como consecuencia de la disminución del valor máximo establecido por el BCV y la debilidad de la actividad económica. Implicarán unas tasas reales que se mantendrán negativas y el endeudamiento en VEF es una opción viable para la adquisición de divisas vía el mercado permuta.
- Como esperamos que en los próximos meses se acentúe la debilidad económica y termine contrayéndose 0,5% en 2009. Estimamos que el comercio se debilite, aunque en los próximos meses por razones estacionales (época de vacaciones escolares) se compense parcialmente el efecto negativo. El buen manejo de inventarios será un factor a considerar.

INFORME EJECUTIVO

Y nuestra Competitividad no mejora.

Ofreciendo una actualización de nuestro modelo de tipo de cambio real (TCR), el cual permite analizar la evolución de los costos y precios internos, tomando en consideración el impacto de los precios externos, que son medidos a través del tipo de cambio (t/c). De esta manera, el TCR es una medida de la competitividad de un país. En el caso venezolano, la política de anclaje cambiario ha producido una sobrevaluación importante de nuestra moneda que ha afectado nuestra competitividad, en especial con nuestros principales socios comerciales.

Cuando afirmamos que el TCR está apreciado, nos referimos a que los costos internos, medidos por la inflación, vienen creciendo a un ritmo mayor que el t/c, por lo que cada unidad monetaria interna compra más bienes y servicios en el extranjero, que en la propia economía nacional. Ello ocasiona una pérdida de competitividad en las exportaciones, y actúa como estímulo para realizar importaciones. Si por el contrario, el TCR está depreciado, los bienes producidos en la economía local son más baratos que en el extranjero, y, por lo tanto, nuestras exportaciones se hacen más competitivas.

Dado que queremos conocer cuán competitivos somos en la producción de bienes transables, lo más lógico es relacionar nuestra moneda con las monedas de nuestros más importantes socios comerciales. Por lo tanto, en **Ecoanalítica** hemos actualizado nuestro índice de TCR con respecto al dólar, el peso colombiano y el real brasileño, utilizando el promedio entre 1990 y 1993 como período base.

Los cálculos arrojan que tomando en cuenta la economía de EUA, el t/c que compensaría los niveles de sobrevaluación

para el mes de mayo es de 5,55 VEF/US\$. Esto implica que existe una amplia brecha entre el t/c oficial y su valor implícito, que se traduce en un nivel de sobrevaluación de 61%. Como hemos señalado en otras ocasiones, el Gobierno tiene pocos incentivos para desmontar el anclaje cambiario, aunque la lógica económica nos esté indicando que el control de cambio debería desmontarse en el corto plazo, ya que le sirve como herramienta de disuasión política.

Con el peso colombiano, obtuvimos que el índice de TCR también se sitúa por debajo de 100. Así, nuestro t/c oficial está sobrevaluado en 44,8%. Esto nos da como resultado un t/c implícito con Colombia de 3,9 VEF/US\$. Este valor nos indica que también frente a su segundo socio comercial, las exportaciones del país se han hecho menos competitivas.

El índice de TCR con Brasil evidencia un t/c implícito proyectado para el mes de mayo equivalente a 4,5 VEF/US\$, lo cual implica una sobrevaluación de 52% con respecto al t/c vigente. Es decir, en este caso tenemos un t/c "barato", de manera que los costos de producción en la industria brasilera, medidos en dólares, son inferiores a los de Venezuela, lo cual favorece las exportaciones de dicho país.

Ponderando a los tres principales socios, el t/c implícito sería de VEF 5,0 por dólar, es decir, 132% por encima del t/c oficial.

En definitiva, nuestro TCR siempre ha tenido una tendencia a la sobrevaluación, es decir, tenemos un tipo de cambio "barato" (apreciado), muy por debajo de su valor de equilibrio, que incrementa el poder de compra en el exterior, favoreciendo las importaciones. Y en los últimos años esa tendencia se ha reforzado fuertemente. Lo cual es un efecto de nuestra dependencia petrolera.

INFORME EJECUTIVO

Petrobonos, Deuda CVG, Devaluación y CADIVI: El Cóctel Explosivo en la Venezuela de hoy.

