

Reporte de deuda de Venezuela y PDVSA Enero 2017

En contraste con el comportamiento negativo de los últimos tres años, la deuda venezolana inicia el año 2017 con una tendencia alcista en los precios junto con un fuerte aplanamiento en las curvas de rendimiento. Entre las razones se encuentra la estabilidad en los precios del petróleo, la continua entrada de capitales al sector de Mercados Emergentes y la preferencia de los inversionistas por los bonos de más alto rendimiento (menos sensibles a un incremento de las tasas de interés que los bonos de calidad de inversión). Los bonos soberanos avanzaron hasta 15,81 % en el mes (VENZ 7%, 2018), si bien retrocedieron levemente en los últimos días por toma de ganancias (Ver Gráfico N°1).

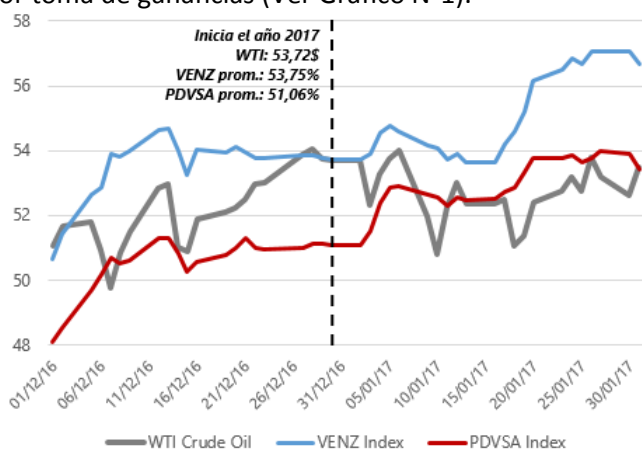


Gráfico N°1: Evolución de índices de precio bonos VENZ y PDVSA vs. Futuros del crudo WTI (dic 2016 – ene 2017).

Fuente: Bloomberg BGN, cálculos propios.

El cupón de los VENZ 9¾ 2034 (por USD 87MM), único pago de deuda del mes, se canceló a tiempo y sin problemas, lo cual estimuló una importante demanda por los títulos del corto y mediano plazo (2017-2022), posiciones que expresan una visión optimista para el servicio de deuda, al menos en el 2017. No obstante, la tendencia a la baja en las Reservas Internacionales continúa, y las mismas se ubican en USD 10.654MM al cierre de mes (-3,5%).

En el entorno doméstico, destacan varios cambios en el mapa de poder del gobierno. El más significativo fue el nombramiento del nuevo VP Tareck El-Aissami, ya que el presidente Maduro le otorgó la autoridad de hacer decretos en materia económica. Adicionalmente, Ricardo Sanguino (ex-parlamentario del PSUV) fue nombrado Presidente del BCV; por último, la Junta Directiva de PDVSA fue reestructurada, destacando en la nueva plantilla militares de alto rango y funcionarios estrechamente cercanos a Maduro y a la diplomacia entre Venezuela y

China, como es el caso de Simón Zerpa, nuevo VP de Finanzas de la petrolera estatal (adicional a sus labores de presidente de Banes y Fonden). El mercado no reaccionó de forma significativa a los anuncios, sugiriendo que los inversionistas anticipan una continuación de la política económica actual con las nuevas autoridades, aunque pudiesen representar nuevos matices ideológicos dentro de la doctrina Chavista.

Por último, los bonos VENZ 6% 2036 emitidos a finales de año dieron mucho de qué hablar entre los operadores, pero aún no han aparecido en el mercado. Se especula que la República probablemente utilizará estos bonos para saldar deudas comerciales con proveedores, pero su entrada al mercado se ha retrasado, presuntamente debido a que todavía no se han determinado los agentes de pago y de custodia para la emisión.

