



Impacto de la Nueva Ley en los Negocios y Finanzas

Octubre 2005

ESPIÑEIRA, SHELDON Y ASOCIADOS

Firma miembro de

PRICEWATERHOUSECOOPERS 

Obligaciones que establece la Ley

- Están exentos de declarar las divisas al BCV:
 - La República.
 - Petróleos de Venezuela (PDVSA) cuando se trate del régimen de administración de las divisas contemplado en la Ley del BCV.
 - Las empresas constituidas o que se constituyan para desarrollar actividades referidas en la Ley Orgánica de Hidrocarburos.
 - De esto se infiere que las empresas que operan bajo la Ley de Hidrocarburos Gaseosos no están exentas de esta obligación.

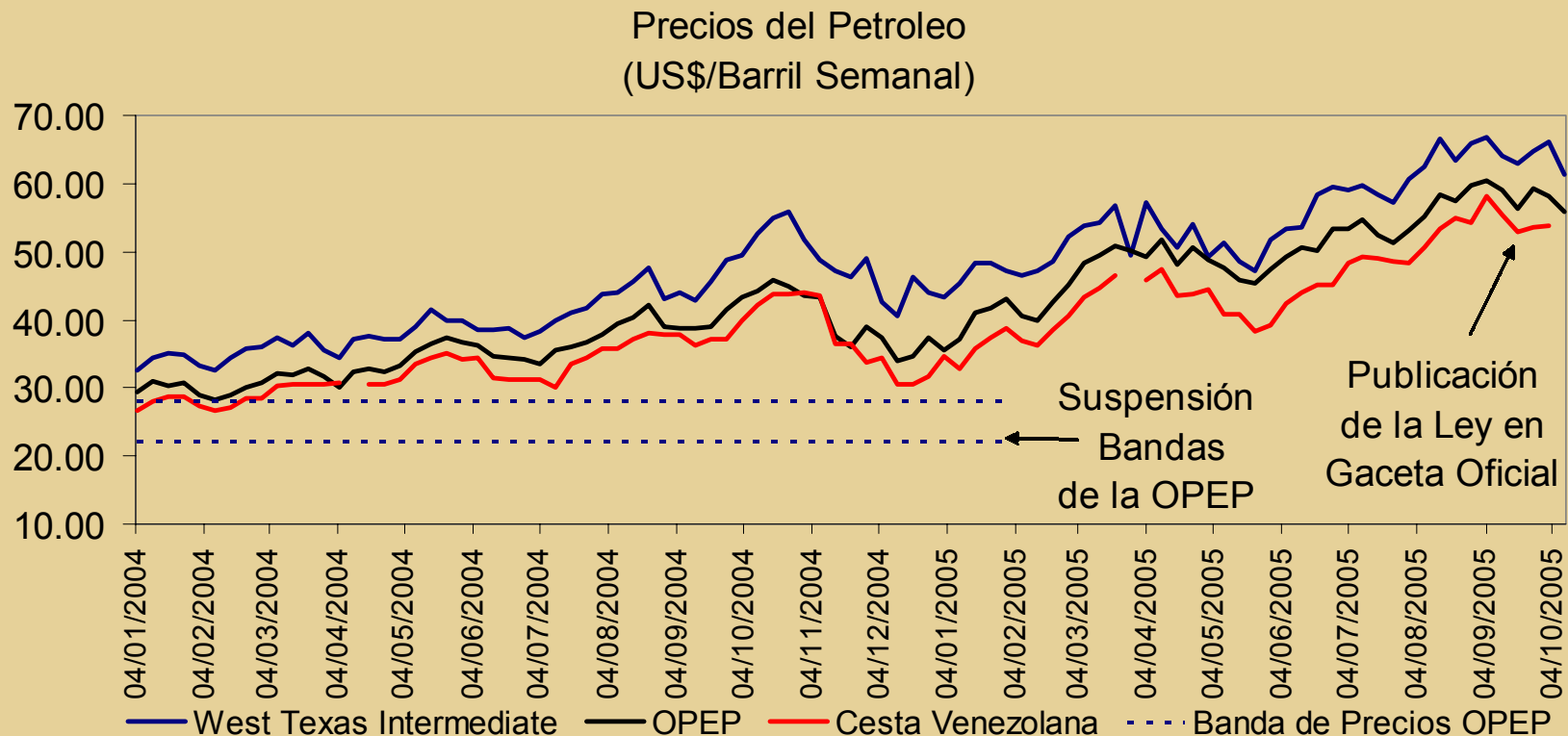


Situación Macroeconómica

- Se estima crecimiento económico
 - entre 5,0% y 7,0% para el año 2005.
 - entre 4,0% y 5,0% para el año 2006.
- La inflación acumulada hasta el mes de septiembre se ha desacelerado con respecto al mismo período del año 2004, ubicándose en el mes de agosto en 11,6%.
- A finales de 2005, se estima que la inflación se ubicará entre 15,0% y 17,0%. Mientras se proyecta una inflación de 13% a 14% en 2006.

Precios del petróleo volátiles pero con tendencia mantenerse elevados.

En la semana de publicación de la Ley la Cesta Petrolera Venezolana cerró en US\$ 52,80 /bl.

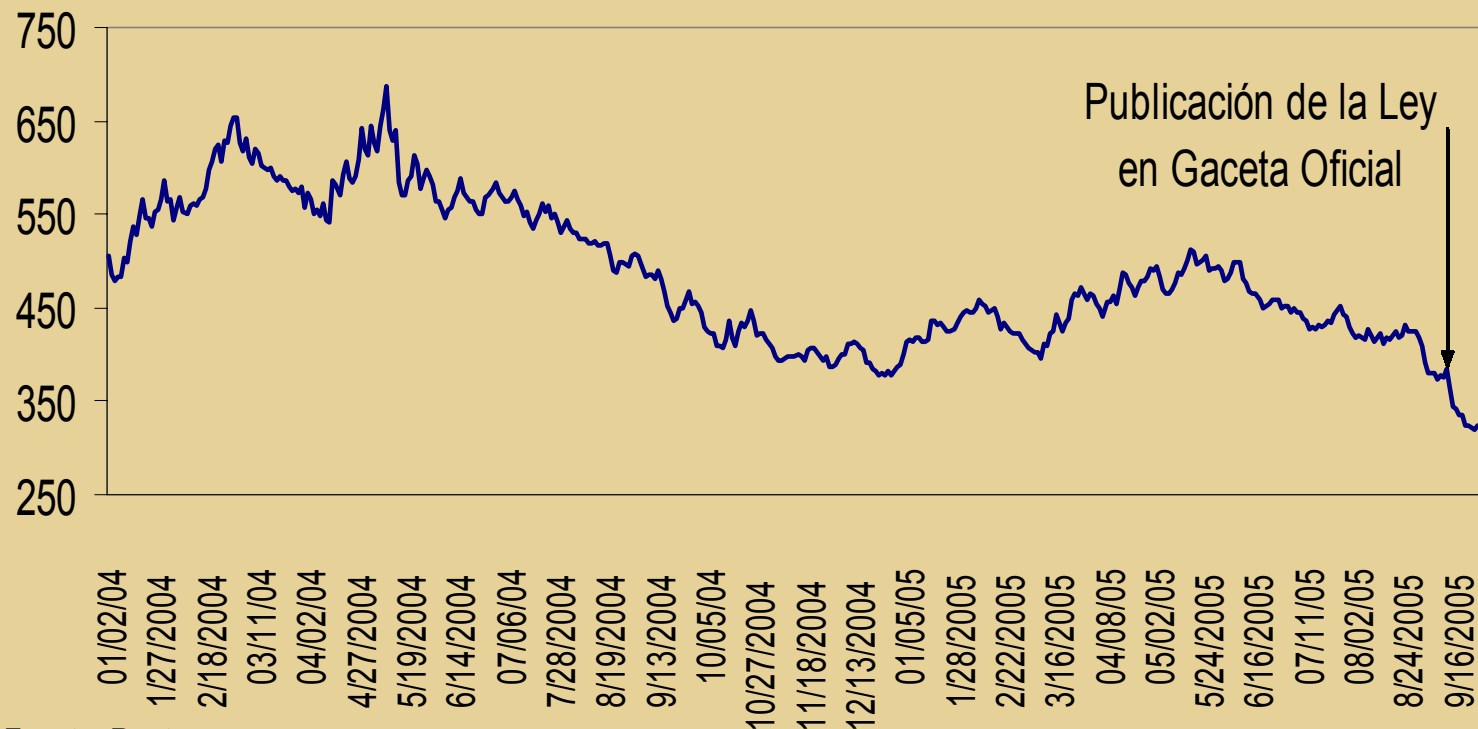


Fuente Reuters

Riesgo soberano decreciendo. Menores costos de endeudamiento

- El riesgo soberano se ubicó en 364 pbs el día de la publicación en Gaceta Oficial de la Ley en contraste a los 1.110 pbs que registró el 23/01/2003 día del inicio del control de cambios.

