

Los bonos de Venezuela y PDVSA cierran el mes de julio acumulando el sexto mes consecutivo de avances y liderando los rendimientos del sector de Mercados Emergentes. La deuda generó un retorno total promedio de +6,5%, con el mejor desempeño en los bonos de PDVSA, especialmente la parte corta de la curva. Destaca que este mes positivo se da en un contexto de des-correlación con los precios del petróleo. El crudo WTI cierra julio en sus niveles mínimos de 3 meses, cotizándose en 41,14\$ (-13,9%); no obstante, los bonos continúan haciendo nuevos máximos en el año (Ver Gráfico N°1).

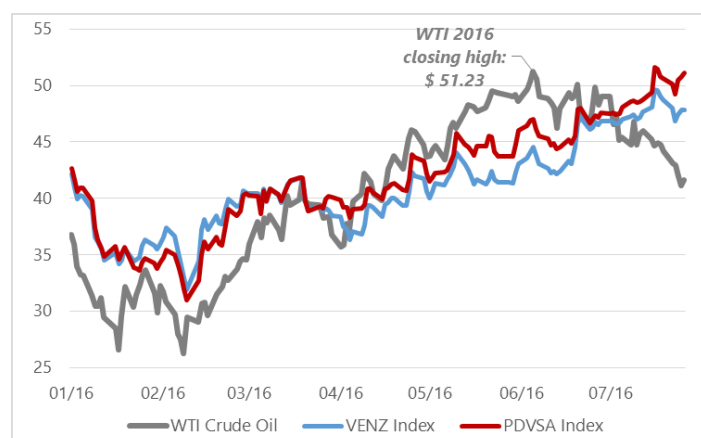


Gráfico N°1: Evolución de índices de precio bonos VENZ y PDVSA vs. precios de futuros del crudo WTI (año 2016). Fuente: Bloomberg BGN, cálculos propios.

El mercado de deuda venezolana giró todo el mes en torno al 'Re-perfilamiento', la posibilidad de una oferta de canje de los bonos de PDVSA 2016/2017 por deuda de mayor plazo. Esta idea había sido mencionada por funcionarios del gobierno en los últimos dos años y regresó en julio al punto de mira de los inversionistas en dos episodios. Primero por una propuesta de canje promocionada por Rothschild & Co.; luego por declaraciones del Presidente de PDVSA, Eulogio Del Pino, quien manifestó que la compañía se encontraba en una fase avanzada del proceso y que próximamente daría a conocer al público su propia oferta de canje voluntario "atractiva" para los bonistas. El mercado reaccionó de inmediato a estos acontecimientos, elevando los precios de los bonos de la parte corta de PDVSA a sus niveles máximos desde septiembre de 2014.

Se observó una desaceleración en la caída de las Reservas Internacionales por segundo mes consecutivo (cerrando Julio en USD 11.830MM, -2%), explicado por un servicio de deuda en el mes ligero (USD 70,3 MM del cupón del VENZ

2034), e ingresos por USD 482,5MM provenientes del aporte de capital de la República al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR).

A su vez, continúan las entradas de capital en el sector de Mercados Emergentes. El Instituto de Finanzas Internacionales (IIF por sus siglas en inglés) estima ingresos en julio por USD 24,8MMM en los fondos dedicados al sector (USD 10,2MMM sólo en fondos de deuda), y se espera que la tendencia continúe en los próximos meses, bajo el contexto actual de bajas tasas de interés y bancos centrales con políticas monetarias expansivas. En este contexto que motiva la 'caza de rendimientos', algunos bancos de inversión de los EEUU han recomendado la compra de deuda venezolana, con base en las valoraciones de los bonos y la fuerte voluntad de pago de las autoridades de gobierno.

