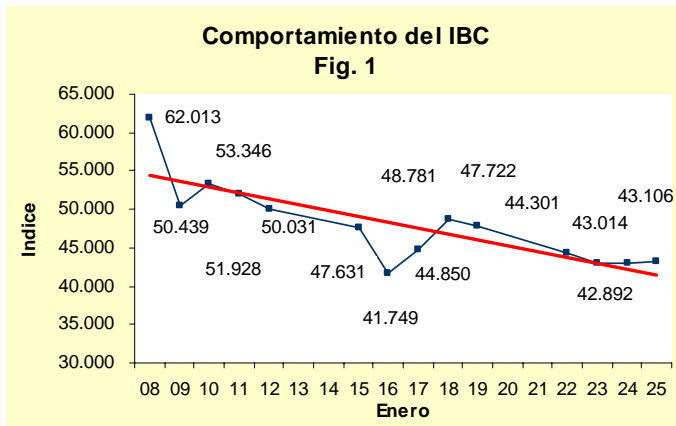


La incertidumbre reina en el Mercado de Capitales Venezolano

Desde el anuncio de la nacionalización de las compañías de telecomunicaciones y electricidad, el IBC de la BVC ha bajado algo más de 30% (Fig.1). En realidad, dicho anuncio no fue más que uno de los elementos del programa de cambios estructurales que proyecta adelantar el gobierno y que incidirán fuertemente en aspectos neurálgicos de la dinámica política, social y económica del país, y por ende en los mercados de bonos venezolanos y la BVC.

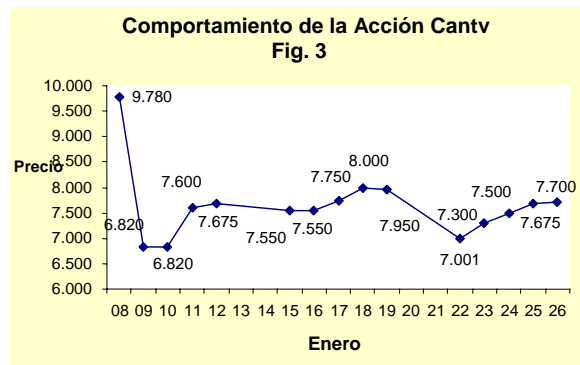
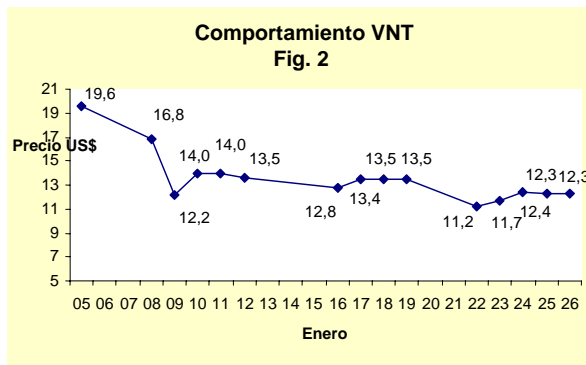


La comunidad de inversionistas acusó recibo de esta medida unilateral, por demás cargada de un simbolismo único, de manera instantánea. La caída observada en los precios de VNT y de TDVd (fig.2 y 3) fue inmediata, seguida de cerca por la EDC (fig. 4), representante “expresamente amenazado” en los anuncios del presidente.

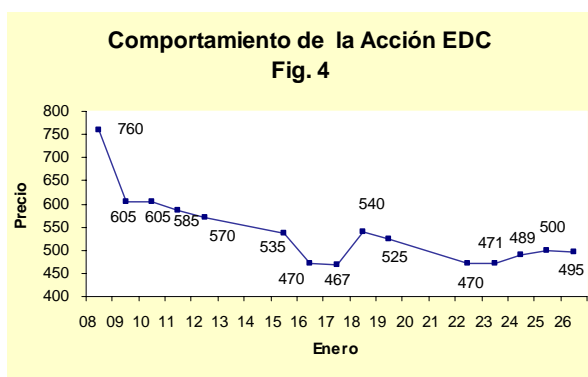
La complicación no se hizo esperar. Otros títulos claves de la BVC fueron arrastrados en la medida en la cual aparecían más anuncios del gobierno que ratificaban la intención de acelerar el ritmo de la implementación de su programa político, haciéndolo extensivo a otros sectores que pudiesen considerarse “estratégicos”.

