ECOANALÍTICA

Informe Semanal

Año 3, Número 12
11 de Abril de 2007

Redacción:
Alejandro Grisanti
Asdrúbal Oliveros

Edición:
Argelia Guedez
Zoraida Verkaik

LAS CONSECUENCIAS DE LA EMISIÓN DE PDVSA: REDUCCIÓN DE LA LIQUIDEZ Y DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Prohibida su reproducción y distribución fuera de los términos acordados entre ECOANALÍTICA C.A. y/e
EL CLIENTE

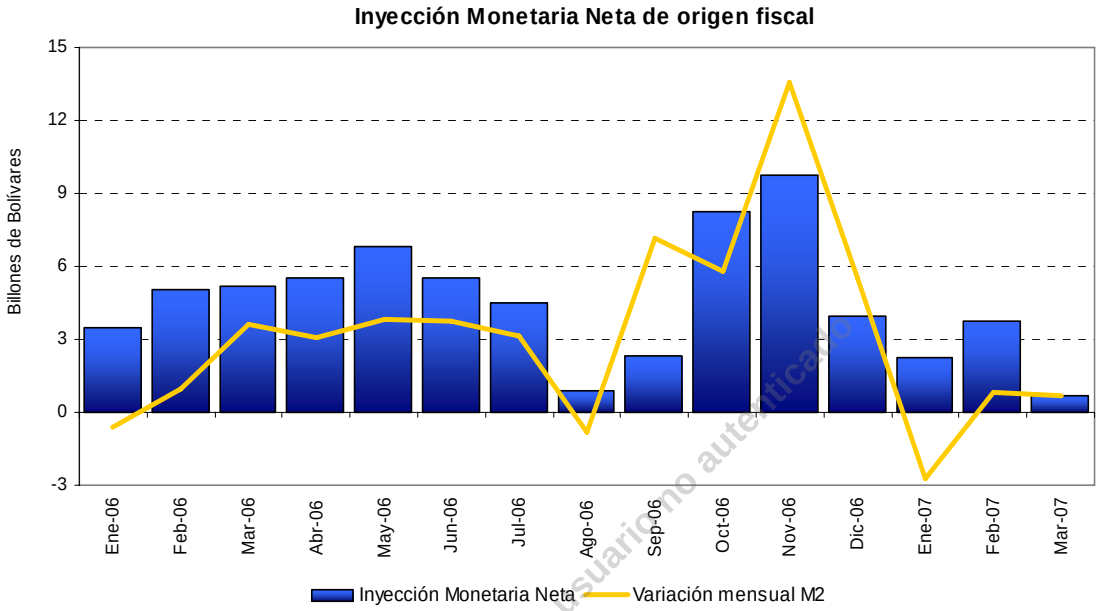
© Ecoanalítica – Descargado por Usuario No Autenticado

La política fiscal expansiva y el control de cambio son las dos variables que explican el gran salto de los agregados monetarios en los últimos tres años. Desde la segunda mitad del año pasado esto ha tenido un impacto significativo en el repunte de la inflación, a pesar de la acción del BCV para contener el incremento de la liquidez. La emisión de bonos de PDVSA reducirá en el corto plazo la liquidez monetaria así como las reservas internacionales. Sin embargo, este efecto está lejos de ser permanente.

En el último trimestre de 2006, se dio un fuerte incremento de la liquidez

Durante 2006, el Gobierno continuó con su política fiscal fuertemente expansiva en medio de una bonanza petrolera sin precedentes, elevado crecimiento económico y celebración de elecciones presidenciales. Esta expansión fiscal trajo como consecuencia un aumento importante en la inyección monetaria neta de origen fiscal que, unido al régimen de control de cambio vigente desde 2003, se manifestó en un incremento significativo de los agregados monetarios, especialmente en el último trimestre del año.

Av. Blandín, C. C. Mata de Coco, Piso 5, Ofic.5E, Caracas 1080 | Tlf: 266.5163 Fax: 266.51.19
alejandrog@ecoanalitica.net | www.ecoanalitica.net



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

© Ecoanalítica. Descargado por usuario no autenticado

El Gobierno ha moderado el incremento de la liquidez en 2007

En el primer trimestre del año, de acuerdo a las cifras del BCV, la liquidez monetaria prácticamente no ha mostrado variación respecto al resultado con el que cerró 2006. La última cifra disponible corresponde a la semana finalizada el 23 de marzo de 2007, donde la liquidez monetaria (M2) alcanzaba VEB 118,6 billones. En el año 2006, M2 cerró en VEB 118,8 billones. Sin embargo, en términos anuales, al cierre del primer trimestre, la liquidez monetaria tuvo un crecimiento nominal de 61,2%, y en términos reales de 33,2%. Es importante destacar que al cierre de 2006, el crecimiento real de M2 se ubicó en 44,8% respecto al año 2005.