Como era de esperarse, el tema cambiario ha estado durante lo que va de año en el ojo del huracán. Rumores de todo tipo van y vienen. En la I semana de Junio, el Ejecutivo Nacional concretó la emisión de bonos por parte de PDVSA y anunció una colocación de deuda por parte de la CVG. Por su parte, el Ministro de Economía y Finanzas, señaló que no descartaba la devaluación del t/c, a lo que FEDECAMARAS respondió señalando que era justa y necesaria. Con todo esto, cabe preguntarse, de cara al segundo semestre, ¿qué viene en materia cambiaria?

Después de meses de especulaciones, PDVSA anunció un bono por US\$3.000 millones, cero cupón, con vencimiento en 2011, pagadero en VEF y denominado en US\$. Sin embargo, este bono tiene varias particularidades. En principio, este bono será regido por leyes venezolanas y en última instancia, PDVSA anunció, a través de un adendum, que se registrará en mercados internacionales, características que le restaron atractivo al papel.

En **Ecoanalítica** somos de la opinión de que si usted estaba pensando en un bono para vender ya y obtener dólares, el petrobono no le servirá de mucho, pues el t/c implícito se acerca mucho al precio del t/c permuta hoy, dado el efecto del riesgo PDVSA. Quedando mejor al vencimiento.

Respecto a esta colocación quisiéramos puntualizar varias cosas. En primer lugar, el Ejecutivo Nacional consiguió el instrumento

“perfecto”: un papel con impacto limitado en el mercado de permuta. Segundo, como consecuencia de lo primero, es un papel que tiene potenciales compradores, especialmente en el sistema financiero. De hecho, al cierre de la semana pasada, los recursos excedentarios del sistema financiero sobrepasaban los US\$3.500 millones. Tercero, es un instrumento que busca generar un cambio de percepción en el mercado de permuta, de una visión “especulativa” a una visión de “cobertura”, preocupación fundamental para el Ejecutivo. En **Ecoanalítica** estimamos que las colocaciones futuras de deuda van a continuar en esta dirección.

Además, esta emisión no logrará una reducción significativa del mercado permuta, en esencia, porque no fue diseñada con ese objetivo. Para lograr una reducción significativa en la cotización del dólar paralelo hace falta una profunda reestructuración de los instrumentos y actores que participan en este mercado. Lamentablemente, no creemos que esto se dé en el corto plazo, y es por ello que el petrobono puede cumplir como un instrumento de cobertura ante un mercado tan incierto.

¿Es inminente un ajuste en el t/c oficial? Para nosotros, la respuesta es no. Primero, porque el Ejecutivo prefirió un ajuste de facto arbitrando entre dos mercados: el oficial que quedó para lo prioritario esencialmente y el mercado permuta para todo lo demás. Segundo, los precios petroleros están en alza, lo cual disminuye las presiones fiscales, y en este contexto se aleja aún más el escenario de la devaluación.

INFORME EJECUTIVO

Cifras Fiscales 2008...

En julio el Ministerio de Finanzas dio a conocer las cifras correspondientes a la gestión fiscal de 2008 y primer trimestre 2009 del Sector Público Restringido (SPR, GC más empresas públicas no financieras) y Gobierno Central (GC) y no son alentadoras.

Se observa que el GC registró un déficit de 1,2% del PIB (superávit de 3% en 2007), mientras que en el resultado del SPR se observa un déficit de 2,6 puntos del PIB (2,8% el año previo). Esto quiere decir que, al igual que 2006 y 2007, la gestión operativa de PDVSA y de las otras empresas públicas no financieras está incidiendo negativamente en la sostenibilidad del Estado como un todo. Más dramático es este número si lo vemos en proporción, pues el Gobierno Central representa alrededor del 75% del SPR. Por lo que el 25% fue bastante ineficiente.

A pesar de que en 2008 los ingresos petroleros fueron 31% mayores que en 2007, durante 2008 el SPR tuvo unos ingresos totales de 31,4 puntos del PIB, continuando con la caída por segundo año corrido, luego de cerrar 2006 en 37,4% y 2007 en 33% del PIB. De hecho, la proporción de los ingresos de 2008 es similar al alcanzado en 2003 (32,3% del PIB).

La razón de esto está en la apreciación del tipo de cambio, desde 2005 no se realiza ningún ajuste del mismo, esto hace que cada petrodólar rinda la misma cantidad de bolívares, pero por la inflación, esos bolívares cada vez compran menos.