Riesgo Soberano
(Puntos Básicos)

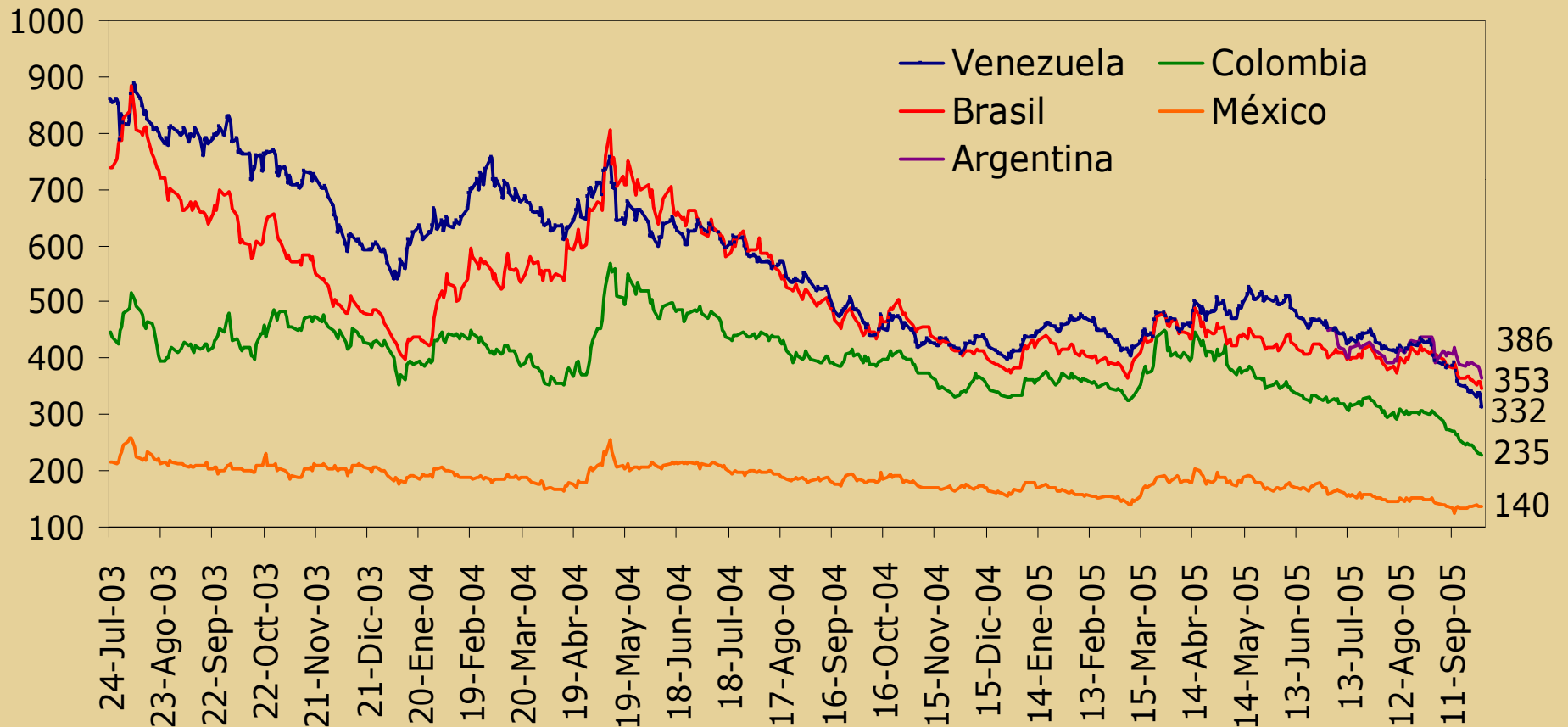


Fuente: Reuters

- El riesgo soberano se mide como el diferencial entre el rendimiento del bono Global 2027 y el rendimiento del bono a 30 años del Tesoro Americano.
- La caída del riesgo soberano se debe a:
 - Elevados niveles de reservas internacionales.
 - Altos precios del petróleo.
 - Aumento de liquidez en los mercados internacionales.
 - Expansión de la demanda China por commodities.

El impacto de estos factores externos lo vemos en países de la región

Riesgo Soberano
(Puntos Básicos)

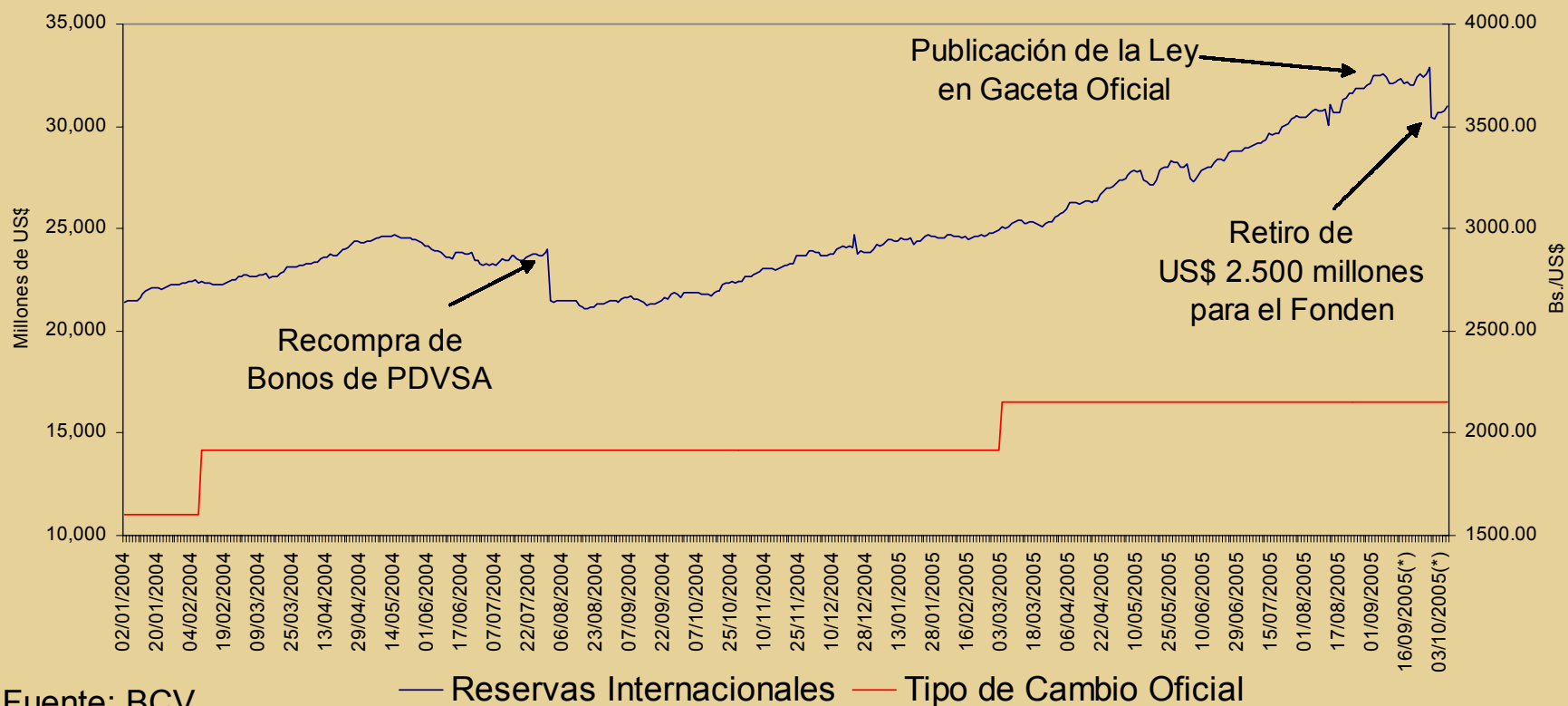


Fuente Reuters

Elevado nivel de reservas

- El día de publicación en gaceta oficial de la Ley (14-09-2005) las Reservas Internacionales estaban en US\$ 32.351 millones equivalentes a **1,5 años** de importaciones a los niveles actuales.