Desempeño en el mes

Security	30/12/2016	31/01/2017	Total Return
VENZ 13 5/8 08/15/18	83.30	88.15	+6.84%
VENZ 7 12/01/18	64.45	73.75	+15.24%
VENZ 7 3/4 10/13/19	55.65	60.90	+10.35%
VENZ 6 12/09/20	48.15	52.90	+10.84%
VENZ 12 3/4 08/23/22	62.25	65.80	+6.99%
VENZ 9 05/07/23	48.05	50.90	+7.33%
VENZ 8 1/4 10/13/24	46.55	47.70	+3.89%
VENZ 7.65 04/21/25	45.35	46.60	+4.13%
VENZ 11 3/4 10/21/26	56.70	58.90	+5.50%
VENZ 9 1/4 09/15/27	51.85	53.40	+4.42%
VENZ 9 1/4 05/07/28	47.50	48.80	+4.28%
VENZ 11.95 08/05/31	56.60	58.65	+4.99%
VENZ 9 3/8 01/13/34	47.75	49.25	+4.43%
VENZ 7 03/31/38	43.60	44.90	+4.13%
PDVSA 5 1/4 04/12/17	89.55	93.65	+5.06%
PDVSA 8 1/2 11/02/17	79.90	87.05	+9.72%
PDVSA 8 1/2 10/27/20	73.90	77.90	+6.29%
PDVSA 9 11/17/21	53.20	57.35	+9.05%
PDVSA 12 3/4 02/17/22	61.90	66.05	+7.86%
PDVSA 6 05/16/24	39.25	40.30	+3.92%
PDVSA 6 11/15/26	38.50	38.25	+0.81%
PDVSA 5 3/8 04/12/27	38.05	38.00	+1.04%
PDVSA 9 3/4 05/17/35	48.85	50.50	+5.07%
PDVSA 5 1/2 04/12/37	37.60	37.90	+2.08%

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

Los bonos de Venezuela y PDVSA se apreciaron en promedio +4,6% en el mes, y arrojaron un retorno total de +6% incluyendo intereses. Los bonos con vencimiento en los próximos cuatro años presentaron los mejores rendimientos (de hasta +15,2% en el caso del VENZ 7% 2018), mientras que los bonos de PDVSA de largo plazo y precios bajos tuvieron el peor desempeño, prácticamente sin cambios en el mes (como es el caso del PDVSA 2026, que cierra el mes negativo en variación de precios, y con retorno total de +0.8%).