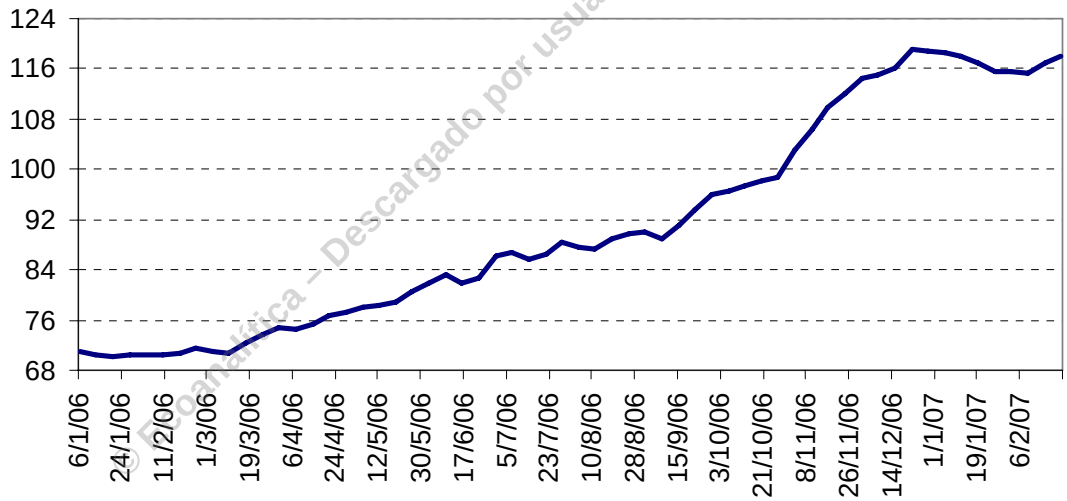
Esta leve moderación en el crecimiento de la liquidez está relacionada con las medidas que el Ministerio de Finanzas (MF) ha tomado en el primer trimestre del año, especialmente las relativas al manejo de las cuentas de la Tesorería Nacional. El Gobierno decidió que PDVSA ahora depositará los dólares que reciba en dos cuentas en la Tesorería Nacional. De acuerdo al MF, la medida se ampara en lo previsto en la Ley Orgánica de Hidrocarburos.

Según el esquema, PDVSA colocará todos los recursos programados para atender el gasto de este año en una cuenta y depositará todos los recursos excedentarios en otra cuenta, es decir todo lo generado

por un precio superior a US$ 29 por barril, cifra contemplada en la Ley de Presupuesto Nacional 2007. Con ese nuevo esquema, la Tesorería será la que venderá las divisas al Banco Central cuando se requiera atender el gasto total (traspasos a organismos y regiones).

Según el ministro de Finanzas, Rodrigo Cabezas, por esa vía "se reduce el impacto que genera la liquidez en el indicador de precios (…) Unos VEB 11 billones no tendrán que circular en el sistema financiero". Sin embargo, esto es sólo un impacto en el corto plazo, pues el Gobierno no tiene planteado ninguna modificación en la política fiscal ni en los niveles de crecimiento del gasto público.

Liquidez
(Billones de Bs.)



© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autorizado

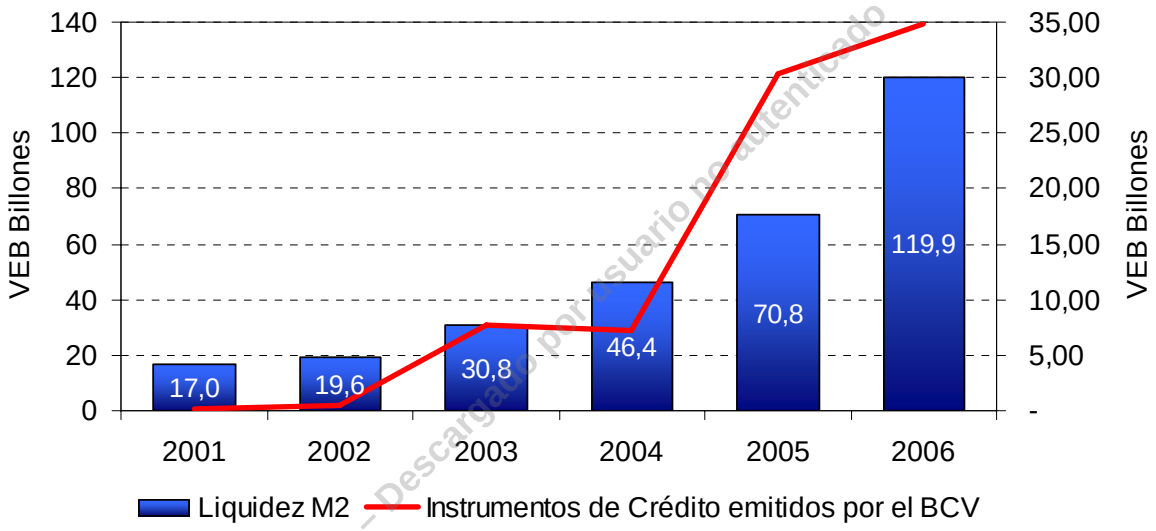
Fuentes: BCV y Ecoanalítica

El esfuerzo del BCV es insuficiente

Este efecto también se ha visto en los instrumentos de política monetaria que emite el BCV. Los mismos se encuentran en niveles de VEB 33,4 billones al cierre de la tercera semana de marzo. A comienzos de año, se encontraban en niveles similares. Este monto representa apenas 28% del total de M2. Esta proporción es igual a la alcanzada al cierre de 2006, pero significativamente menor a la del cierre del año 2005 cuando se ubicó en 42%. Por consiguiente, a pesar del esfuerzo del BCV, la política monetaria no es suficientemente restrictiva para frenar el crecimiento de los agregados

monetarios, pero supone un elevado costo de la política monetaria, a pesar de la caída en el rendimiento efectivo de estas operaciones. Al cierre de 2006, el BCV pagó en intereses por instrumentos de política monetaria un valor equivalente a VEB 3,6 billones.

Operaciones de Absorción y Liquidez



Fuentes: BCV y Ecoanalítica

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Entre abril y mayo, esperamos una reducción importante en la liquidez

De acuerdo a nuestras estimaciones, en las próximas cinco semanas, tendremos una contracción en la liquidez monetaria de VEB 22,3 billones, equivalentes a 69% del saldo de las operaciones de absorción del BCV y apenas 19% del total de la liquidez monetaria (M2).

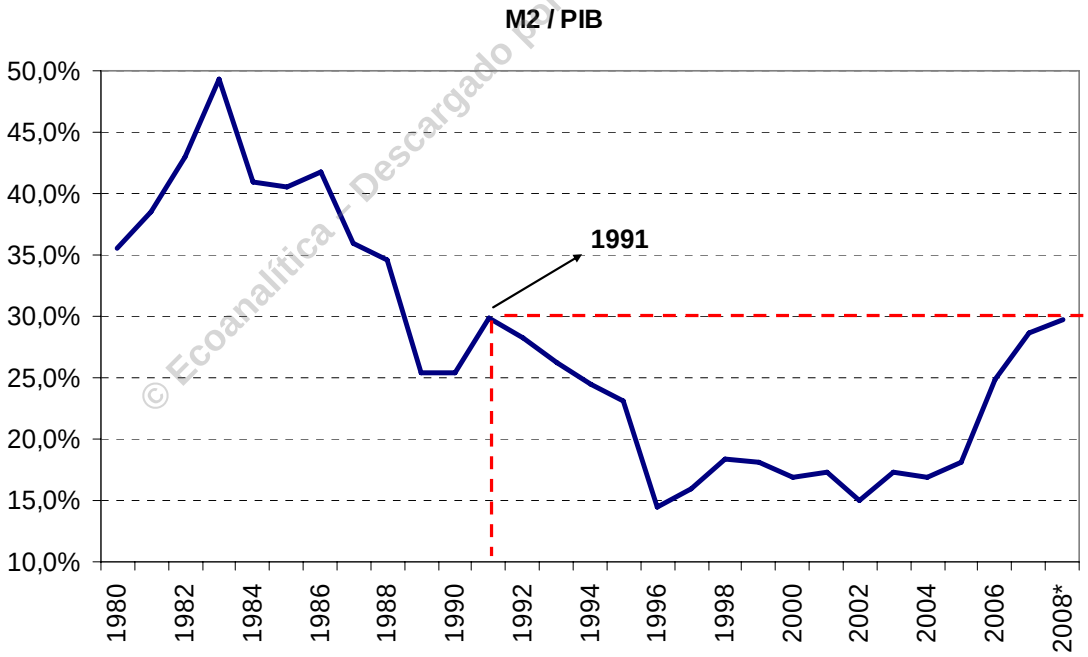
Esta contracción de la liquidez proviene del efecto neto de la inyección del gasto público (VEB 11 billones de acuerdo a nuestros cálculos) y de la contracción vía CADIVI (VEB 6,5 billones), impuestos no petroleros vía SENIAT (VEB 9,7 billones) y la colocación de bonos de PDVSA (VEB 17,1 billones). Como puede observarse, este último renglón tiene el mayor impacto en la reducción de la liquidez monetaria.

En ***Ecoanalítica*** consideramos que la emisión de PDVSA va a introducir fuerte volatilidad en el mercado financiero con alta dispersión de las tasas de interés en las próximas semanas. En consecuencia, podemos esperar un leve incremento en los márgenes de intermediación del sistema financiero.