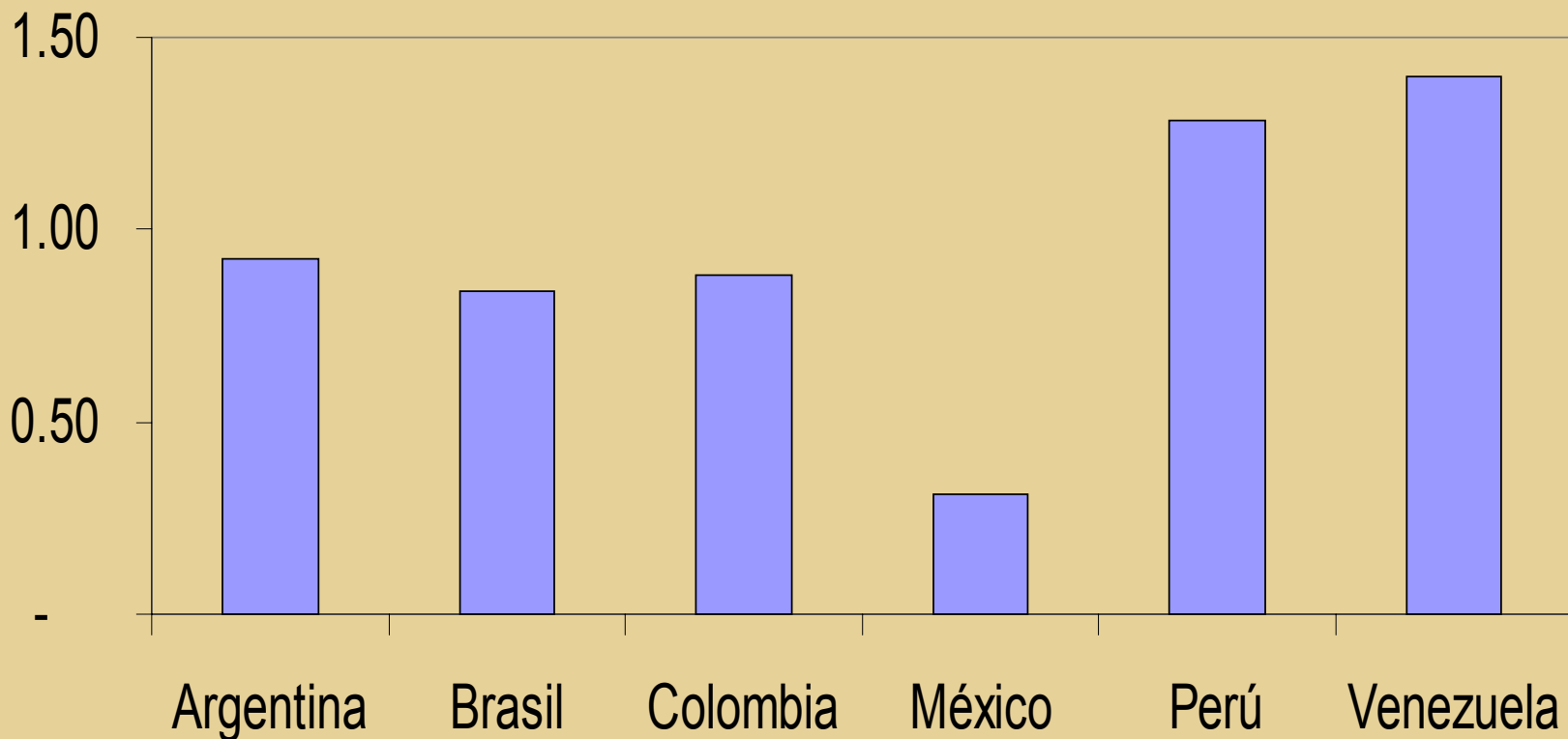
Reservas Internacionales y Tipo de Cambio Oficial



Fuente: BCV

Nivel de reservas muy superiores a la de otros países en relación con las importaciones

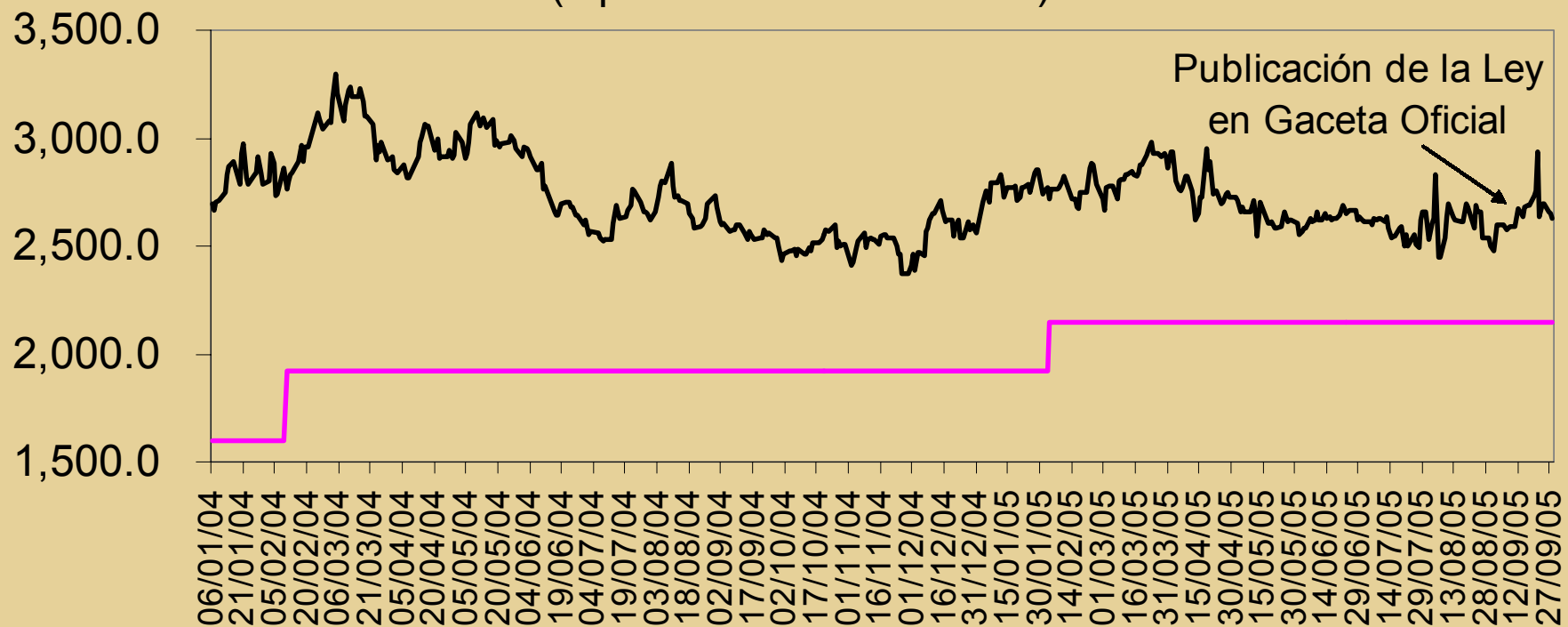
Reservas Internacionales Expresadas en Años de Importación
(Diciembre 2004)



Fuente: Bancos centrales y cálculos propios

El tipo de cambio paralelo se ha mantenido relativamente estable.