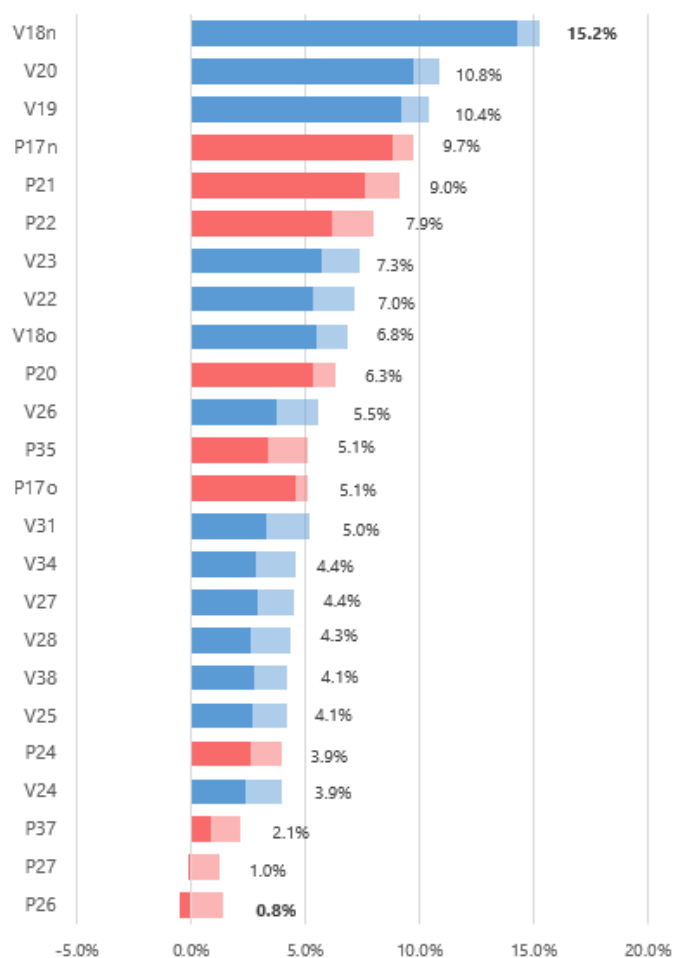


Gráfico N°3: Ranking de bonos VENZ/PDVSA por retorno total*, enero 2017. *NOTA: se desagrega el retorno total en variación de precio (barra oscura) e interés devengado (barra clara); no se asume reinversión de cupones para el cálculo de retorno total.
Fuente: Bloomberg, Knossos Asset Management.

Evolución de las curvas

Los gráficos N° 4 y 5 muestran la evolución de las curvas de rendimiento de Venezuela y PDVSA en enero de 2017, tanto para bonos como para CDS. En el caso de Venezuela, la compresión de la curva observada el año pasado

continúa. Los títulos con vencimiento de 2018 a 2020 tuvieron una reducción en sus rendimientos promedio de -450bps, cinco veces más que el promedio en el resto de la curva Soberana; la mayor compresión se dio en el VENZ 7% 2018 con -810bps, vs. -195bps en promedio. La curva de PDVSA mostró el mismo patrón de aplanamiento, con variaciones de hasta -1030bps (PDVSA 8,50% 2017); sin embargo, los rendimientos en los PDVSA 2026 (+21bps) y 2027 (+9bps) subieron con respecto al mes anterior.

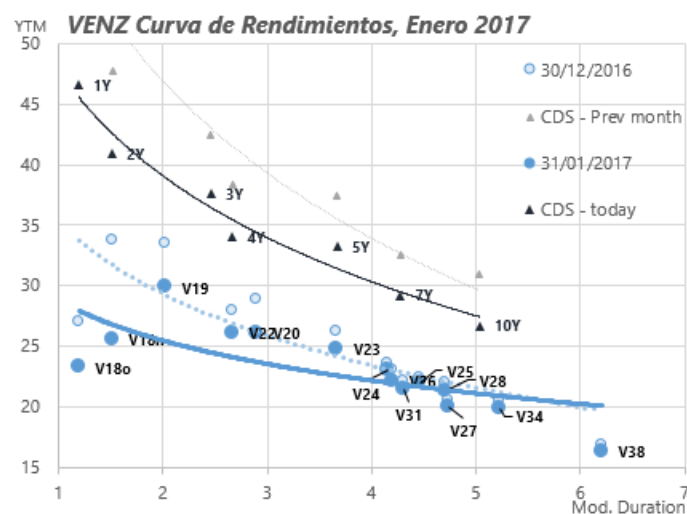


Gráfico N°4: Evolución de la curva de Rendimientos de Venezuela, Enero 2017. Fuente: Bloomberg

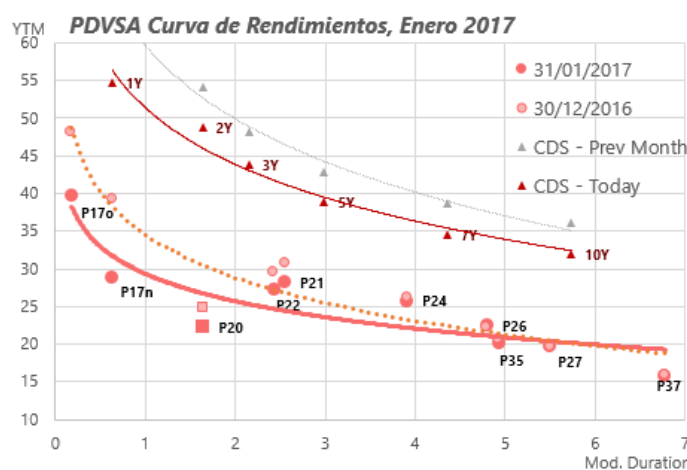


Gráfico N° 5: Evolución de la curva de Rendimientos de PDVSA, Enero 2017. Fuente: Bloomberg CBBT.