La contracción en la liquidez será de corto aliento. Aún queda espacio para crecer

Dado que la contracción de la liquidez se debe a un hecho circunstancial como lo es la mega-emisión de bonos de PDVSA, y no a un cambio en la política económica, especialmente la correspondiente al área fiscal, no esperamos una reducción significativa en el crecimiento de los agregados monetarios. Al cierre de 2006, la liquidez monetaria como proporción del PIB se ubicó en 24,9%, el valor más alto desde 1994. De acuerdo a nuestros estimados, a finales de 2007, la demanda de dinero (M2/PIB) alcanzaría 28,7% y en el año 2008 se ubicaría en 29,7%, un nivel similar al alcanzado en 1991.

© Ecoanalítica - Descargado por usuario no identificado



Fuentes: BCV y Ecoanalitica

El otro efecto de la emisión se sentirá en las reservas internacionales

Con la reciente operación de bonos de PDVSA, se puede prever una caída significativa en las reservas internacionales en las próximas cinco semanas.

Antes de la emisión, las reservas totalizaban US$ 32.372 millones. En ***Ecoanalítica*** estimamos que PDVSA adquiera divisas del BCV por un monto equivalente al 80% de la emisión (US$ 6.330 millones); si a eso le sumamos una transferencia al FONDEN por US$ 2.300 millones (la última que falta para completar los US$ 6.000 millones que el BCV acordó transferirle durante 2007) más US$ 3.000 millones en liquidaciones de CADIVI, tenemos una caída bruta de US$ 11.630 millones en las reservas, es decir el equivalente al 36% del monto global existente en la primera semana de abril.

Sin embargo, estimamos que en las próximas cinco semanas PDVSA transferirá al BCV un monto equivalente a US$ 4.500 millones por concepto de exportaciones petroleras. Así, el efecto neto sobre las reservas será de US$ 7.130 millones, es decir el 22% de las reservas existentes a inicios de este mes. A mediados de mayo, según esta estimación, las reservas internacionales se ubicarían en US$ 25.242 millones, equivalentes a nueve meses de importaciones, según nuestros estimados para 2007.

Esta significativa disminución en las reservas internacionales es preocupante, dado el bajo respaldo en divisas que tendrá nuestra moneda. De materializarse esta caída, las reservas internacionales respaldarán el 46% de la liquidez monetaria. Adicionalmente, esta caída de las reservas internacionales puede encender las alarmas en los mercados internacionales, provocando un ascenso en el riesgo-país.

© Ecoanalítica. Descargado por usuario no autorizado

Tips Económicos

Reducción de la inflación en marzo. Según el BCV, durante el mes de marzo el Índice de Precios al Consumidor (IPC) de Caracas registró una variación negativa de -0,7%, inferior a la observada en el mes anterior (1,4%) y a la reportada en marzo del año pasado (0,9%). Es importante destacar que se trata de la variación intermensual más baja observada en los últimos 19 años. Con este resultado la variación acumulada del IPC en el primer trimestre del año se ubicó en 2,6%, superior al 1,3% reportado en igual período del año anterior. Sin embargo, la variación anualizada del

IPC se ubica en 18,5%, inferior a la del mes de febrero (20,4%), pero significativamente mayor a la registrada en marzo de 2006 (12,1%).

Gracias al IVA. El BCV explica que el comportamiento del IPC en el mes de marzo se asocia al efecto que generaron las medidas dictadas por el Ejecutivo Nacional referentes a la reducción de la tasa del IVA, al ajuste en los precios de algunos alimentos regulados y la mejora sustancial en el abastecimiento. En este contexto, tanto los rubros controlados como los no controlados registraron contracciones en sus tasas de variación de -1,5% y –0,1%, respectivamente. En ***Ecoanalítica***, somos de la opinión que el efecto más importante es el relativo a la baja en la alícuota del IVA. Según nuestros cálculos, el efecto bruto de este medida, visto aisladamente, es de una reducción de 1,5% en la tasa de inflación. De tal manera que para precisar el alcance de las recientes medidas tomadas por el Ejecutivo Nacional es necesario analizar el comportamiento de la tasa de inflación en los meses venideros.

Nuevo traspaso. El BCV volvió a realizar un nuevo traspaso de reservas al FONDEN por un monto de US$ 1.700 millones. El BCV notificó al Gobierno que los activos que se traspasarían serían US$ 6.000 millones, a pesar de que la petición del presidente Chávez fue de US$ 8.700 millones. El argumento para dar menos cantidad se debió al cálculo del nivel óptimo de reservas. Hasta la fecha, se han traspasado US$ 3.700 millones y estimamos que para finales de abril se realice el último traspaso por US$ 2.300 millones.