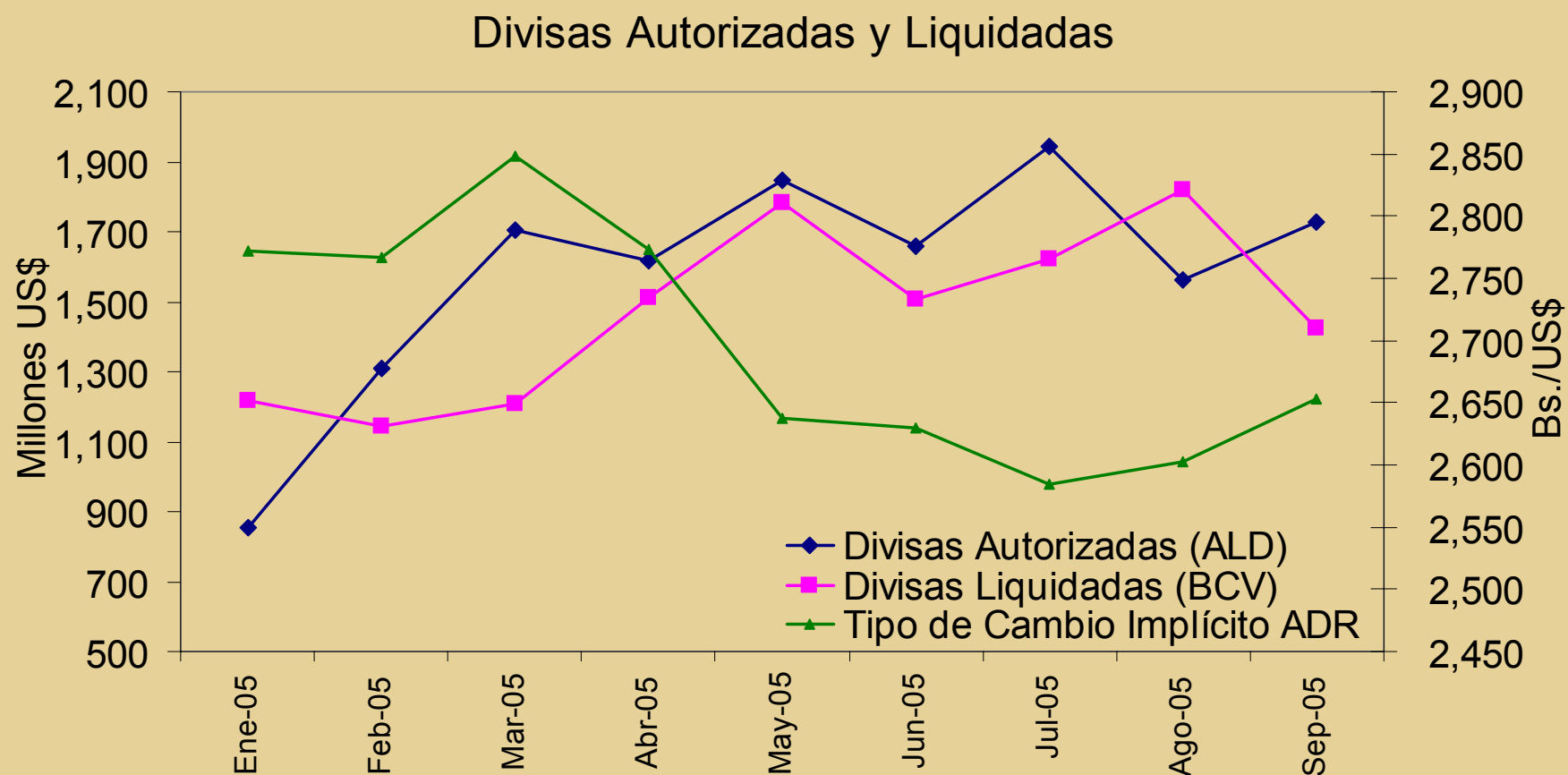
Tasa de Cambio Implícito
(Operaciones con ADR's)



Fuente: Reuters y cálculos propios

En la estabilidad del tipo de cambio juega un papel determinante la oferta de divisas oficiales.

- Los montos de divisas aprobados por CADIVI y liquidados por el BCV.



Fuente: Cadivi y cálculos propios

Los egresos de divisas al mercado cambiario en I y II Trim 2005, tienen niveles similares a los del mismo período 1999, 2000, 2001

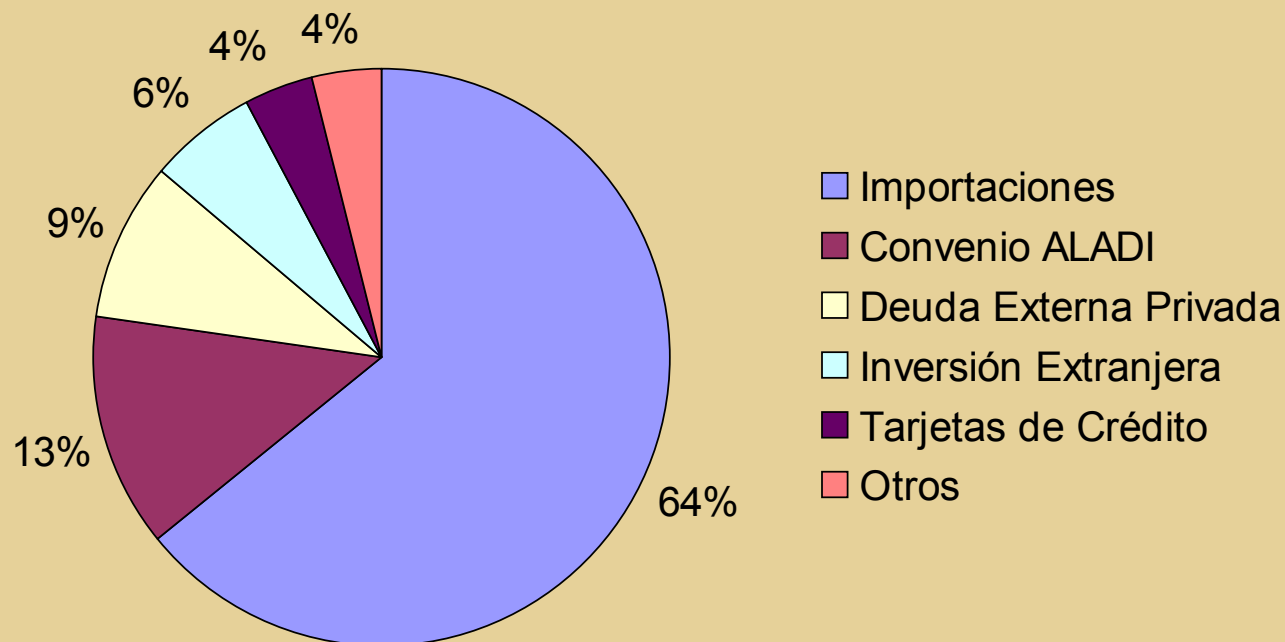
Egresos de Divisas del BCV en el Mercado Cambiario
(Millones de US\$)



Fuente: BCV

Sin embargo, no está cubierta la demanda total de divisas

Destino de las Divisas Autorizadas por CADIVI
(Enero - Septiembre 2005)

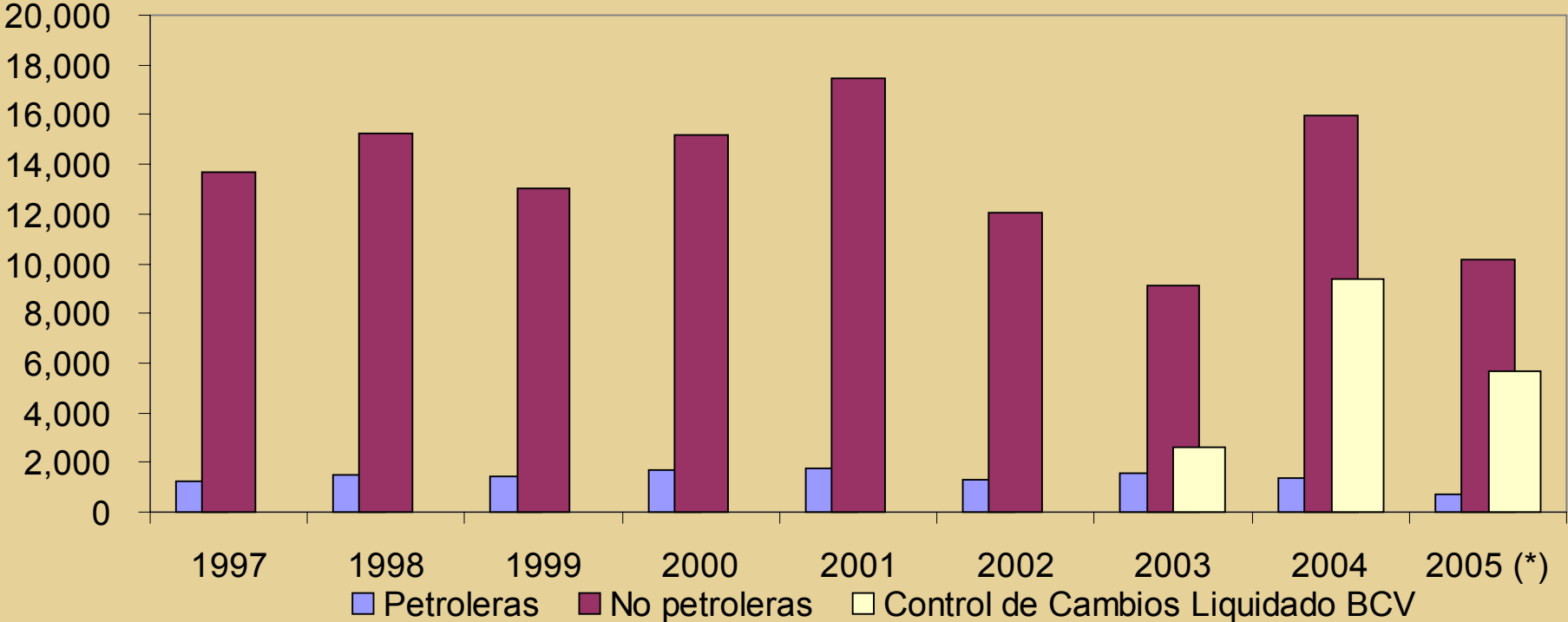


Fuente: CADIVI

Total Aprobado CADIVI: US\$ 14.578 millones

Total Liquidado BCV: US\$ 13.992 millones

Importaciones y Divisas Liquidadas por BCV (Millones de US\$)