La desaceleración económica también se hace notar en los ingresos tributarios no petroleros, durante 2008 estos se contrajeron en 1,7% del PIB. Esta es la

primera contracción desde el año 2000 cuando alcanzaron 9,3% del PIB y llegando a 12,8% en 2007.

La apreciación cambiaria también es la principal responsable de que en 2008 el gasto público como se contrajo en 1,9 puntos del PIB, en comparación con el año anterior.

Un punto que nos preocupa es la composición del "recorte" que se dio. Mientras que el gasto de capital pasó de 13,1% a 10,4% del PIB, el gasto corriente aumentó 0,3 puntos del PIB. De continuar con esta tendencia en 2009 y 2010, en donde la holgura fiscal es menor, la vulnerabilidad de las cuentas fiscales aumenta sustancialmente.

Esperamos que durante el resto del año el nivel de gasto público se mantenga estable (sostenido en un masivo plan de endeudamiento), y que el tipo de cambio siga apreciándose, por lo que las cuentas fiscales continuarán deteriorándose (sólo en 1T09 el déficit del SPR fue de 0,9% del PIB estimado para el presente año), reforzando la posibilidad de una devaluación en el tipo de cambio oficial para el primer bimestre de 2010.

Además sabemos que el SPR seguirá creciendo gracias a la política de nacionalizaciones, pero este crecimiento se verá reflejado principalmente en mayores gastos y no mayores ingresos, ya conocemos que el objetivo principal de las empresas manejadas por el estado no es la eficiencia económica.

El ajuste en el tipo de cambio deberá realizarse, pero gracias a los recursos con que cuenta el Gobierno es posible que sea más tarde que temprano.

INFORME EJECUTIVO

¿Hasta cuándo se incrementará la deuda pública en el 2009?

Recientemente el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) publicó las cifras correspondientes a la deuda pública nacional al cierre del primer trimestre. En este sentido, al cierre del primer trimestre de 2009 el saldo de la deuda pública (interna y externa) fue US\$44.807 millones, que equivale a 11,8 puntos del PIB. De ese monto, US\$14.960 millones concernían a endeudamiento interno y US\$29.847 millones a endeudamiento externo. Por su parte, de acuerdo a la información del Banco Central, la deuda externa de PDVSA totalizaba US\$15.309 millones en el primer trimestre.

Antes del contagio de la crisis financiera, el Ejecutivo colocaba instrumentos para mantener el control del mercado paralelo de divisas, además que desaceleró el rito de emisión de deuda interna, por lo que redujo el stock de ésta en los últimos tres años.

Con la llegada de la crisis y el abrupto descenso de los precios petroleros, el Ejecutivo decidió incrementar los niveles de endeudamiento, tal como lo anunció el presidente Chávez el pasado 21 de marzo, cuando expresó que preveía incrementar el endeudamiento bruto interno para este año desde VEF 12.242 millones (US\$5.694 millones) hasta VEF 34.000 millones (US\$15.814 millones).

Sin embargo, en lo que va de año, el Ejecutivo ha contraído deuda con China (US\$4.000 millones), Japón (US\$1.200 millones) y Petrobonos (US\$3.000 millones). Además, hasta la primera semana de julio, el Ejecutivo adjudicó VEF 13.550 millones (US\$6.302 millones) en diferentes bonos (DPN, TICC, TIF y Bono Agrícola) y VEF 3.770 millones en letras del tesoro (US\$1.753 millones).

No conforme con ello, según información recabada por **Ecoanalítica**, se emitirán instrumentos de deuda externa en el segundo semestre por un monto que podría oscilar entre US\$7.500 y 7.700 millones, dichos instrumentos estarían denominados en dólares o serán indexados al tipo de cambio, con el propósito de proveer al mercado paralelo de instrumentos de cobertura. Estos instrumentos serían emitidos, por el MEF (US\$2.000 millones), CORPOELEC (US\$1.500 millones), CVG (entre US\$1.000 y US\$1.200 millones) y PDVSA (US\$3.000). Aunado a esto sólo para el tercer trimestre del año, se espera colocar títulos por un monto aproximado de VEF 11.050 millones (US\$5.140 millones).