La complicación no se hizo esperar. Otros títulos claves de la BVC fueron arrastrados en la medida en la cual aparecían más anuncios del gobierno que ratificaban la intención de acelerar el ritmo de la implementación de su programa político, haciéndolo extensivo a otros sectores que pudiesen considerarse “estratégicos”.

La complicación no se hizo esperar. Otros títulos claves de la BVC fueron arrastrados en la medida en la cual aparecían más anuncios del gobierno que ratificaban la intención de acelerar el ritmo de la implementación de su programa político, haciéndolo extensivo a otros sectores que pudiesen considerarse “estratégicos”.

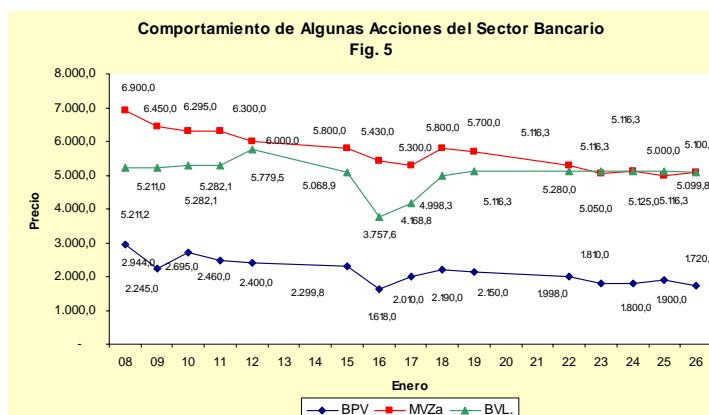


Más específicamente, el anuncio del proyecto de Ley Habilitante, que le otorgaría poderes especiales al Presidente Chávez sobre diez aspectos claves por un período de año y medio. A título ilustrativo, mencionamos la transformación del ámbito financiero, donde dictará "normas que adecuen al sistema financiero (...) a los principios constitucionales". En consecuencia, las acciones de los principales bancos del país cayeron



considerablemente (Fig. 5) y se espera que la tendencia descrita continúe por la incertidumbre que existe en cuanto al alcance y profundidad de las reformas financieras que se están planteando.

El 2006, excelente año para la Bolsa de Valores, ha quedado atrás con sus atractivos resultados. La clave para nuestros amigos inversionistas está en determinar si el comportamiento descendente y volátil observado durante el comienzo del 2007 sería algo temporal ó si esta tendencia negativa continuará. Para



despejar esta incógnita es necesario considerar la tendencia en las variables claves que la determinan. Entre las variables de carácter general, que afectan por igual las inversiones en divisas y en moneda nacional, resaltan:

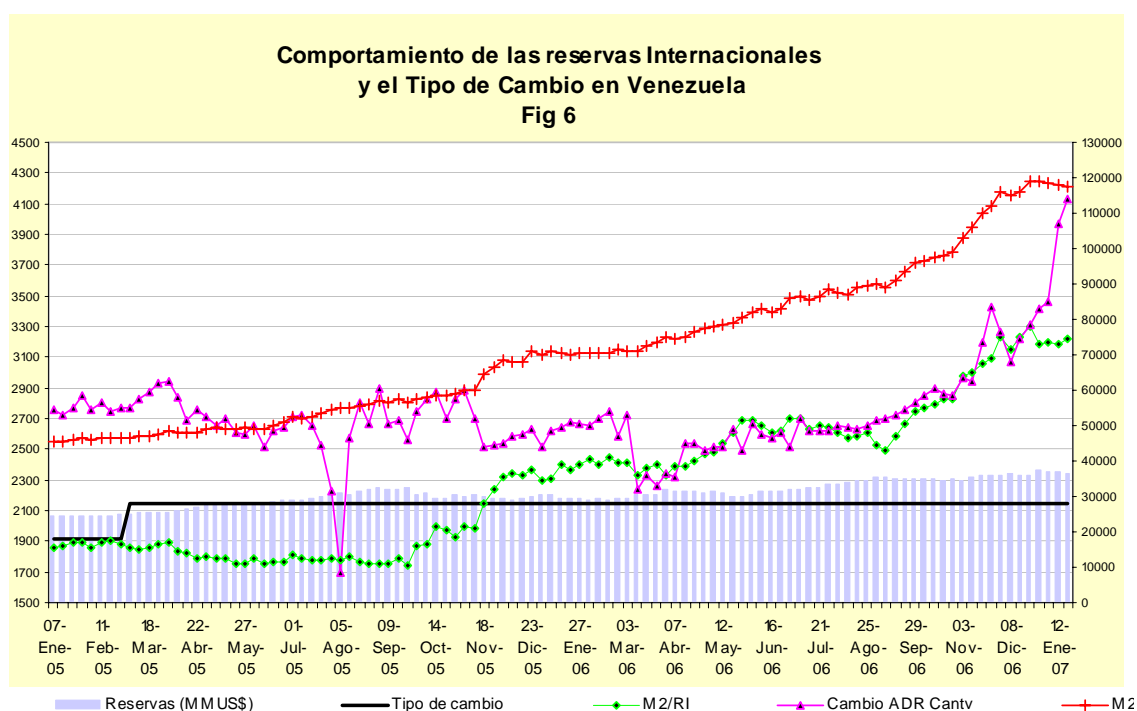
- a) Los **cambios estructurales** que promete adelantar la administración actual son de una magnitud y profundidad tal que amenazan la estabilidad del sector privado establecido en el país, asignando al Estado Venezolano un rol estelar como agente en espacios tradicionalmente ocupados por inversionistas privados. La ley habilitante que otorga un alto grado de discrecionalidad al ejecutivo, hace temer por la confiabilidad del marco legal y justicia en las decisiones. Aún cuando una parte importante de la población rechaza esta tendencia, el proceso será forzado generando más volatilidad y la animadversión de la comunidad inversionista nacional y extranjera por igual. La prima de riesgo país se modificará en la medida en la que se aclare **la manera y oportunidad en la cual se implementarán los cambios planteados** por la administración actual.
- b) El **precio descendente del Petróleo**, quién parece no haber encontrado piso. Aún cuando se argumentan razones principalmente estacionales para ello, recientemente Venezuela no encontró apoyo en la OPEP en su intento de imponer un recorte de producción que contrarrestase la tendencia bajista. Como complemento, las tensiones políticas en el medio oriente parecen complicar cada día más una ya convulsionada situación, evidenciando la fragilidad en el abastecimiento de los mercados globales de petróleo.

A nivel de los mercados de títulos transados en moneda nacional, las variables más determinantes son las relativas al control de cambios y convertibilidad de la moneda. La influencia política en esta materia, personifica el principal riesgo para el inversionista local.

- c) Anticipamos que la disciplina fiscal y/o moderación en el gasto público, no contribuirán a estabilizar variables claves como la Tasa de Cambio y la Inflación. La **Expansión del Gasto Fiscal**, como variable de la política económica, es considerado por la administración como el motor de la economía. Esta tendencia, impone al BCV complementar la utilización de mecanismos de absorción tradicionales vía operaciones de mercado abierto, con mecanismos

eficientes para recoger el exceso de liquidez. Sin embargo, los mecanismos utilizados recientemente demostraron ser insuficientes.

- d) El **spread entre tipos de cambio**, o más específicamente la brecha entre la Tasa Oficial de cambio y la tasa del Mercado Paralelo (vía permutas) es muy grande. Aún cuando en general oscila alrededor del 30%, a fin de año alcanzó el 50% y hoy supera el 90%. La tasa implícita en operaciones con títulos ya supera los 4,100 Bs./USD, cuando la tasa oficial sigue en 2,150 Bs./USD. El gasto público que se evidencia con el crecimiento de la liquidez (fig. 6), ha llevado la paridad de equilibrio ($M2/Reservas = 3,208 \text{ Bs./USD}$) a niveles inconvenientes para muchos inversionistas con posiciones abiertas en moneda nacional, quienes ya declaran abiertamente su temor por una devaluación.



Evidentemente, la situación de poca oferta, alta demanda y percepción de altos niveles de riesgo se ve estimulada por un discurso oficial cargado de dramatismo político.