(*) Primer Semestre 2005

Las divisas liquidadas por el BCV insuficientes. El Mercado paralelo es importante

(US\$ millones)	I Trim 2005	II Trim 2005
Divisas para Importaciones (CADIVI)	2,162	3,538
Importaciones No Petroleras Privadas	4,258	5,086
Porcentaje de Importaciones Dólar Oficial	50.8%	69.6%
Divisas Autorizadas Promedio Diario	64.4	81.29

Fuente: BCV y CADIVI

Magnitud del Mercado Paralelo

(Millones de US\$)	I Trim 2005	II Trim 2005
Importaciones Bienes y Servicios; Seguros y Fletes		
Sector Privado y Público No Petrolero	5,673	6,763
Activos en el Exterior Sector Privado	1,404	1,273
Cuenta Errores y Omisiones BP	864	383
Total Salidas de Divisas	7,941	8,419
Menos		
Total Divisas Liquidadas BCV	3,570	4,803
Retención 10% de Exportaciones	202	216
Estimado Mercado Paralelo	4,169	3,400

Fuente: BCV, CADIVI y cálculos propios

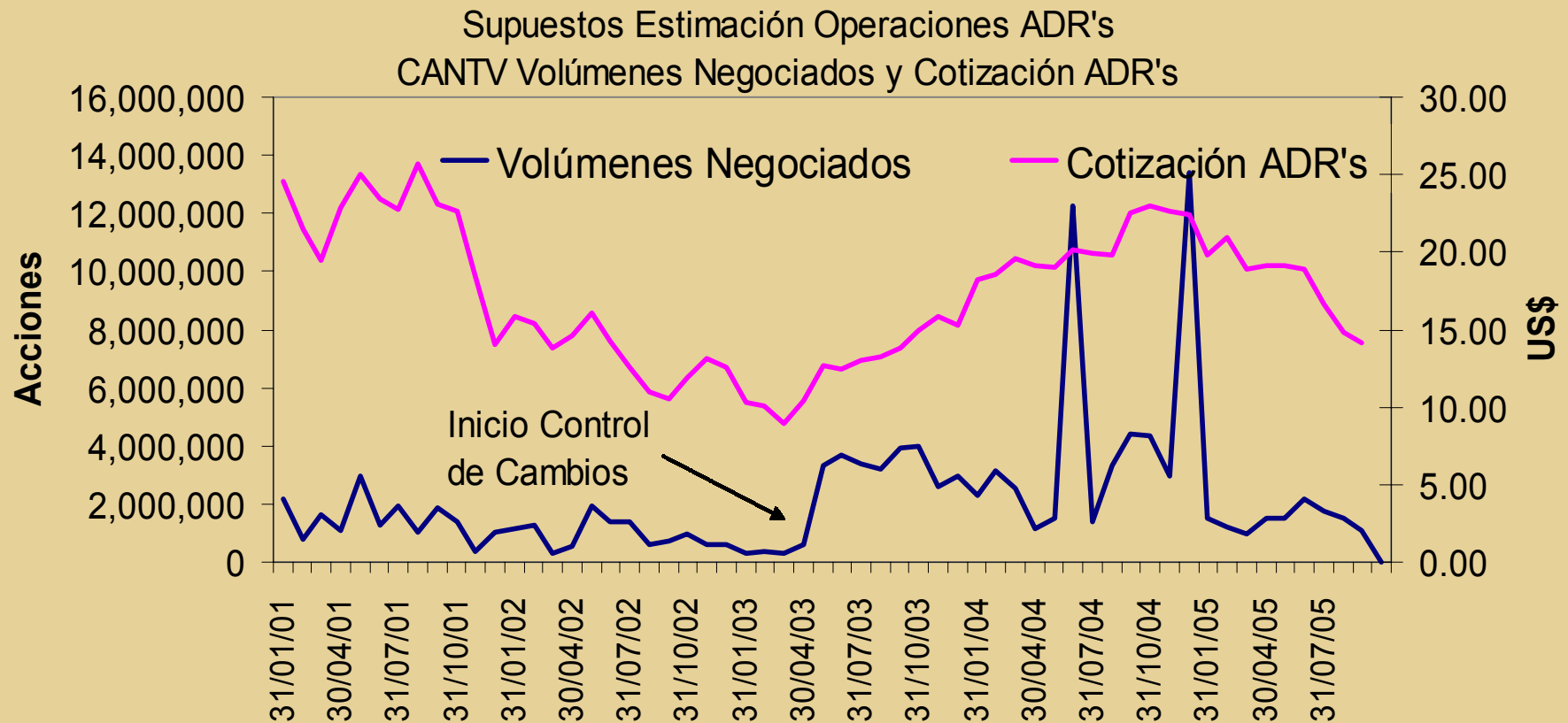
Potencial afectado por la Ley

Estimación fuentes del mercado paralelo

- **Operaciones de ADR's**
- **Divisas No Entregadas al BCV**
- **Operación con otros instrumentos**

Magnitud de Operaciones con ADR y Divisas No entregadas al BCV

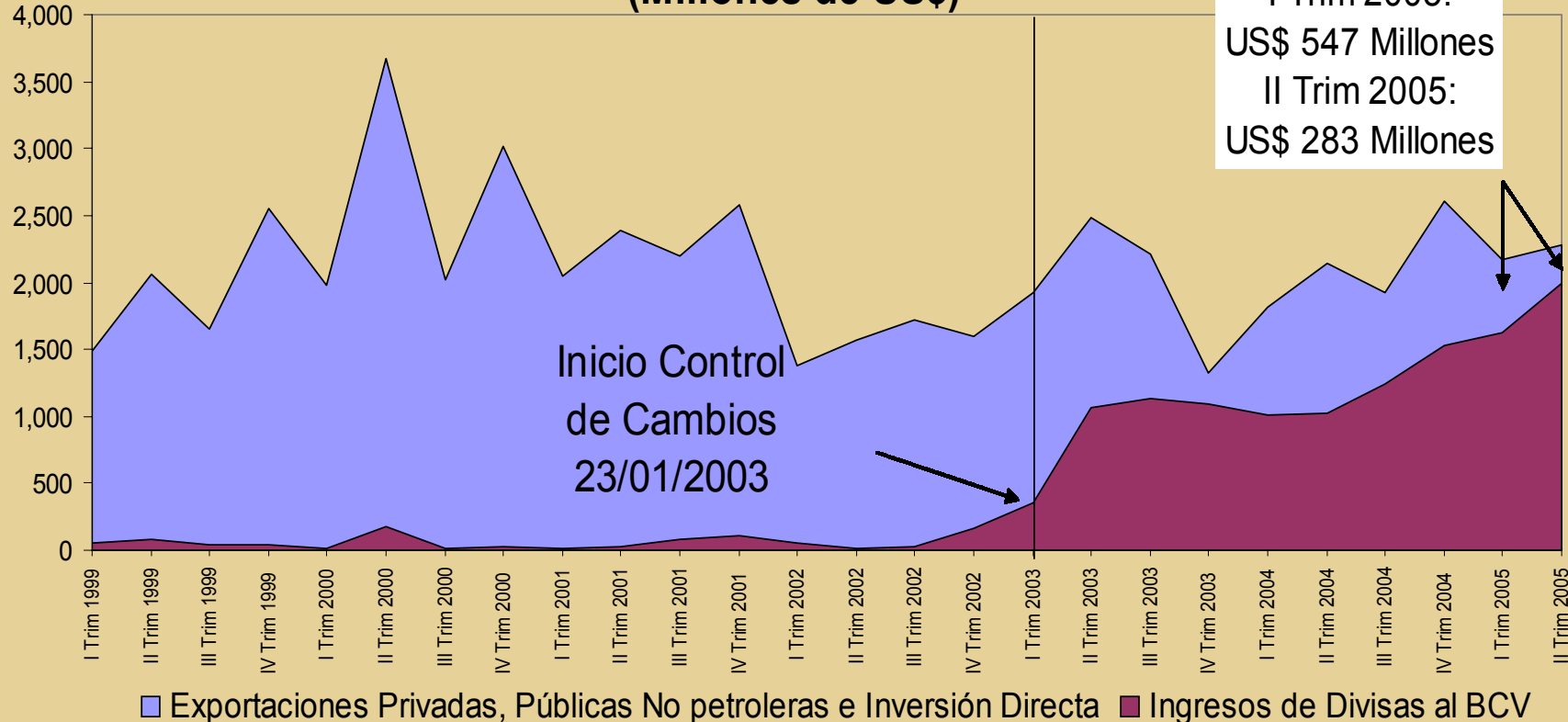
– Operaciones con ADR's:



Fuente: Reuters

Estimación divisas no entregadas al BCV. Se observa un aumento en la entrega al BCV después del control de cambios

Exportaciones e Inversión Directa versus Ingresos de Divisas del BCV por el Mercado Cambiario (Millones de US\$)



Fuente BCV

La diferencia nos da una estimación del mercado paralelo y su composición

(Millones de US\$)	I Trim 2005	II Trim 2005
Estimado Operaciones ADR's	10	14
Divisas provenientes de la exportación e inversión directa (no entregadas al BCV)	547	283
Otros Mecanismos (permutas de títulos públicos, títulos denominados en divisas pagados en Bs. y operaciones en efectivo y otras)	3,612	3,103(*)
Total Mercado Paralelo	4,169	3,400
Divisas Liquidadas BCV	3,570	4,803

Fuente: CADIVI, BCV y cálculos propios

(*) Incluiría los títulos valores emitidos denominados en divisa pagaderos en bolívares por US\$ 1.600 millones en abril de 2005.

