



Los bonos de Venezuela y PDVSA revirtieron la mayor parte de las pérdidas observadas en el mes de marzo y finalizan abril con retornos de dos dígitos en la mayor parte de ambas curvas. La tendencia bajista se rompió en la primera semana del mes, luego que el temor de los inversionistas se disipara tras la confirmación de PDVSA de que cancelaría oportunamente el vencimiento del 12 de abril. Tras un salto inicial en los precios de los bonos, apoyados por un rally en el crudo WTI (el cual cedió a mediados de mes y finalizó con un retorno negativo en abril), el flujo de inversiones en la deuda continuó de forma sostenida, especialmente en la deuda de largo plazo de Venezuela y los bonos *low-dollar value* de PDVSA (ver Gráfico N°1).

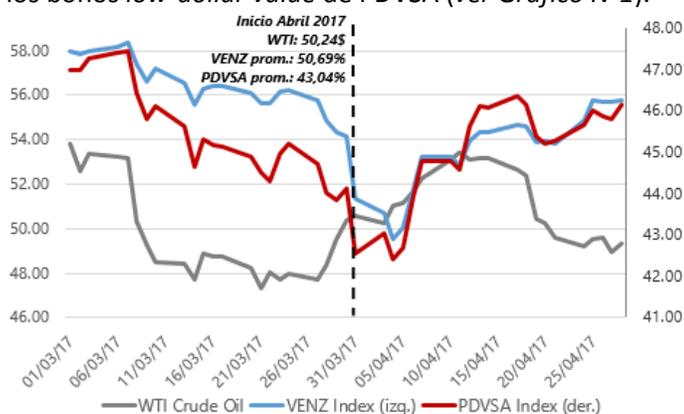


Gráfico N°1: Evolución de índices de precio bonos VENZ y PDVSA vs. Futuros del crudo WTI (mar-abr 2017).

Fuente: Bloomberg BGN, cálculos propios.

A pesar de la debilidad en el crudo a finales del mes, la dinámica de flujos de capitales continuó apoyando a la deuda venezolana. El servicio de deuda del mes, de aproximadamente USD 2.900 MM entre capital e intereses (VENZ 19/24/26 y PDVSA 17/20/27/37) fue distribuido a los inversionistas en precios cercanos a los mínimos del año, lo que, a nuestro juicio, estimuló un importante flujo de reinversiones en la curva. La imposibilidad (debido a los altos rendimientos exigidos por el mercado) de la República y PDVSA a realizar nuevas emisiones primarias en el mercado internacional, trae como consecuencia que cada vencimiento de deuda disminuye la oferta de títulos en circulación, lo que lógicamente incide de forma positiva en los precios de los bonos vigentes en el mercado.

A nivel global, el entorno continúa apoyando la demanda por activos de riesgo. La incertidumbre política en la Eurozona se disipó tras la derrota de los candidatos extremistas en la primera vuelta electoral de Francia, lo cual se tradujo en una nueva ola de demanda por activos

riesgosos a nivel global, especialmente en bonos High Yield. Por último, los fondos de deuda de mercados emergentes reportaron una entrada neta de USD 8.380 MM en abril y un acumulado en 2017 de USD 26.880 MM, según EPFR Global. El flujo de capitales acumulado sugiere que las inversiones en renta fija de EM se ubican en sus niveles más altos desde finales de 2013 (Ver Gráfico N° 2).

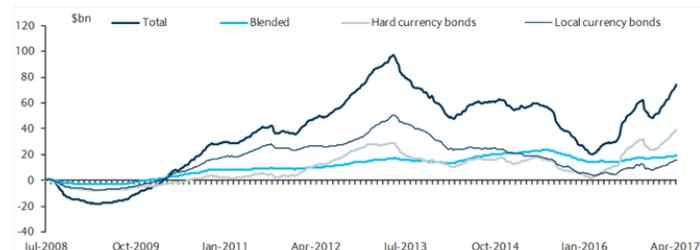


Gráfico N°2: Flujo neto acumulado hacia fondos de renta fija de Mercados Emergentes (EM) desde Julio 2008.