© Ecoanalítica – Descargado por Usuario no Autorizado

Los números del FONDEN. En las últimas semanas, el Gobierno Nacional ha dado a conocer los recursos que se tienen depositados en el FONDEN, así como su ejecución. El FONDEN fue constituido en octubre de 2005, cuando PDVSA y el BCV comenzaron a realizar los depósitos a dicho fondo. Según el MF, hasta la fecha el Ejecutivo ha utilizado el 50% de los recursos transferidos.

Los recursos libres no son tantos. Las cifras del MF reflejan que en 17 meses, el FONDEN ha recibido depósitos por US$ 22.500 millones, y de esa cantidad se han comprometido en 114 proyectos, US$ 17.200 millones. Sin embargo, hasta la fecha se han desembolsado US$ 11.300 millones. En consecuencia, los recursos libres y sin asignación alcanzan US$ 5.300 millones. El ministro de Finanzas, Rodrigo Cabezas ha señalado que parte de estos recursos serán destinados a la compra de empresas por parte del Estado.

Inversiones riesgosas. El MF informó que del dinero que está depositado en el FONDEN, US$ 6.200 millones están colocados en notas estructuradas con plazos hasta 2012. El Ejecutivo no venderá los papeles sino que esperará su vencimiento. Este año se vencen US$ 1.780 millones. Una porción de las notas estructuradas que

forman parte de la cartera del fondo tiene riesgo ecuatoriano y de otros países de la región. Las inversiones se realizaron a mediados del pasado año. En nuestra opinión, las inversiones del FONDEN deberían hacerse en instrumentos menos riesgosos aunque se obtenga un rendimiento menor.

Elevada recaudación del ISLR. Según el superintendente Nacional Aduanero y Tributario, José Vielma Mora, la recaudación del ISLR durante el mes de marzo fue de VEB 7,6 billones. El SENIAT tenía una meta de recaudación de VEB 5,9 billones. Es importante destacar que durante el mes de abril se espera también un elevado nivel de recaudación debido al pago de los contribuyentes especiales.

Brasil no está convencido. Brasil observa "con simpatía" el proyecto para crear el llamado Banco del Sur. Sin embargo, es necesario "negociar mucho" antes de darlo como un hecho, según el ministro de Relaciones Exteriores brasileño, Celso Amorim. Destacó que existen asuntos técnicos, e incluso diferencia de opiniones, que deberán ser negociados y unificados.

Se extiende inamovilidad. El Gobierno Nacional extendió por más tiempo la inamovilidad (de 6 a 9 meses) y adicionalmente incrementó el tope de protección salarial hasta tres salarios mínimos. Esto quiere decir que aquellos trabajadores que devenguen un salario básico -sin cargos de horas extras, guardias o prolongaciones de jornada- hasta VEB 1.536.975 mensuales están amparados por la inamovilidad laboral.

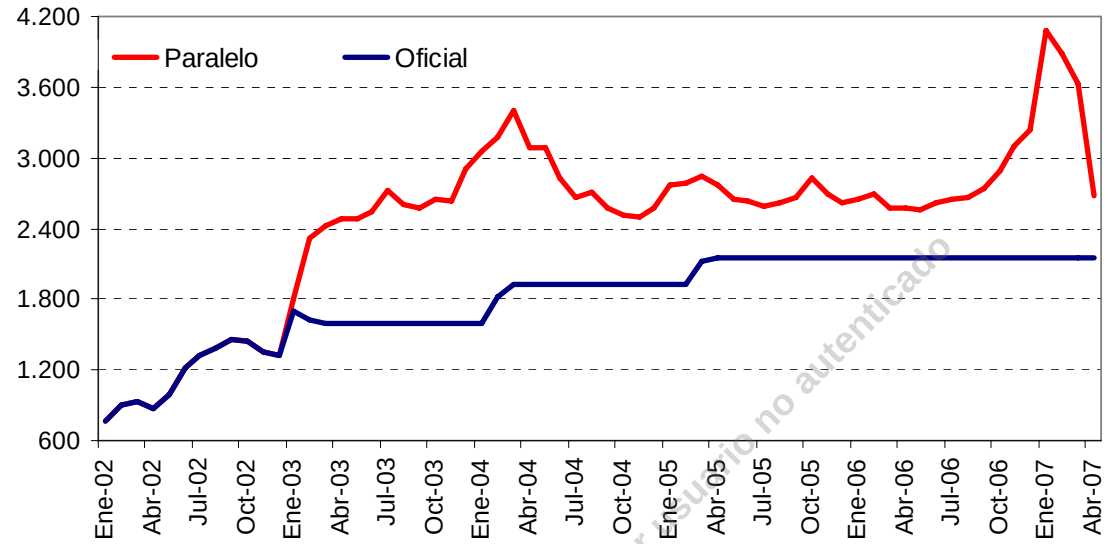
©Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

Tips Petroleros

Vuelve a subir la cesta. En las últimas dos semanas la cesta petrolera venezolana se ha incrementado significativamente hasta totalizar US$ 58,29 por barril. El promedio del año asciende a US$ 50,59 por barril.