Magnitud del Mercado Paralelo

- El impacto con referencia al monto total de divisas demandadas es poco significativo y se ha ido reduciendo.

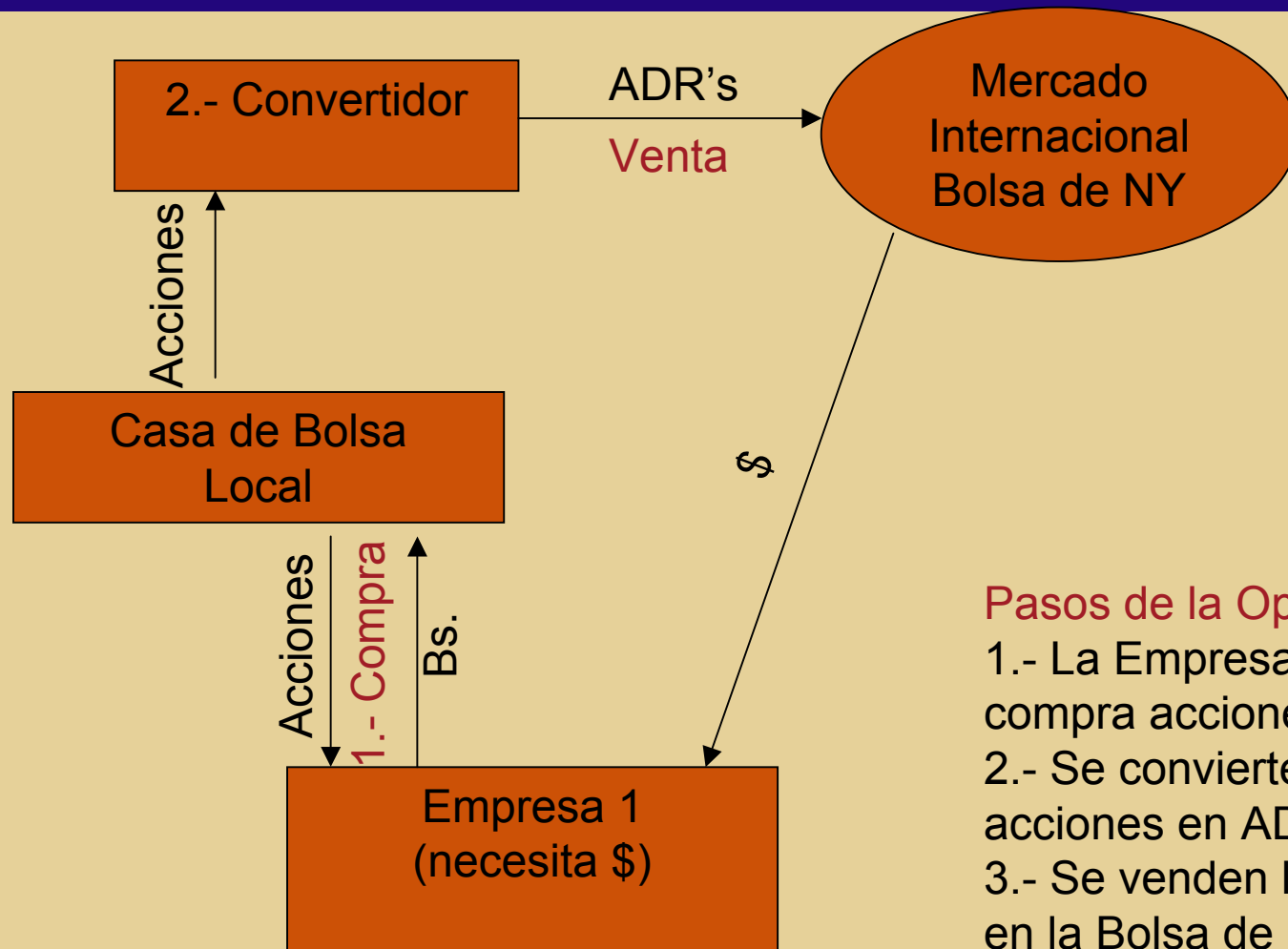
	I Trim 03	II Trim 03	III Trim 03	IV Trim 03	I Trim 04	II Trim 04	III Trim 04	IV Trim 04	I Trim 05	II Trim 05
Diferencia	1,562	1,420	1,079	226	804	1,117	686	1,080	547	283
Salidas Total de Divisas	3,763	3,415	3,908	5,141	5,522	7,272	7,353	8,695	7,941	8,419
Porcentaje	41.5%	41.6%	27.6%	4.4%	14.6%	15.4%	9.3%	12.4%	6.9%	3.4%

Fuente: BCV y cálculos propios

- La diferencia entre los ingresos de divisas del BCV y el monto de las exportaciones privadas, públicas no petroleras e inversión directa registró un promedio trimestral de US\$ 880 millones desde el inicio del control de cambios hasta el segundo trimestre de 2005.

Mecanismos del Mercado Paralelo

Mecanismos Legales por la Ley: Conversión de Acciones en ADR's

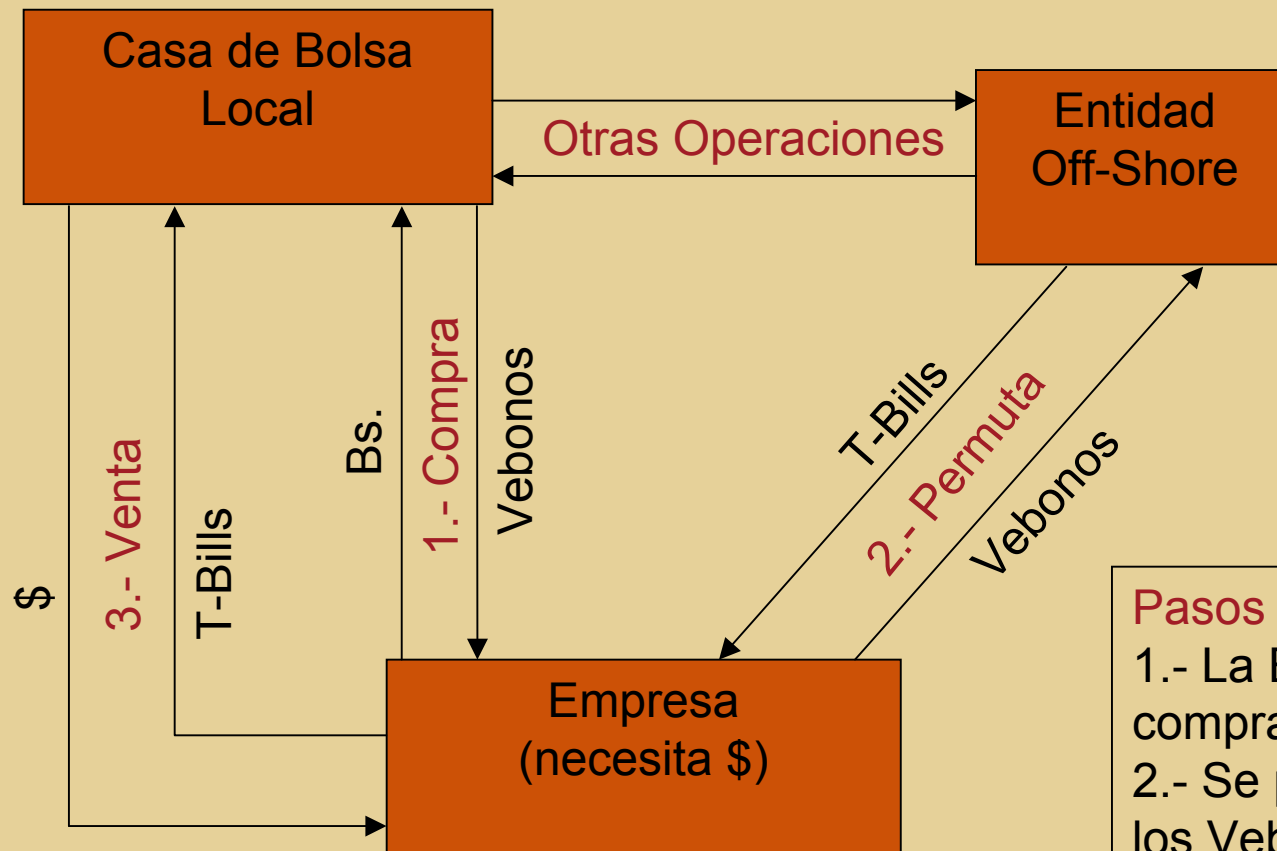


- Pasos de la Operación:**
- 1.- La Empresa compra acciones.
 - 2.- Se convierten las acciones en ADR's.
 - 3.- Se venden los ADR's en la Bolsa de NY.