### Desempeño en el mes

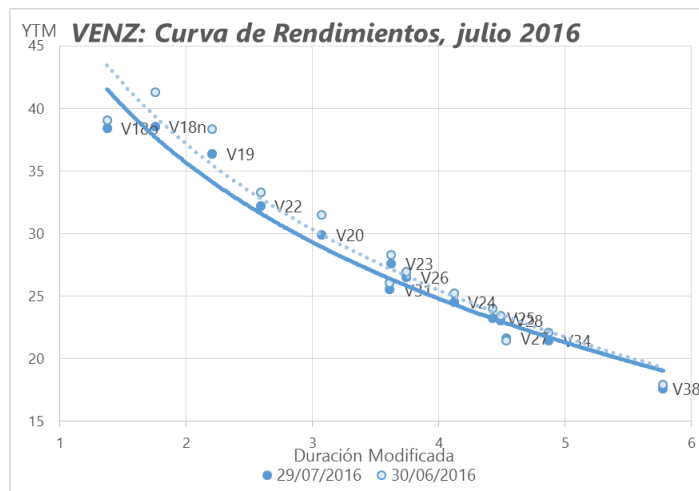
| Título                | 30/06/2016 | 29/07/2016 | Retorno Total |
|-----------------------|------------|------------|---------------|
| VENZ 13 5/8 08/15/18  | 65.45      | 67.00      | +3.73%        |
| VENZ 7 12/01/18       | 50.55      | 54.10      | +8.00%        |
| VENZ 7 3/4 10/13/19   | 45.40      | 48.25      | +7.33%        |
| VENZ 6 12/09/20       | 41.15      | 43.80      | +7.46%        |
| VENZ 12 3/4 08/23/22  | 51.30      | 53.25      | +5.30%        |
| VENZ 9 05/07/23       | 42.90      | 44.20      | +4.67%        |
| VENZ 8 1/4 10/13/24   | 42.05      | 43.55      | +4.96%        |
| VENZ 7.65 04/21/25    | 41.00      | 42.70      | +5.45%        |
| VENZ 11 3/4 10/21/26  | 47.70      | 48.55      | +3.66%        |
| VENZ 9 1/4 09/15/27   | 48.80      | 48.45      | +0.77%        |
| VENZ 9 1/4 05/07/28   | 43.75      | 44.65      | +3.64%        |
| VENZ 11.95 08/05/31   | 47.45      | 48.65      | +4.10%        |
| VENZ 9 3/8 01/13/34   | 43.85      | 45.20      | +4.41%        |
| VENZ 7 03/31/38       | 40.40      | 41.25      | +3.36%        |
| PDVSA 5 1/8 10/28/16  | 90.85      | 96.15      | +6.30%        |
| PDVSA 5 1/4 04/12/17  | 62.75      | 69.90      | +11.79%       |
| PDVSA 8 1/2 11/02/17  | 70.25      | 78.25      | +12.15%       |
| PDVSA 9 11/17/21      | 43.50      | 49.25      | +14.64%       |
| PDVSA 12 3/4 02/17/22 | 50.70      | 54.55      | +8.79%        |
| PDVSA 6 05/16/24      | 35.35      | 37.25      | +6.63%        |
| PDVSA 6 11/15/26      | 35.15      | 36.80      | +6.20%        |
| PDVSA 5 3/8 04/12/27  | 35.10      | 36.45      | +5.04%        |
| PDVSA 9 3/4 05/17/35  | 40.50      | 44.90      | +12.21%       |
| PDVSA 5 1/2 04/12/37  | 34.85      | 36.50      | +5.58%        |

Tabla N° 1: Desempeño de los bonos Venezuela y PDVSA, julio 2016

Los bonos de Venezuela y PDVSA culminan con un alza de precio promedio de +5,29% en el mes, y un retorno total promedio de +6,50% (incluyendo intereses). La deuda de PDVSA (+8,89% en promedio) tuvo un comportamiento ampliamente superior a VENZ (+4,77%), y en términos generales, la parte corta y media de la curva fue la más beneficiada. Los mejores rendimientos de julio se observaron en los PDVSA 2021 (+14,64%) y PDVSA 2035 (+12,21%), dos papeles que a inicios de mes se cotizaban con un descuento importante versus los títulos VENZ de similar vencimiento. El peor comportamiento se vio en el VENZ 2027 (+0,77%).

### **Evolución de las curvas**

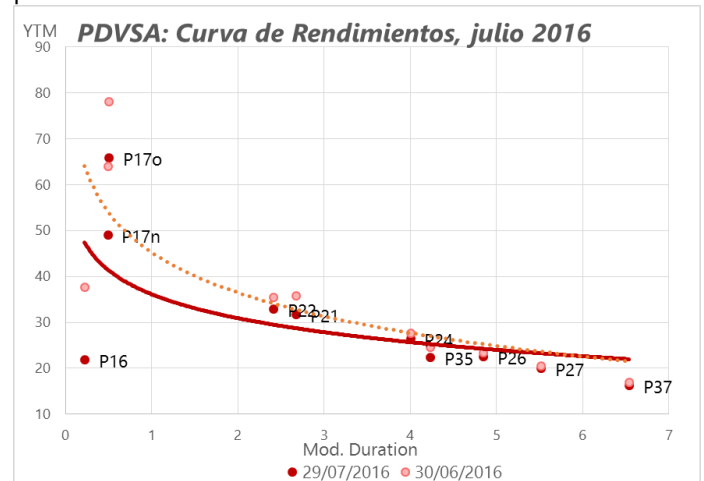
Los gráficos N° 3 y 4 muestran la evolución de las curvas de rendimiento de Venezuela y PDVSA en el mes. En el caso de Venezuela, se evidenció una caída de -90bps en promedio de los rendimientos a lo largo de la curva, con la mayor compresión en los VENZ 2018 7% (-277bps) por segundo mes consecutivo.