- e) El **control monetario** es clave. Sorprende a muchos especialistas el no haber visto medidas más enérgicas, como las poco ortodoxas....pero ya tradicionales emisiones de bonos Bolívar/Dólar, para retirar el exceso de disponibilidad y así “quitarle presión al paralelo.” Por el contrario, cuando los inversionistas esperaban un segundo “bono del sur”, los representantes oficiales anunciaron que “no habrán más emisiones en el 2006”. Más recientemente, y contrariamente a lo que sería favorable.....amenazas de reducción de la autonomía del BCV. No nos sorprende que los inversionistas más suspicaces, manifiestan en privado su sospecha de que el deslizamiento observado en el mercado paralelo posiblemente haya sido provocado intencionalmente en principio y que, por error, se haya salido fuera de control. Pej. “....lo dejaron correr.....y se les fue de las manos” (*)

Solamente a través del desarrollo de una perspectiva integral de la política económica que adelanta la administración, sabremos si las variables antes descritas, serán coordinadas por el gobierno de manera que se promueva un panorama favorable a las inversiones y al comportamiento de los mercados financieros venezolanos. Nuestra visión es que esa perspectiva general implica principalmente, que el control de la inflación y el gasto social, continuarán siendo respectivamente, la variable de control y el motor del proyecto económico del gobierno.

Más aún y de manera particular, nuestra percepción es que el gobierno anticipa como gran amenaza, la caída del ingreso generada principalmente por la tendencia descendente de los precios del petróleo, la cual acompaña una ya marcada declinación del volumen de producción. Esta preocupación del gobierno se confirma con los anuncios de medidas fiscales que ampliarán el ingreso fiscal mediante nuevos tributos y mediante un aumento significativo del precio de la gasolina. Asimismo, hacemos notar la reducción “voluntaria” de los salarios de funcionarios claves, medida simbólica que daría oxígeno al proyecto revolucionario.

Por esta razón, percibimos la reciente “subida de tono” de los anuncios oficiales, como una suerte de “huída hacia adelante” en la cual se aceleraría la implantación de los aspectos claves del proyecto revolucionario, para evitar que la falta de recursos amenace el avance socialista y logro de los objetivos políticos del gobierno.

Más específicamente para nuestro mercado de valores, frenar la caída de los precios de títulos venezolanos, impone dar respuestas satisfactorias a las interrogantes (antes mencionadas) que tienen los inversionistas. Exige, entre otras cosas, noticias “constructivas” que reduzcan los niveles de incertidumbre en cuanto al tratamiento “justo” de los inversionistas sujetos a recompra por nacionalización de TDVd y EDC y en relación su seguridad jurídica. Esto es válido por igual para las inversiones en moneda local y en divisas.

Sin embargo, aún así esto no será suficiente para mejorar el atractivo del país como destino de inversiones. Revertir la tendencia descendente en los precios de los valores requiere que el país se perfile como un destino atractivo para que los capitales privados, ya sean éstos nacionales o foráneos. Más aún, que éstos encuentren oportunidades para crecer participando en proyectos y empresas rentables, capaces de generar la riqueza, nuevas plazas de trabajo y por ende los impuestos que contribuirán al bienestar social y económico de nuestros ciudadanos.

* * *

(*) Esta situación particular nos hace pensar, en el espectro de soluciones posibles para que el gobierno logre estabilizar la coyuntura en materia cambiaria. Evidentemente que dichas soluciones no responderán solamente a criterios estrictamente económicos. Seguramente incorporarán la visión política de operadores claves del gobierno, aún cuando la magnitud de las desviaciones que hoy día se observan les imponga el uso “astuto” de algunas decisiones propias de economistas más ortodoxos. Por ejemplo, no resultaría descabellado pensar en la posible incorporación de un sistema de cambio dual, que escondería una devaluación efectiva de un 25%, con la paridad oficial fija a 2,150 para artículos de primera necesidad y un cambio “secundario” con mayor agilidad en las entregas de CADIVI que alcanzaría los 3,000-3,300 Bs/USD para viajes e importaciones menos críticas. Las permutas coexistirían, a mayor tasa.