Fuente: EPFR Global, Barclays Research

Desempeño en el mes

Security	31/03/2017	28/04/2017	Total Return	Total Return (2017 YTD)
VENZ 13 5/8 08/15/18	84.60	85.50	+2.25%	+7.71%
VENZ 7 12/01/18	69.80	71.10	+2.59%	+13.81%
VENZ 7 3/4 10/13/19	56.75	60.85	+7.73%	+13.60%
VENZ 6 12/09/20	49.95	52.20	+5.24%	+12.42%
VENZ 12 3/4 08/23/22	59.05	62.30	+7.01%	+6.54%
VENZ 9 05/07/23	46.80	50.30	+8.36%	+10.61%
VENZ 8 1/4 10/13/24	43.75	47.95	+10.14%	+8.64%
VENZ 7.65 04/21/25	42.50	46.85	+10.76%	+8.65%
VENZ 11 3/4 10/21/26	53.40	58.60	+10.36%	+9.91%
VENZ 9 1/4 09/15/27	46.70	53.65	+16.20%	+8.97%
VENZ 9 1/4 05/07/28	43.75	48.20	+10.89%	+7.74%
VENZ 11.95 08/05/31	53.05	58.00	+10.68%	+8.79%
VENZ 9 3/8 01/13/34	43.90	49.00	+12.60%	+8.41%
VENZ 7 03/31/38	40.60	45.30	+12.97%	+8.87%
PDVSA 8 1/2 11/02/17	84.20	90.70	+8.14%	+16.75%
PDVSA 8 1/2 10/27/20	74.30	78.50	+6.22%	+9.88%
PDVSA 9 11/17/21	48.50	53.00	+10.02%	+5.14%
PDVSA 12 3/4 02/17/22	56.95	62.35	+10.86%	+7.07%
PDVSA 6 05/16/24	36.85	39.70	+8.43%	+6.11%
PDVSA 6 11/15/26	35.15	38.45	+10.06%	+5.00%
PDVSA 5 3/8 04/12/27	34.50	38.35	+11.50%	+5.28%
PDVSA 9 3/4 05/17/35	43.70	48.00	+10.69%	+4.86%
PDVSA 5 1/2 04/12/37	34.00	38.10	+12.35%	+6.10%

Tabla N° 1: Desempeño de los bonos Venezuela y PDVSA, abr 2017

Los bonos de Venezuela y PDVSA se apreciaron +8,1% en promedio en abril, y arrojaron un retorno total de +9,4% incluyendo intereses. El bono VENZ 2027 (líder en el tablero de retornos del mes con una ganancia de +16,2%)



refleja la naturaleza de la demanda observada en el mercado durante el mes: los inversionistas optaron por posicionarse en deuda de largo plazo y precios nominales bajos, en detrimento de los títulos de la parte corta y media de la curva (como es el caso de los VENZ 2018 ‘viejo’ y ‘nuevo’, que rindieron +2,3% y +2,6% respectivamente).

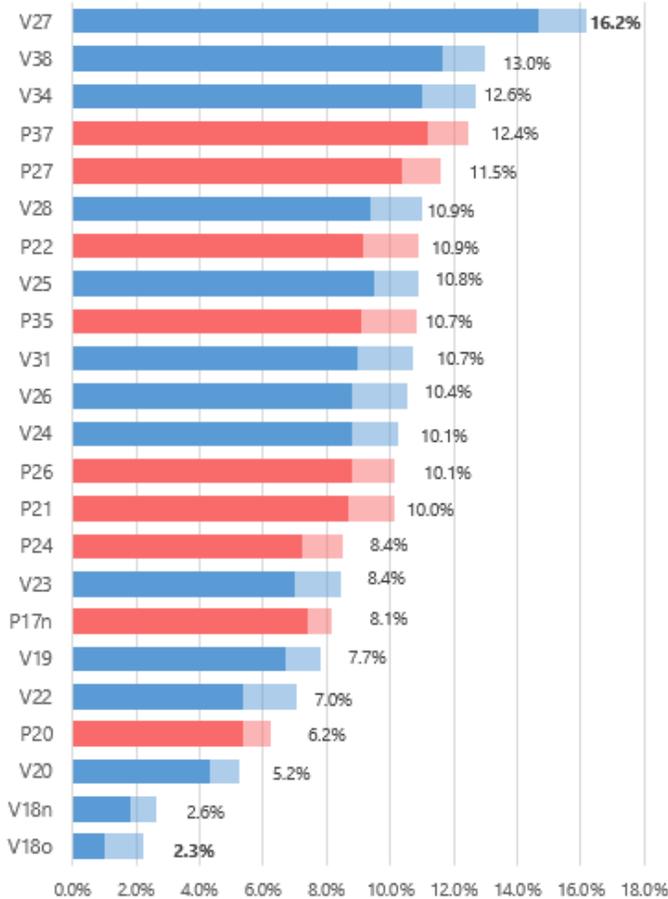


Gráfico N°3: *Ranking* de bonos VENZ/PDVSA por retorno total*, abril 2017. *NOTA: se desagrega el retorno total en variación de precio (barra oscura) e interés devengado (barra clara); no se asume reinversión de cupones para el cálculo de retorno total.
Fuente: Bloomberg, Knossos Asset Management.