**Gráfico N°3: Evolución de la curva de Rendimientos de Venezuela, julio 2016. Fuente: Bloomberg CBBT**

El comportamiento en la curva de PDVSA fue mucho más positivo: los rendimientos cayeron en promedio -550bps, con descensos sobre los 1000 puntos básicos en los bonos más beneficiados por un posible re-perfilamiento: los PDVSA 2016 y 2017. Sin embargo, incluso después del movimiento de este mes, los PDVSA 2017 5,25% "viejos" se cotizan con un YTM mayor al 60%, subrayando el hecho que aún existen dudas en el mercado sobre la capacidad

de pago de la compañía para los vencimientos del próximo año.



**Gráfico N° 4: Evolución de la curva de Rendimientos de PDVSA, julio 2016. Fuente: Bloomberg CBBT.**

### **El Juego político del 'Re-perfilamiento'**

La confrontación entre los poderes públicos en Venezuela se agravó en julio, tras otro mes sin avances de peso en el proceso del referéndum revocatorio y medidas de retaliación por parte de la Asamblea Nacional. La confrontación se extendió al territorio de la deuda: a pesar de amenazas de diputados de oposición que todo nuevo financiamiento adquirido sin su aprobación sería nulo, el Tribunal Supremo de Justicia sentenció en contra, y permitió al Banco Central de Venezuela captar el desembolso del FLAR reseñado anteriormente. Es lógico suponer que esta confrontación se agravará a medida que avancen las negociaciones del re-perfilamiento de la deuda -comercial y financiera- de corto plazo de PDVSA.

Bajo esta óptica, la administración de Maduro ha asumido durante todo el 2016 una estrategia de "voluntad de pago a toda costa", en la que la idea de un canje voluntario de los vencimientos del 2017 había sido considerada como una herramienta de último recurso en las condiciones de mercado actuales, debido a su alto costo financiero. Tras haberse agotado en mayor medida las fuentes de financiamiento alternativas de la República y PDVSA, el re-perfilamiento surge como la gran apuesta del gobierno de Maduro para continuar con el servicio de la deuda externa, y por ende evitar un evento de crédito que pondría en riesgo su supervivencia política.

Para comprender las posturas del juego político entre oposición y gobierno, es necesario comprender las implicaciones jurídicas del re-perfilamiento. PDVSA es una Sociedad Anónima independiente de la Asamblea Nacional, y puede realizar operaciones de financiamiento sin aprobación explícita de la misma. En este sentido, el mensaje de diputados de oposición de que cualquier nueva deuda del gobierno de Maduro sería desconocida por el Legislativo pierde relevancia en el corto plazo, por cuanto no será un obstáculo para la ejecución de la operación de canje. Sin embargo, los inversionistas deben estar conscientes que un hipotético gobierno de oposición estaría incentivado a repudiar el pago de la deuda contraída por la presente administración, alegando que la misma se emitió ilegalmente según lo establecido en el Artículo 150 de la Constitución Nacional. Este factor de riesgo se une al costo financiero de la operación, como las grandes limitantes que enfrentaría PDVSA en la operación de re-perfilamiento.

Basado en los precios de la deuda al cierre de julio, una simple extrapolación sugiere que PDVSA tendría que entregar aproximadamente un 150% del valor nominal de bonos con vencimiento en 2020, o hasta 200% de bonos al 2024, para realizar un canje neutral del punto de vista de valor presente neto. Adicionalmente a ello, la compañía tendría que ofrecer un incentivo adicional (garantía, efectivo por adelantado, una cuenta colectora de intereses segregada, etc.) para compensar a los inversionistas que estén dispuestos a sacrificar el potencial de apreciación a par de los PDVSA 2017. Si consiguiera que un porcentaje significativo de inversionistas accedan al canje, PDVSA contaría con la capacidad de pagar los vencimientos a los bonistas que no participen. Este sería el escenario más positivo para los tenedores de la deuda de corto plazo, especialmente para los tenedores del PDVSA 2017 5,25% "viejo".

Un factor jugando en contra del éxito del canje es la fuerte corrección en los precios del petróleo, que unida a la caída en la producción petrolera de PDVSA, perjudica tanto a los inversionistas posicionados en la deuda de largo plazo de la compañía estatal, como a los potenciales aceptantes del re-perfilamiento. En el escenario hipotético de un canje exitoso, estarían entrando al mercado varios millardos de bonos de largo plazo, que se unirían a las emisiones de notas de crédito que PDVSA está realizando actualmente

bajo un esquema de canje de deuda comercial por financiera (el monto asciende a USD 831mm en la actualidad, según los estados financieros de la compañía, publicados durante el mes) y a los USD 3MMM de bonos PDVSA 6% 2022 que el Banco Central de Venezuela mantiene en sus balances. Todo apunta a que será necesario reducir la exposición en la parte larga de la curva previo a la operación de canje y, considerando que los bonos se han desconectado temporalmente de los precios del petróleo y continúan operando cerca de sus niveles máximos del año, los niveles actuales brindan una oportunidad de salida que podría durar poco tiempo.