Si sumamos todo esto, suponiendo que en el cuarto trimestre se emita el mismo monto de deuda interna que en el tercero, el endeudamiento bruto en 2009 sería de US\$41.655 millones (VEF 89.559 millones), lo que se traduce en un aumento de 94,6% con respecto al cierre de 2008. Este fuerte incremento de la deuda pública total originará que el servicio de la misma para el período 2010-2013 aumente en promedio US\$3.722 millones, además que el hecho de que se hayan emitido más de US\$7.000 millones en instrumentos de deuda en dólares podría impactar negativamente la cotización de bonos venezolanos en el mercado internacional, además de resultar una emisión bastante onerosa.

El Ejecutivo debería moderar las emisiones de deuda, además de utilizar racionalmente de los fondos extraordinarios y tratar de no desviarse del gasto público proyectado para lo que queda de año, pues es muy arriesgado incrementar la deuda en tal magnitud esperando la recuperación los precios del petróleo.

INFORME EJECUTIVO

PRINCIPALES VARIABLES- VENEZUELA

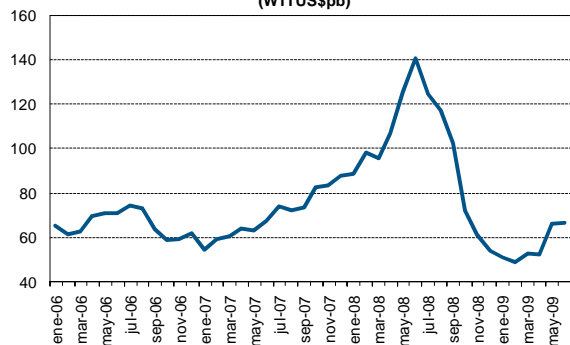
	2008	Estimado 2009	(Último dato)
Precio del petróleo (Cesta Venezolana)	89,7	53,4	55,27
PIB Total (% Anual)	4,8	-0,5	0,3
PIB Petrolero (% Anual)	3,0	-7,8	-4,8
PIB No Petrolero (% Anual)	5,3	0,8	1,3
IPC-Caracas (%)	31,9	29,0	27,4
INPC (%)	30,9	28,5	26,0
IPM (%)	23,5	32,8	31,9
Tipo de cambio oficial (fin de año)	2,2	2,15	2,2
Tasas activas (fin de año)	22,8	19,0	19,2
Tasas pasivas (fin de año)	16,4	13,9	14,5
Liquidez monetaria (VEF MMM)	190,9	242,0	209,4
Reservas Internacionales (US\$ MMM)	43,1	34,1	30,8
Desempleo (%)	7,5	8,4	7,7



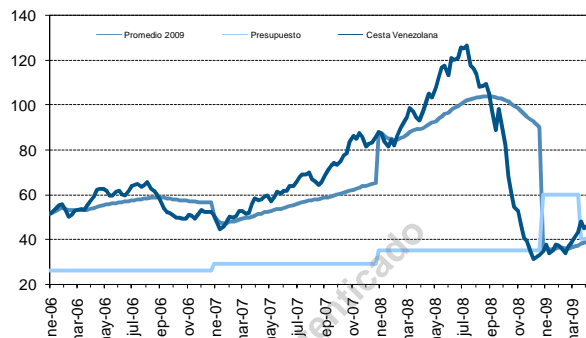
INFORME EJECUTIVO

INDICADORES ECONÓMICOS

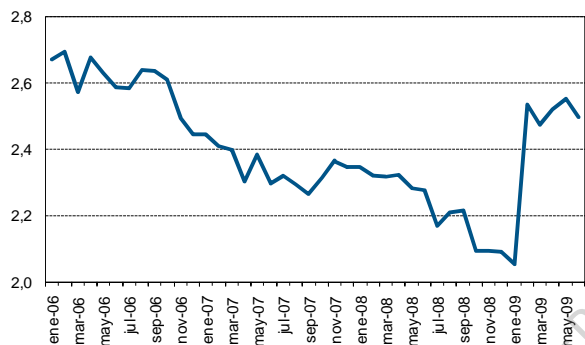
Precios del Petróleo (WTI US\$pb)



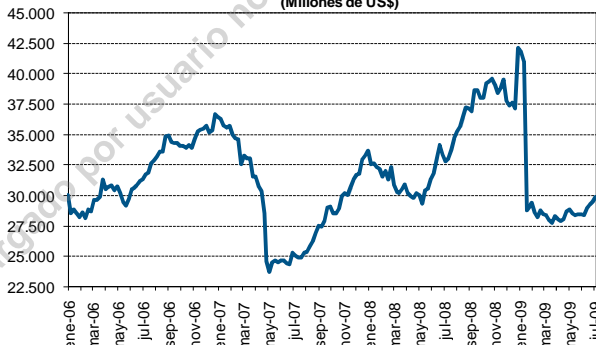
Precios del Petróleo (Cesta Venezolana US\$pb)