Evolución de las curvas

Los gráficos N° 4 y 5 muestran la evolución de las curvas de rendimiento de Venezuela y PDVSA en abril de 2017, tanto para bonos como para CDS. La curva de Venezuela se desplazó a la baja -178bps en promedio y el VENZ 2027 tuvo la mayor baja en rendimientos (-285bps).

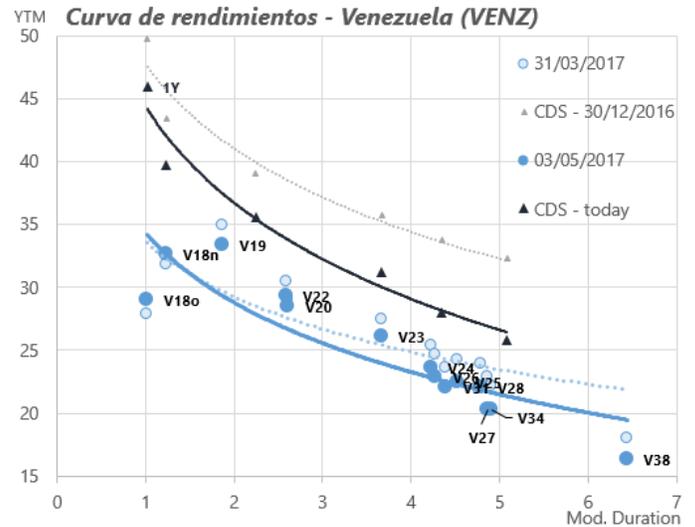


Gráfico N°4: Evolución de la curva de Rendimientos de Venezuela, Abril 2017. Fuente: Bloomberg

Luego del vencimiento del PDVSA 5,25% 2017 ‘viejo’, la curva de la petrolera estatal experimentó una importante desinversión. Los rendimientos bajaron -340bps en promedio. El PDVSA 8,50% 2017 ‘nuevo’, a nuestro criterio el principal beneficiario del flujo de reinversiones a mediados de mes, lideró la compresión de rendimientos (-1200bps) y se ubica por debajo de la curva ‘teórica’ interpolada, sugiriendo que el mercado está disminuyendo su percepción de riesgo crediticio de cara a los vencimientos de noviembre.

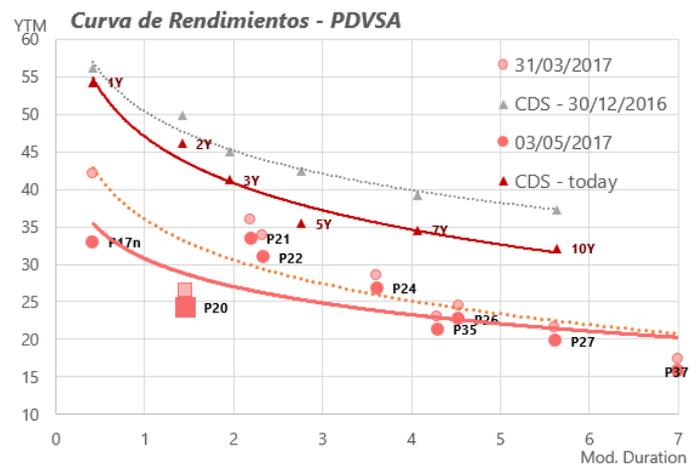


Gráfico N°5: Evolución de la curva de Rendimientos de PDVSA, Abril 2017. Fuente: Bloomberg CBBT.



¿Apuestas a un cambio de régimen?

Tras un mes de protestas en contra del gobierno de Nicolás Maduro, la presión no muestra señales de ceder.

Las acciones de calle coordinadas por la oposición venezolana representan el mayor despliegue de desobediencia civil en contra del gobierno desde 2014 y no han dado señales de amainar. Curiosamente, el origen de las protestas se puede rastrear a las decisiones No. 155 y 156 del Tribunal Supremo de Justicia del mes pasado, las cuales tenían el objetivo implícito de habilitar al Poder Ejecutivo para la firma de acuerdos de interés nacional sin aprobación de la Asamblea Nacional; todo esto con el objeto de buscar alternativas de financiamiento externo. Sin embargo, no ha habido nuevos acuerdos crediticios a la fecha (o al menos ninguno se ha hecho público), lo que sugiere que la estrategia del Gobierno – asumiendo un costo político incalculable – fue contraproducente. Como factor agravante, la oposición ha continuado su campaña internacional en contra de potenciales financistas del gobierno de Maduro. En este sentido, destacó la carta del presidente de la AN Julio Borges, dirigida a John Cryan, CEO de Deutsche Bank. Borges hizo mención a una supuesta operación de ‘swap’ de oro que el banco europeo estaría negociando con el BCV y recalcó la ilegalidad (y por ende, la certeza de una futura repudiación) de esta y cualquier otra operación de crédito que no fuese aprobada por el Poder Legislativo. El párrafo de cierre de la carta deja clara la postura del bloque opositor (énfasis añadido):

“[...] Me veo en la obligación de advertirle que al apoyar dicho canje de oro estaría incurriendo en acciones en favor de un Gobierno reconocido como dictatorial por la comunidad internacional. [...] Esto sentaría un precedente negativo para bancos de inversión que faciliten ayuda a gobiernos dictatoriales en su afán de mantenerse en el poder.”

