

El mes de marzo fue positivo para la deuda de Venezuela y PDVSA. La relativa calma en los mercados mundiales combinado con una tendencia positiva en los precios internacionales del petróleo, generaron una disminución en la percepción de riesgo crediticio de la República y PDVSA. Esto se tradujo en un retorno total positivo de alrededor de 3% en promedio durante el mes; sin embargo, este rendimiento varió ampliamente entre ambas curvas, y entre los distintos vencimientos de los bonos.

Las tres primeras semanas del mes arrojaron avances generales en ambas curvas, en línea con el movimiento de los precios del petróleo. Los futuros del crudo WTI alcanzaron su nivel máximo del año en 41,45\$ al cierre del 22 de marzo, un día después de que el Secretario General de la OPEP, Abdallah Salem el-Badri, reportó que Irán podría unirse a la iniciativa de los miembros del cártel de congelar su producción petrolera a los niveles actuales.

El sentimiento de mercado cambió de tendencia el miércoles 23 en la mañana cuando comenzaron a aparecer en Bloomberg cotizaciones indicativas del bono PDVSA 6% 2022, un papel emitido en octubre de 2014 por medio de una emisión privada al BCV. Acto seguido, los precios de ambos emisores cayeron fuertemente debido a la amenaza de mayor oferta de bonos en el mercado secundario.

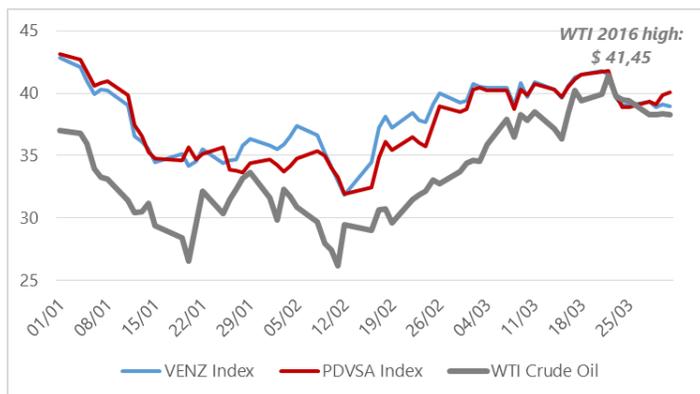


Gráfico N°1: Evolución de los precios promedio de los bonos VENZ y PDVSA vs el precio del petróleo WTI. Fuente: Bloomberg BGN, cálculos propios.

Las últimas sesiones del mes se caracterizan por una baja notable en los volúmenes operados y sin mucha variación en los precios de la deuda, a la espera de más información sobre los PDVSA 6% 2022, y su posible entrada al mercado secundario en las próximas semanas, así como la relación

entre estos títulos y el sistema cambiario oficial DICOM, cuyo arranque formal se espera para el mes de abril.

Sistema cambiario: de SIMADI a DICOM

El 9 de marzo tuvo lugar una rueda de prensa del Ejecutivo Nacional, presidida por el VP de economía de Venezuela, Miguel Pérez Abad. En ella, se adelantaron detalles sobre el nuevo sistema cambiario a implementar, como el nuevo nombre de los tipos oficiales: **DIPRO** (divisa protegida: VEF 10/USD) y **DICOM** (divisa complementaria: tipo de cambio flotante, iniciando en la tasa del sistema anterior SIMADI). Este sistema sería distinto a los anteriores esfuerzos gubernamentales en dos factores: en la búsqueda de una flotación "real" del tipo de cambio DICOM, de acuerdo con la oferta y demanda de divisas en el sistema; y en la intención de unificar los dos tipos de cambio de manera progresiva.

El impacto de mercado del nuevo sistema cambiario ha sido limitado hasta ahora y muchos inversionistas han optado por un enfoque de "esperar para ver". Hasta los momentos, la señal del gobierno en este sentido se ha limitado a permitir una depreciación del 27% en el tipo de cambio SIMADI (próximo a convertirse en DICOM), pasando de menos de 200 a finales de febrero, a 276 VEF/USD a la presente fecha.