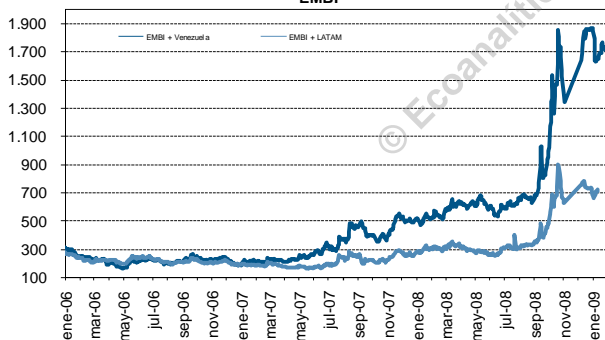
Exportaciones Petroleras MMBD



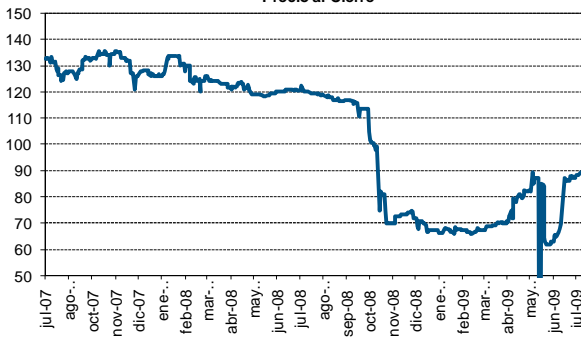
Reservas Internacionales - BCV (Millones de US\$)