La esperanza de un cambio de Gobierno inminente marcó la pauta del mercado en abril. Los patrones observados de mejor comportamiento en la parte larga de ambas curvas y el desacoplamiento entre los precios del petróleo y la deuda, a juicio de los analistas, fueron consecuencia directa del actual clima de inestabilidad política sin precedentes. Según esta visión, los inversionistas foráneos se están posicionando en la deuda de Venezuela y PDVSA debido a que las probabilidades de un cambio de Gobierno

en el corto plazo se han incrementado sustancialmente, como resultado de una ruptura del orden constitucional que se percibe como insostenible (tanto del punto de vista político como financiero), y la posibilidad de que llegue al poder una nueva administración pro-mercado, capaz de gestionar un plan de reestructuración de deuda ‘amigable’ en conjunto con un programa de estabilización macroeconómica.

El excesivo optimismo incorporado en los precios de la deuda, a nuestro criterio, es un *deja-vu* de las elecciones parlamentarias de 2015.

En dicha ocasión el mercado tuvo un fuerte *rally* anticipando la victoria opositora en la AN; luego del resultado, el mercado cambió de tendencia bruscamente tras darse cuenta que la estructura de poder *de facto* no cambió, y la debilidad en el mercado petrolero regresó al foco de los inversionistas. Pareciera que el libreto va a ser el mismo en esta ocasión; la creciente desconexión entre los precios de los bonos y el precio del petróleo aumenta el riesgo de una debacle en los próximos meses, en el supuesto que no haya un cambio de Gobierno inmediato y que los precios del crudo continúen la tendencia bajista.

Por otro lado, hay razones para pensar que el desenlace podría ser distinto esta vez.

Fuera de perder ímpetu, las manifestaciones de la oposición han sido cada vez más concurrencias y han incorporado una base política mucho más amplia que en ocasiones anteriores, como reflejo del descontento generalizado en la sociedad que ha llevado a la aprobación del presidente Maduro a menos de 20% según las encuestadoras. La comunidad internacional ha reforzado sus denuncias en contra de la administración de actual, mientras la base de países aliados en la OEA y la ONU se hace cada vez más pequeña. Por último, la reacción del Gobierno de ‘huir hacia adelante’ a través de la convocatoria a una Asamblea Nacional Constituyente en la que las bases comiciales estarían determinadas por el mismo Ejecutivo, es una jugada política extremadamente riesgosa, con el potencial de desestabilizar de forma irreversible el equilibrio entre las facciones del poder dentro del Gobierno. Las denuncias públicas de la fiscal general de la república Luisa Ortega Díaz, en contra de las decisiones del TSJ y la represión por los cuerpos de seguridad del Estado en las protestas, son clara prueba del resquebrajamiento interno del chavismo.



Liberación de responsabilidad - Reporte de deuda Venezuela/PDVSA

Este informe de investigación de deuda no es independiente de la actividad propietaria de la empresa y no está sujeta a todas las normas de independencia y divulgación aplicables a los reportes de deuda proporcionados a inversores minoristas. Aunque el autor cree que sus fuentes son confiables, ni el autor ni Knossos Asset Management garantizan que la información sea completa o precisa. Todas las opiniones expresadas en este mensaje son las del remitente individual en el momento de la publicación y no representan los puntos de vista y la estrategia de Knossos Asset Management, excepto cuando el mensaje indique lo contrario y el remitente está autorizado a declarar las opiniones de dicha entidad. No se trata de una oferta de compra o venta, ni de una solicitud para ofrecer la compra o venta de los valores mencionados. La Firma puede tener posiciones en los valores mencionados y puede realizar compras o ventas de dichos valores con periodicidad en el mercado abierto o de otro modo y puede vender o comprar a sus contrapartes autorizadas dichos valores de forma propietaria; tales transacciones pueden ser contrarias a las recomendaciones de este material. Este material está destinado únicamente a uso institucional y no debe distribuirse, transmitirse ni difundirse de otro modo. Bajo ninguna circunstancia este material está destinado a ser utilizado por cualquier inversor minorista. Información adicional está disponible bajo petición.