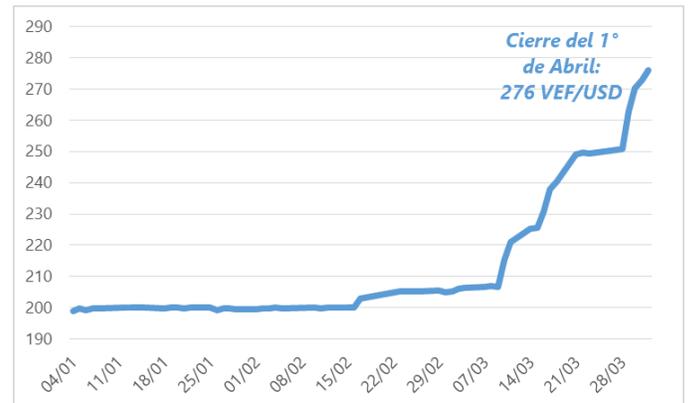


Gráfico N° 2: Evolución del tipo de cambio SIMADI, precios de cierre mid, año 2016 (Fuente: Banco Central de Venezuela)

Un aspecto clave del DICOM que aún no ha sido aclarado es la posibilidad de que el Gobierno venda bonos en el mercado secundario para generar oferta de divisas para el sistema, de forma similar a los esquemas cambiarios previos (SITME y SICAD). No ha habido comunicaciones oficiales al respecto, pero muchos analistas especulan que



el nuevo PDVSA 6% 2022 cumplirá este rol, y se verá oferta del mismo en el mercado próximamente. Para conocer más detalle sobre el nuevo bono, recomendamos la lectura de la nota del portal de noticias Caracas Chronicles: <http://www.caracaschronicles.com/2016/04/05/52492/>

Desempeño en el mes

Los bonos de Venezuela y PDVSA culminan en conjunto con un alza de precio de 1% en el mes y un retorno total de 2,66% en promedio. Sin embargo, el comportamiento entre ambas curvas fue variado: la mayor parte de la deuda VENZ finaliza con variaciones negativas (VENZ 24 - 6,20 %), mientras que todos los bonos de PDVSA finalizaron en positivo, a excepción de los PDVSA 2024/PDVSA 2026 (afectados por los temores de la oferta del nuevo PDVSA 2022). Destaca el mejor desempeño de los bonos en la parte corta de ambas curvas: VENZ 18 13,625 % (+10,60%), PDVSA 17 5,25% (+11,15%) y PDVSA 17 8,50% (+7,29%).

Bono	29/02/2016	31/03/2016	Var. %
VENZ 13 5/8 08/15/18	58,00	64,15	+10,60%
VENZ 7 12/01/18	39,90	40,65	+1,88%
VENZ 7 3/4 10/13/19	36,85	38,05	+3,26%
VENZ 6 12/09/20	35,85	34,10	-4,88%
VENZ 12 3/4 08/23/22	42,80	43,80	+2,34%
VENZ 9 05/07/23	36,70	35,50	-3,27%
VENZ 8 1/4 10/13/24	36,45	34,20	-6,17%
VENZ 7.65 04/21/25	35,70	33,85	-5,18%
VENZ 11 3/4 10/21/26	40,25	40,00	-0,62%
VENZ 9 1/4 09/15/27	40,25	40,10	-0,37%
VENZ 9 1/4 05/07/28	36,90	35,55	-3,66%
VENZ 11.95 08/05/31	40,35	40,00	-0,87%
VENZ 9 3/8 01/13/34	37,25	35,85	-3,76%
VENZ 7 03/31/38	35,10	33,70	-3,99%
PDVSA 5 1/8 10/28/16	74,80	78,05	+4,34%
PDVSA 5 1/4 04/12/17	45,75	50,85	+11,15%
PDVSA 8 1/2 11/02/17	49,40	53,00	+7,29%
PDVSA 9 11/17/21	35,75	37,25	+4,20%
PDVSA 12 3/4 02/17/22	42,60	45,35	+6,46%
PDVSA 6 05/16/24	31,20	30,95	-0,80%
PDVSA 6 11/15/26	31,10	30,90	-0,64%
PDVSA 5 3/8 04/12/27	31,00	31,50	+1,61%
PDVSA 9 3/4 05/17/35	36,65	37,95	+3,55%
PDVSA 5 1/2 04/12/37	31,10	31,60	+1,61%

Tabla N° 1: Desempeño de los bonos de Venezuela y PDVSA durante el mes de Marzo 2016.

Evolución de las curvas

Los gráficos N° 3 y 4 muestran la evolución de las curvas de rendimiento de VENZ y PDVSA, respectivamente. En el caso de VENZ, destaca un movimiento de casi 600bps a la baja en el rendimiento del VENZ 18 13,625%, y alzas de entre 50 a 250 bps en los rendimientos del resto de la curva.