Mecanismos Legales por la Ley: Conversión de Acciones en ADR's

- La capacidad de este mecanismo es muy limitada, ya que el número de acciones en el mercado local es reducido y poco profundo.
- Cualquier exceso de demanda y oferta en las acciones y/o ADR's en este mercado alteraría sustancialmente los precios de estos instrumentos y con ello el tipo de cambio implícito.
- Puede haber efectos sobre los costos de transacción en todo el proceso.

Mecanismos Legales por la Ley: Permutas de Títulos Valores



Pasos de la Operación:

- 1.- La Empresa compra Vebonos.
- 2.- Se permutan los Vebonos a cambio de T-Bills.
- 3.- La Casa de Bolsa compra los T-Bills.

Mecanismos Legales por la Ley: Permutas de Títulos Valores

- La existencia de Bs. 27,9 billones (US\$ 13.000 millones) en bonos de deuda interna garantizan la disponibilidad de instrumentos para seguir realizando las permutas.
- La capacidad de este mecanismo es casi ilimitada para la demanda actual de divisas, la cantidad de Vebonos y la rotación del mecanismo de permuta.

Mecanismos Legales por la Ley: Permutas de Títulos Valores

- Suponiendo que:
 - Las importaciones constituyen la única demanda de divisas.
 - El precio de las divisas implícitas en este mecanismo no es relevante.
- El mecanismo cubriría la demanda de US\$ 13.000 millones trimestrales de importación.
- A 6% anual de crecimiento en 13 años.

Mecanismos del Mercado Paralelo

- En resumen
 - El financiamiento vía ADR's de CANTV es limitado.
 - Alta dependencia con los Vebonos y otros papeles emitidos por la República.
 - Mecanismos existentes y con capacidad de respuesta.
 - El impacto en la obtención de divisas es mínimo.
- El impacto financiero de la transacción es mínimo.

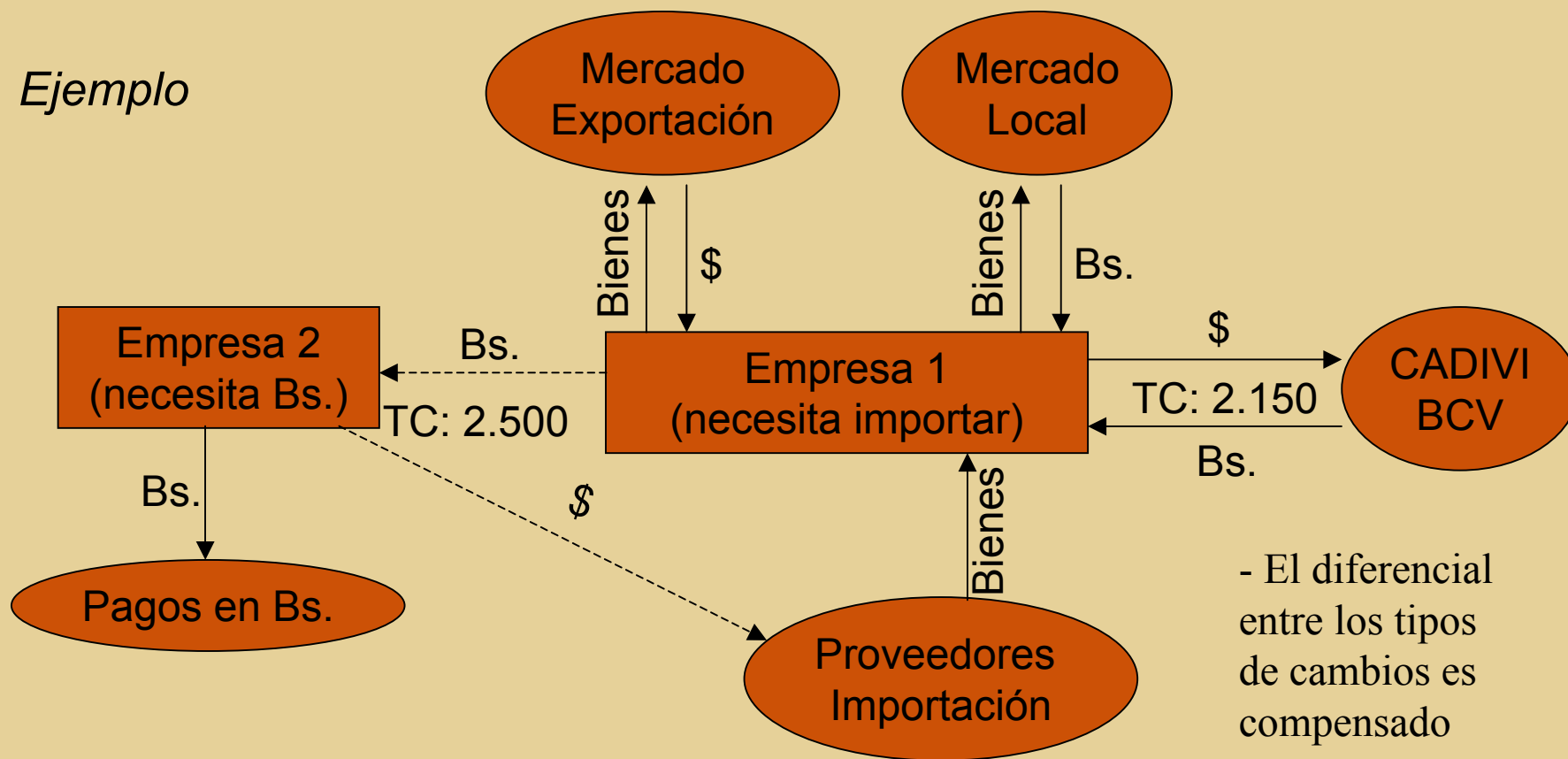
¿Dónde Están los Impactos?

- Discrecionalidad.
- Costos de operación y control.
 - Manejo de capital de trabajo.
 - Transacciones.
 - Organización.
 - Legales.
 - Tesorería.
- Stress.