Récord en la emisión de PDVSA. PDVSA incrementó la emisión de bonos de US$ 5.000 millones a US$ 7.500 millones, "debido a la alta demanda recibida de los inversionistas". Para la adjudicación se establecieron 16 categorías y sólo fue otorgado el 100% de las solicitudes a las órdenes inferiores a US$ 3.000. Esta emisión es la más grande que se haya realizado en la historia de las finanzas públicas venezolanas y una de las mayores en el mercado latinoamericano. En ***Ecoanalítica*** no entendemos el bajo impacto que ha tenido la emisión de PDVSA sobre el mercado paralelo. Esperamos un mayor ajuste en las próximas semanas.

Tipo de Cambio
(VEB/US$)



Fuentes: Reuters y Ecoanalítica

© Ecoanalítica. Descargado por usuario no autenticado

CITGO no es rentable. De acuerdo al presidente de PDVSA, Rafael Ramírez, la mayoría de las compras de crudos y derivados del año pasado (que totalizaron US$ 38.331 millones) fue realizada por CITGO. Por consiguiente, en su opinión dichos activos deberían venderse, ya que es un negocio que no conviene. Ramírez señaló que actualmente están realizando evaluaciones para determinar qué refinerías son convenientes y cuáles de ellas derivan en un incremento en los costos del holding. Desde 2003 el Gobierno ha venido anunciando su intención de desprenderse de CITGO.

Tips Sectoriales

Mercantil emitirá acciones. La junta directiva de Mercantil Servicios Financieros, en sesión celebrada el 30 de marzo de 2007, decidió realizar una oferta pública de nuevas acciones comunes con base en el capital autorizado de la compañía. La emisión de acciones tiene como objetivo obtener recursos para apoyar los planes de crecimiento de Mercantil e incrementar el número de inversionistas que forman su base accionaria. Esta oferta estará dirigida al público en general y estará compuesta por acciones Clase "A" y Clase "B" en la misma proporción de las acciones en circulación al momento que se haga la oferta.

Autorizadas OPAs de EDC y CANTV. La Comisión Nacional de Valores autorizó las ofertas que lanzará el Gobierno Nacional para completar la nacionalización de La Electricidad de Caracas (EDC) y la telefónica CANTV. El Gobierno ofrecerá en su oferta a los accionistas minoritarios de la telefónica CANTV y de La Electricidad de Caracas las mismas condiciones que pactó con los mayoritarios para nacionalizar ambas compañías, informó el regulador bursátil.

Se realiza con retraso. En el caso de EDC, el inicio de la OPA se realizará con dos semanas de retraso, de acuerdo al memorando de entendimiento firmado entre el Gobierno y AES Corp. El Ejecutivo pactó con la estadounidense VERIZON la compra del 28,5% que posee en CANTV por US$ 572 millones, mientras que acordó pagar a AES Corp US$ 739 millones por su 82,14% en EDC.

Regularán los servicios médicos. El ministro de Finanzas, Rodrigo Cabezas, señaló que se revisarán los precios de los servicios y equipos médicos. Las cifras del BCV indican que el sector salud registró una inflación acumulada de 11,4%, lo cual lo convierte en el sector con la tasa de inflación más alta. Cabezas manifestó que en el caso de los equipos médicos el ajuste fue 25%, en los servicios el aumento fue 15% y las medicinas se elevaron en 8%.

Misiones con amplia penetración. Según la última encuesta de la consultora Datos Information Resources, 47% de los venezolanos ha accedido a las misiones o programas sociales, con especial énfasis en las misiones Mercal, Barrio Adentro y Ribas. En su investigación, Datos determinó que debido a que casi la mitad de la población ha tenido acceso a estos programas sociales, los ingresos familiares de los más pobres se han incrementado de forma importante en los últimos tres años.

©Ecoanalítica. Distribuido por Libano no autorizado

La recuperación del poder adquisitivo es mayor entre los más pobres. Entre los años 2003 y 2006 el ingreso promedio de la clase E aumentó 159%, mientras que el de la clase D creció 49% en términos nominales. El informe de Datos Information Resources indica que, en promedio, el alza de los ingresos familiares entre los más pobres fue de 150% en esos tres años. El estudio detectó que las misiones sociales no han sido los únicos motores que determinaron el incremento de los ingresos entre los estratos pobres, sino que también influyó el desarrollo de la informalidad, así como los ajustes del salario mínimo.