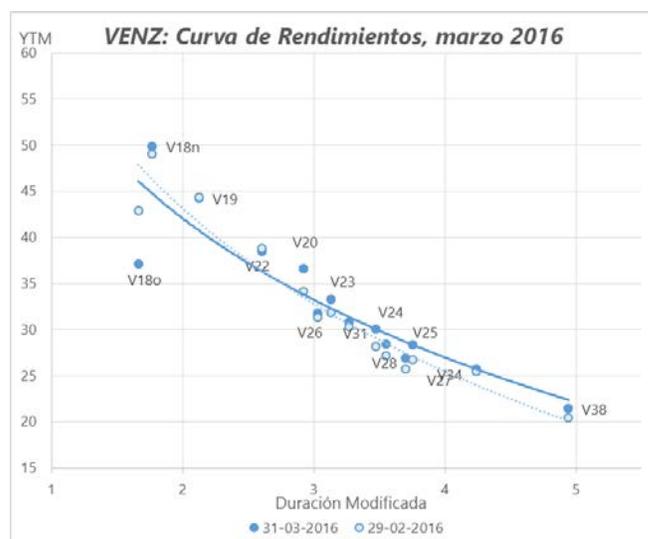


Gráfico N°3: Evolución de la curva de Rendimientos de Venezuela, marzo 2016. Fuente: Bloomberg CBBT

La curva de PDVSA arroja movimientos a la baja a lo largo de la curva, a excepción de alzas de 30bps en los PDVSA 24/26. El mejor comportamiento se observó en los PDVSA 17 5,25% (-635bps en el mes).

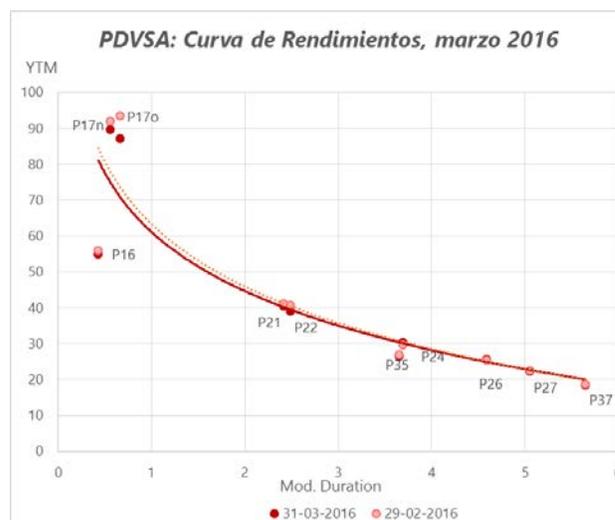


Gráfico N° 4: Evolución de la curva de Rendimientos de PDVSA, Febrero 2016. Fuente: Bloomberg CBBT.

Mirando hacia el futuro

La confrontación en el plano político entre los poderes Legislativo y Ejecutivo/Judicial se acentúa con cada nueva propuesta de ley de la Asamblea Nacional. El más reciente caso ocurrió en la última semana del mes: la Corte Constitucional del TSJ declaró inconstitucional una reforma de la Ley del Banco Central de Venezuela, que la AN había aprobado el pasado 3 de marzo.

El proyecto de reforma adelantado por el bloque de oposición había sido diseñado como una prueba para demostrar la parcialidad del TSJ. Salvo cambios puntuales en algunos artículos, la reforma propuesta era una copia literal de la anterior Ley del Banco Central de 2014. Es por ello que la negativa del TSJ a dar el visto bueno a esta reforma de ley demuestra que el Ejecutivo busca bloquear cualquier iniciativa de la nueva asamblea, ya no es posible justificar de otra forma el hecho que la Corte Constitucional declarase ilícitas las provisiones legales que gobernaron al BCV durante los últimos 14 años.

El impacto de este escenario político en la deuda de Venezuela y PDVSA dudosamente puede ser positivo, más aun considerando un contexto de deterioro económico sostenido y (salvo los más recientes movimientos en materia cambiaria) una condición de parálisis general en las políticas públicas. Por otro lado, la entrada próxima PDVSA 6% 2022 implica una serie de riesgos y oportunidades que vale la pena tomar en cuenta en las siguientes semanas.

De ser efectivamente vendidos a través del DICOM, el exceso de oferta de los PDVSA 6% 2022 impactará en los precios de toda la curva, pero especialmente en aquellos bonos similares; y los PDVSA 2024/2026 son los títulos mayormente expuestos a este efecto adverso. Si bien se puede argumentar que este efecto está descontado en el precio actual (estos bonos presentan los precios más bajos de la curva de PDVSA, incluso menores a los de vencimiento 2027/2037), no se puede descartar un escenario de mercado similar al de inicios de año, y ver a estos bonos nuevamente operando a precios de 25% a 26% es una posibilidad real.

Dicho esto, el PDVSA 6% 2022 podría presentar un perfil riesgo/rendimiento muy atractivo en este contexto. No

solo se estaría comprando un bono a precios nominales muy bajos, minimizando el riesgo de pérdidas en un escenario negativo; sino que el mismo tendría un plazo de seis años, el más corto en el segmento de los bonos *low-dollar value*, y por ende el mayor potencial de subida (*pull to par*) más rápido de este grupo en un escenario positivo en que PDVSA pudiese evitar un evento de crédito en el corto y mediano plazo.