El 'status quo' marca el inicio de 2017

El consenso de mercado en materia política se confirmó, luego que el 10 de enero pasara sin Referéndum Revocatorio, y la realización del mismo también pareciera haberse descartado por completo para este año. En contraste con las expectativas del bloque opositor, la administración del presidente Maduro ha logrado postergar los comicios electorales demandados por la MUD, y ha enfatizado el uso del 'Diálogo' como punto de encuentro para establecer reglas de juego comunes. Sin embargo, la polarización política y el conflicto de poderes persisten, así como la heterodoxa orientación político-económica de las autoridades de turno.

El estancamiento en materia política ha generado en los inversionistas una sensación de 'apatía complaciente' hacia la deuda venezolana en este inicio de año. Tanto los volúmenes operados en el mercado como el interés de los de los inversores extranjeros en la situación actual del país han caído fuertemente. Consideramos que la estabilidad debería continuar en los próximos meses, debido a la demostrada capacidad del Gobierno de sobrevivir con precios bajos del petróleo y cambios mínimos en la política económica; así como también por el debilitamiento de la MUD observado en los últimos meses, tanto en la opinión pública como en términos del poder *de facto*. A falta de una historia crediticia como la de 2016 (donde las expectativas de cambio de gobierno y/o un evento de crédito llegaron al límite) la deuda venezolana queda en segundo plano de cara al inversionista foráneo, y esto incidirá en la liquidez y la eficiencia de mercado, lo cual podría dar oportunidades interesantes de *trading* de corto plazo en la deuda.

El *trade* preferido por el mercado (ante el contexto actual) se ha enfocado en un aplanamiento (o *bull steepening*) de las curvas de rendimiento en el corto y mediano plazo. El mercado ha reducido sostenidamente las probabilidades implícitas de *default* en el futuro inmediato (los CDS Soberanos y de PDVSA a 1 año valoran una probabilidad menor al 50% por primera vez desde Septiembre de 2016). Luego de este cambio de percepción y su incorporación en los precios de los bonos, es de esperarse que las variables que muevan al mercado sean

otras en el futuro. Luego del movimiento observado en enero, consideramos que la estrategia de buscar una **apreciación a par** en los títulos próximos a vencer no ofrece un perfil riesgo/rendimiento atractivo a los niveles actuales. La deuda de largo plazo y cupón bajo, por otro lado, cuenta con valoraciones elevadas con respecto a la historia reciente, y consideramos que los **Recovery Values** se han deteriorado en los últimos meses como consecuencia de las recientes emisiones de deuda y la progresiva liquidación de los activos externos de la República.

Por todo lo anterior, concluimos que el panorama actual requiere un perfil de inversión conservador, con énfasis en el *trading* activo. En este contexto, consideramos que el bono PDVSA 8,50% 2020 garantizado continúa ofreciendo un perfil riesgo-rendimiento superior a la deuda no asegurada de PDVSA, especialmente en un escenario negativo para el crédito. Otros títulos de cupón alto y precios intermedios pueden ser interesantes como una manera de aprovechar el ambiente de relativa estabilidad a través de *carry trades*. La evolución de las variables petróleo, flujos de fondos en Mercados Emergentes, oferta primaria de bonos (VENZ 2036 y/o PDVSA 6% 2022), así como los litigios que enfrenta la petrolera estatal con respecto al colateral de los PDVSA 2020, así como el constante seguimiento a los precios de la deuda para detectar y aprovechar discrepancias de valor relativo, seguirán siendo nuestras claves para navegar el mercado de deuda venezolana.