El boom es del consumo. Datos también indagó cuál es el destino de los recursos que recibe cada familia. En términos generales, el 45% de los ingresos familiares son dirigidos a la alimentación, seguido del 11% que se gasta en vivienda y 4% en recreación. Adicionalmente, el patrón de consumo no ha cambiado de forma significativa, sino que se ha centrado en productos un poco más elaborados de todo

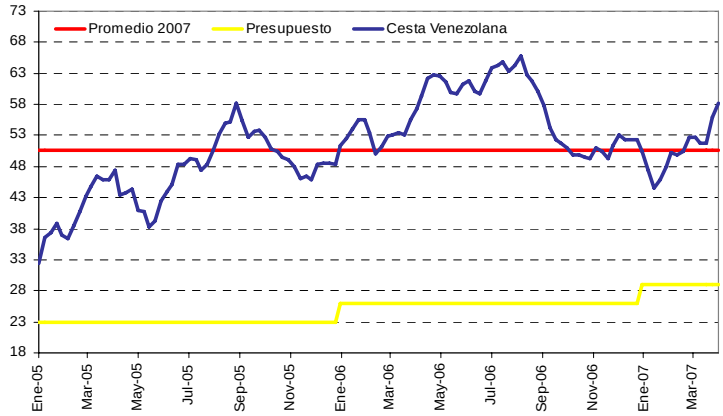
tipo, específicamente aquellos productos que escapan del alcance de las familias apenas el bolsillo se estrecha en tiempos de crisis.

Ajustada tasa social de vivienda. El BCV ajustó la tasa de interés social máxima de la Ley Especial de Protección al Deudor Hipotecario de Vivienda hasta 10,11%, la cual es 0,3% superior a la que estaba vigente. Esta tasa se refiere a los créditos que son otorgados a través de la cartera hipotecaria obligatoria de la banca.

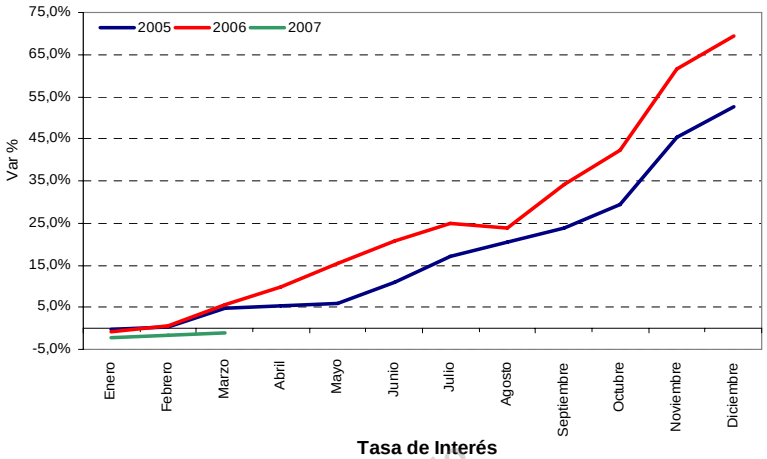
© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

INDICADORES ECONOMICOS

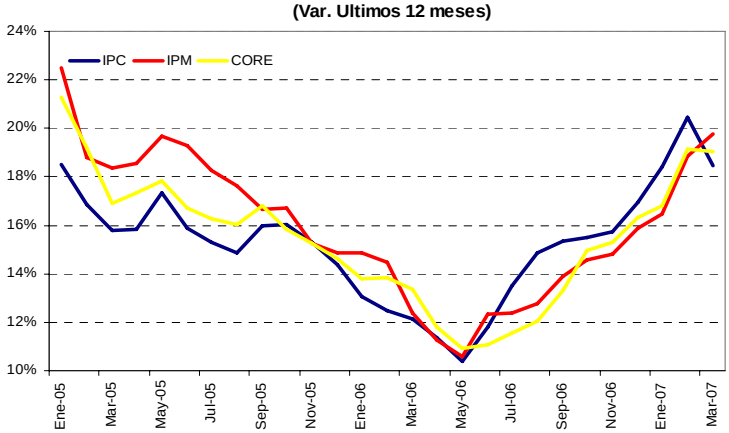
Precios del Petróleo
(Cesta Venezolana US$pb)



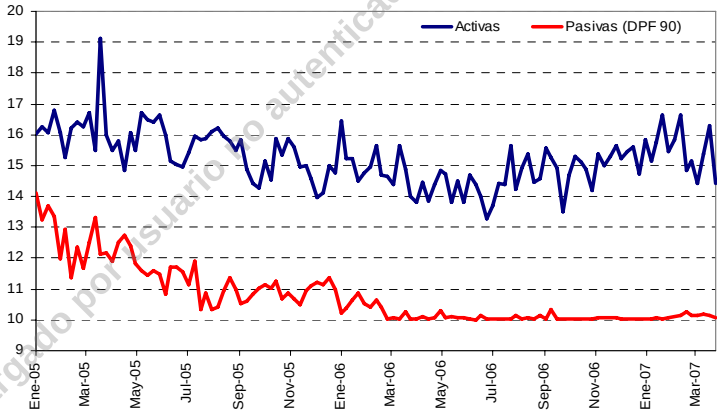
Expansión Real (M2)