DISCRECIONALIDAD

Impacto de la Ley sobre esquemas de negocios internacionales

Ejemplo

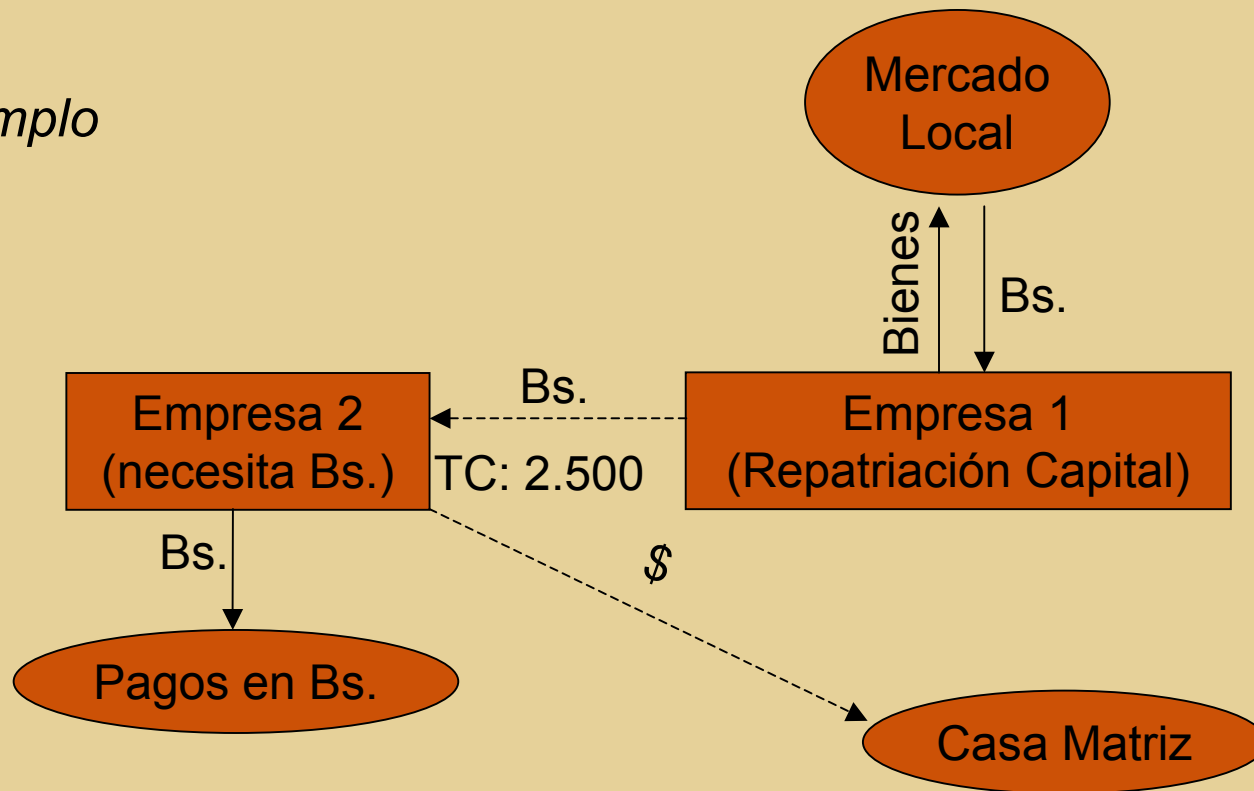


- El diferencial entre los tipos de cambios es compensado con mayores precios en el mercado local.

↑ Operación que podría ser interpretada como ilícito cambiario.

Impacto de la Ley sobre esquemas de negocios internacionales

Ejemplo



– Aún sin operaciones mediante CADIVI

↑ Operación que podría ser interpretada como ilícito cambiario.

¿Cual es el impacto de la Ley sobre los negocios y las finanzas?

- Impacto negativo sobre los negocios por futuras medidas
- Ambiente negativo por la discrecionalidad
- Aumento del riesgo en los negocios
- Restricción adicional a la inversión extranjera por el incremento de la exposición al riesgo político
- Peligro en la dilación de los procesos en la entrega de divisas desmejorando así las operaciones de las empresas

¿Cual es el impacto de la Ley sobre los negocios y las finanzas?

- Control sobre las emisiones de deuda
- Aumenta la dependencia del sector privado de las decisiones administrativas del Estado
- Puede haber un impacto mayor en aquellas empresas cuyos productos no sean considerados prioritarios
- Vulnerabilidad de los importadores debido a la discrecionalidad en la clasificación de códigos arancelarios

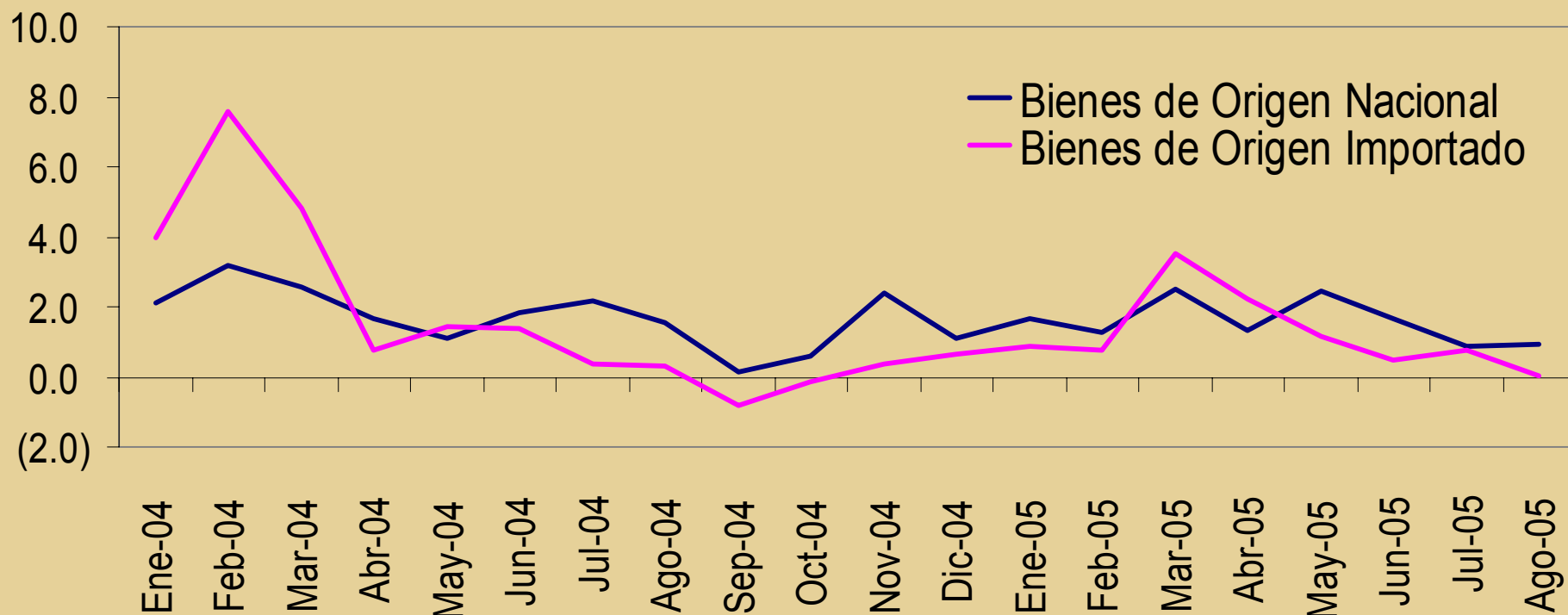
Costos de Operación y Control

¿Cual es el impacto de la Ley sobre los negocios y las finanzas?

- Inventarios en exceso a fin de compensar cualquier demora por parte de la administración de divisas
- Costo financiero de inversión en Capital de Trabajo por la inmovilización de recursos
- Costo financiero porque desaparece el mecanismo de Swaps
- Disminución de la capacidad de las empresas de producir mayores flujos de caja libre, lo que reducirá el valor de las mismas empresas.
- Las empresas tendrán que asumir mayores gastos por concepto de asesorías legales y controles administrativos.

Desde mediados de 2004 el componente importado del índice de precios al mayor ha presentado un menor crecimiento con respecto al componente nacional

Indice de Precios al Mayor:
Componente Nacional e Importado
(Variación Porcentual)



Fuente: BCV

¿Cual es el impacto de la Ley ?

- Mayores restricciones a las transacciones vía papeles de la República podría generar un aumento en la tasa implícita e inflación.
- La oferta de bienes y servicios en moneda extranjera está penada, por lo tanto, podría esperarse un sobreajuste en los precios en bolívares, originándose así una tasa de cambio implícita mayor. Este alza es puntual.
- Esto para los bienes ofrecidos en moneda extranjera.
- Estos ajustes de todas formas ya se han materializado. (Costo de menú)
- Por lo tanto, no debe haber un impacto fuerte.

¿Cual es el impacto de la Ley ?

- Se verá perjudicado quien no tenga acceso al mercado de títulos valores quienes no podrán proteger sus activos ante una eventual devaluación
- Esto se traduce en reducción del valor esperado del poder de compra de los activos monetarios (ahorros).
- No hay garantía de que desaparezca el mercado que se quiere eliminar, como lo indican experiencias en otros países.

Conclusiones

- No existen razones desde el punto de vista económico la Ley Contra los Ilícitos Cambiarios.
- La Ley no produce un impacto significativo en la obtención de divisas a excepción de:
 - Los sujetos a la discrecionalidad del Estado
- Los más afectados serán aquellos que no tengan acceso al mercado de títulos valores o Cadivi.
- Aumento del riesgo político.
- Desestímulo a la inversión.
- Puede reducir el valor de las empresas.

Conclusión

- No produce efecto importante en la oferta de divisas, pero,
- Aumenta el poder del Estado sobre la actividad privada.
- Incrementa los obstáculos y el riesgo de hacer negocios en Venezuela con respecto a otros países de la región.
- El nivel de las “nuevas” divisas a ser entregadas será mínimo comparado con la masa total de divisas demandadas
- Aumento en los costos de operación y control
- Aumento en los costos financieros
- Impacto inflacionario por traslados de costos al consumidor