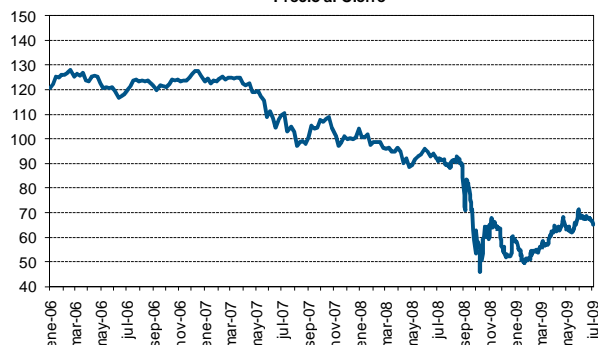
EMBI



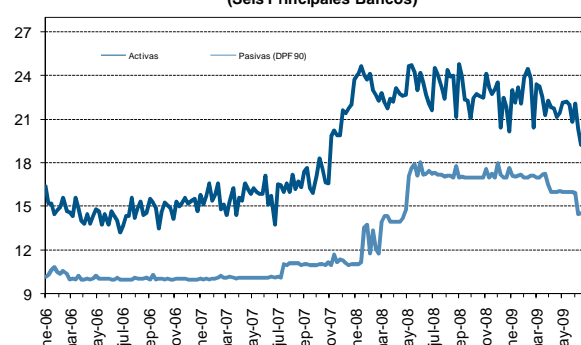
Venezuela Global 18 Precio al Cierre



Venezuela Global 27 Precio al Cierre



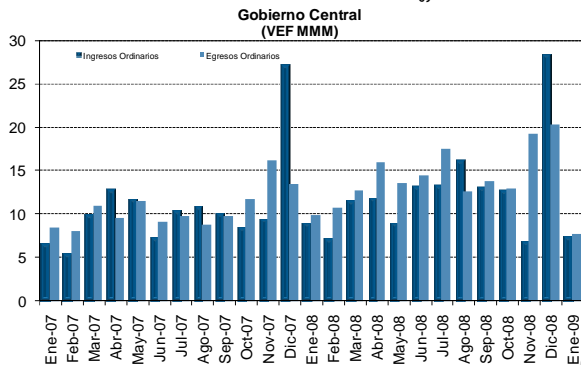
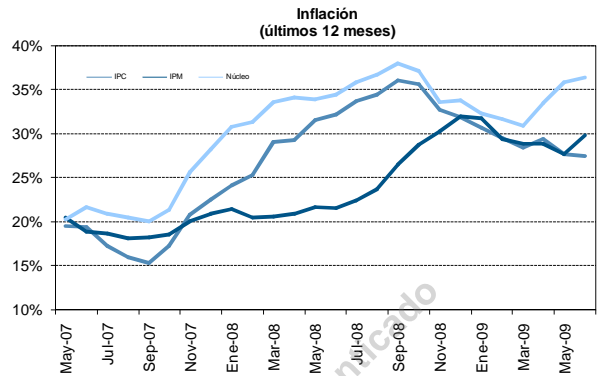
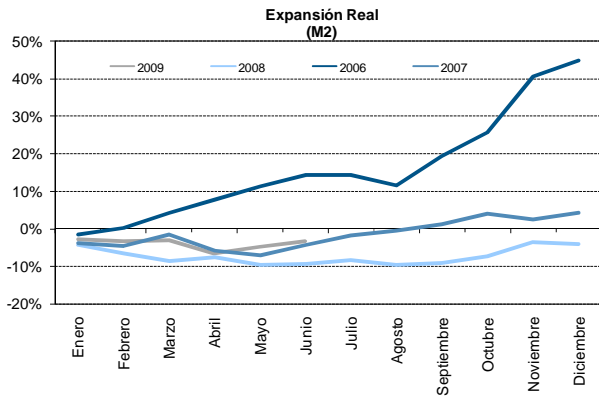
Tasa de Interés (Seis Principales Bancos)



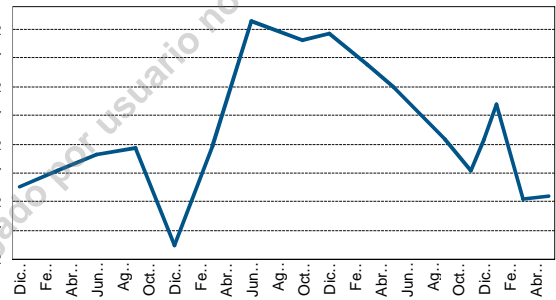


INFORME EJECUTIVO

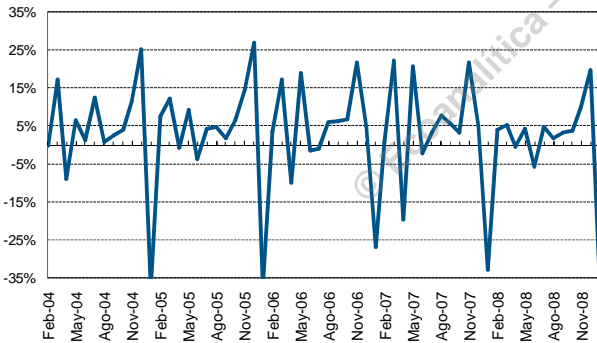
INDICADORES ECONÓMICOS



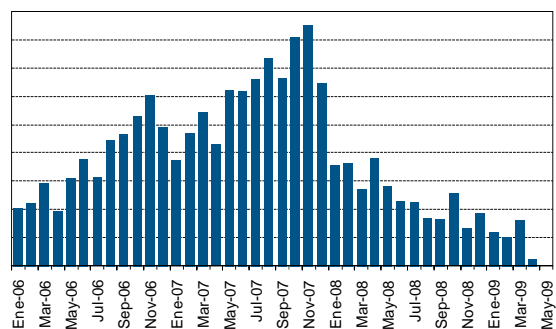
Recursos extrapresupuestarios del Estado (US \$ MM)



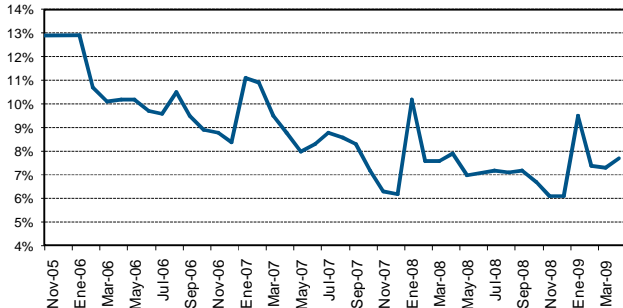
Volumen de Ventas (Variación %)



Venta de Vehículos (Miles de Unidades Vendidas)



Tasa de desocupación (Variación)



Liquidaciones - CADIVI (Millones de Dolares)