Inflación
(Var. Ultimos 12 meses)

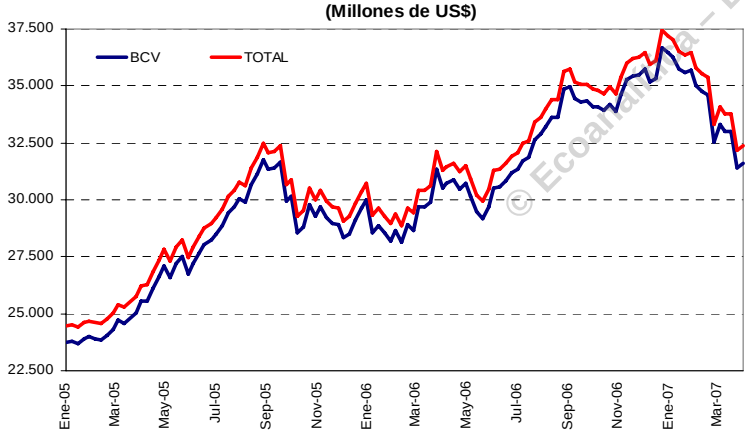


Tasa de Interés
(Seis Principales Bancos)

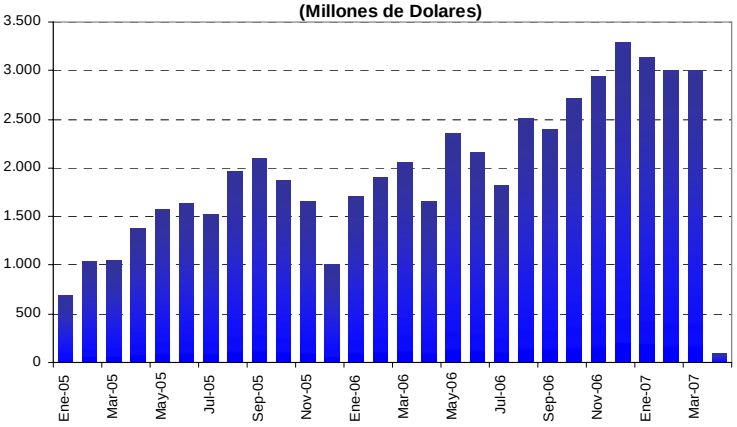


© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

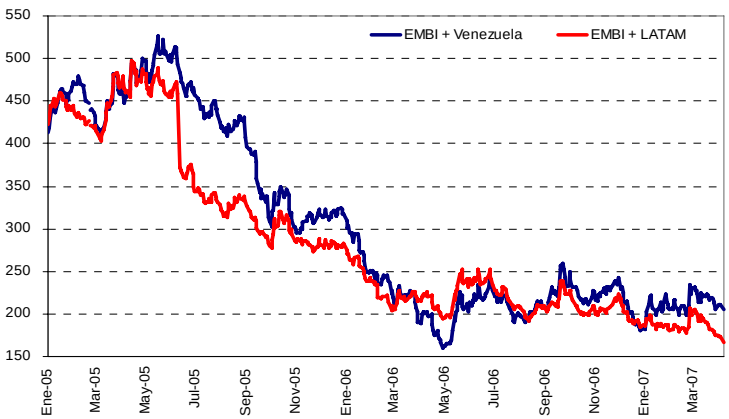
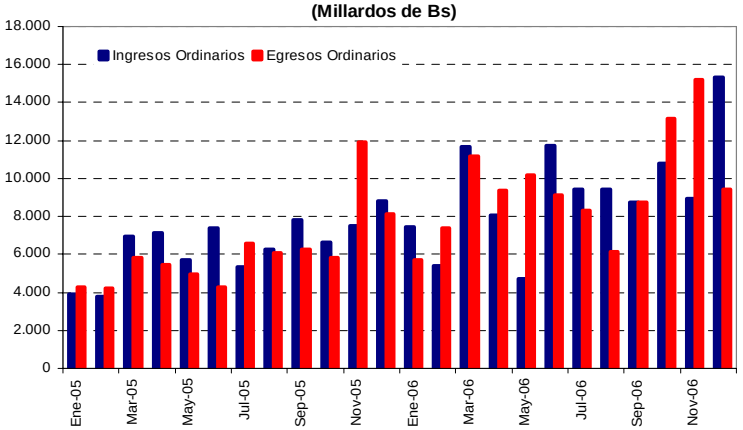
Reservas Internacionales
(Millones de US$)



Liquidaciones - CADIVI
(Millones de Dolares)



EMBI



Gobierno Central
(Millardos de Bs)