

La mayoría de los bonos de Venezuela y PDVSA cerraron agosto en terreno positivo, en un entorno de gran volatilidad (ver gráfico N°1). Los bonos comenzaron el mes cayendo fuertemente tras la salida del VP económico Miguel Pérez Abad, considerado 'pro-mercado' por los analistas, y su reemplazo por Carlos Farías (línea I del gráfico); luego se volvió a experimentar debilidad cuando la presidenta del CNE Tibisay Lucena estableció un cronograma para el referéndum revocatorio que prácticamente anulaba la posibilidad de realizar los comicios antes de enero de 2017 (línea II del gráfico). A pesar de ello, la deuda generó un retorno total promedio de +4,6 % en el mes (según el JPM EMBI+ Venezuela), beneficiándose de entradas de capital al sector de mercados emergentes, y una recuperación importante de los precios del petróleo durante el mes, con el marcador WTI subiendo +7,5% en agosto.

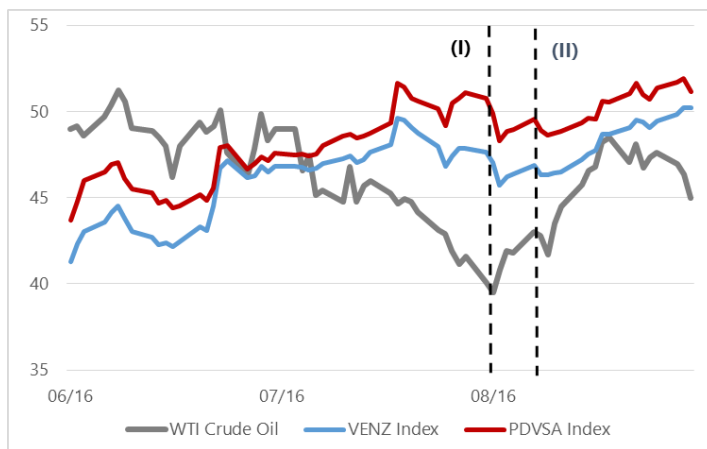


Gráfico N°1: Evolución de índices de precio bonos VENZ y PDVSA vs. precios de futuros del crudo WTI (año 2016).
Fuente: Bloomberg BGN, cálculos propios.

Este mes se cancelaron por concepto de intereses USD 705 MM (VENZ 2018/2022/2031 y PDVSA 2022). Estos títulos de cupón alto tuvieron el mejor comportamiento de la curva, posiblemente como consecuencia de la reinversión de estos flujos. A su vez, los rumores sobre el reperfilamiento de la deuda de corto plazo de PDVSA se acentuaron: trascendió que Credit Suisse está encargada de coordinar el plan del canje, en el cual PDVSA ofrecería uno o varios incentivos a los tenedores que acepten participar, y se enfocaría en los bonos con vencimiento en 2017 (dado que el monto en circulación remanente de los PDVSA 2016 es relativamente bajo, debido a las recompras). A pesar de esto, la parte corta de PDVSA tuvo el peor comportamiento en el mes.

Entre los factores detrás del comportamiento positivo de los bonos de Venezuela y PDVSA, destacó que los fondos de deuda de mercados emergentes recibieron entradas de capital por el orden de los USD 2.000 MM semanales en los últimos dos meses. No obstante, el ritmo se desaceleró en la segunda mitad de agosto (ver gráfico N°2).

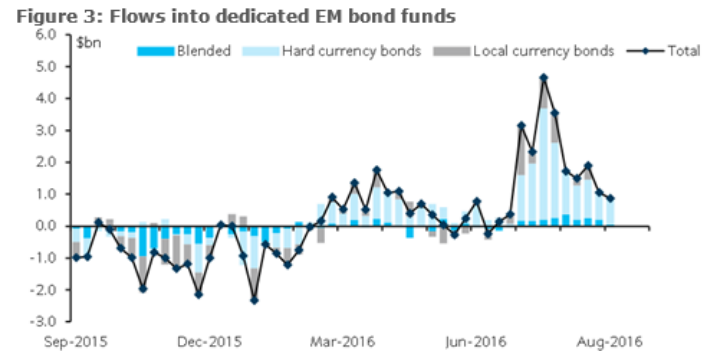


Gráfico N°2: Flujos de Fondos en Mercados Emergentes, en Bn USD (últ. 12 meses). Fuente: EPFR Global, Barclays Research

Desempeño en el mes

Security	29/07/2016	31/08/2016	Total Return
VENZ 13 5/8 08/15/18	67.00	63.75	+6.61%
VENZ 7 12/01/18	54.10	57.05	+6.53%
VENZ 7 3/4 10/13/19	48.25	50.00	+4.86%
VENZ 6 12/09/20	43.80	45.55	+5.15%
VENZ 12 3/4 08/23/22	53.25	55.70	+6.15%
VENZ 9 05/07/23	44.20	45.75	+5.09%
VENZ 8 1/4 10/13/24	43.55	45.25	+5.33%
VENZ 7.65 04/21/25	42.70	44.25	+5.00%
VENZ 11 3/4 10/21/26	48.55	50.65	+6.08%
VENZ 9 1/4 09/15/27	48.45	50.05	+4.66%
VENZ 9 1/4 05/07/28	44.65	46.05	+4.78%
VENZ 11.95 08/05/31	48.65	51.35	+6.91%
VENZ 9 3/8 01/13/34	45.20	46.50	+4.75%
VENZ 7 03/31/38	41.25	41.50	+2.02%
PDVSA 5 1/8 10/28/16	96.15	93.60	-2.11%
PDVSA 5 1/4 04/12/17	69.90	68.55	-1.18%
PDVSA 8 1/2 11/02/17	78.25	73.55	-4.88%
PDVSA 9 11/17/21	49.25	48.70	+0.52%
PDVSA 12 3/4 02/17/22	54.55	58.20	+7.99%
PDVSA 6 05/16/24	37.25	37.30	+1.55%
PDVSA 6 11/15/26	36.80	36.60	+0.90%
PDVSA 5 3/8 04/12/27	36.45	36.10	+0.43%
PDVSA 9 3/4 05/17/35	44.90	46.15	+4.56%
PDVSA 5 1/2 04/12/37	36.50	35.90	-0.25%

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



Reporte de deuda de Venezuela y PDVSA Agosto 2016

Los bonos de Venezuela y PDVSA culminan con un alza de precio promedio de +1,88 % en el mes, y un retorno total promedio de +3,4% (incluyendo intereses); el *benchmark* JPM EMBI+ Venezuela, con mayor ponderación hacia VENZ, generó un retorno total de +4,6% en agosto. En contraste con el mes anterior, la deuda de PDVSA (+0,75 %) tuvo un rendimiento promedio menor al observado en VENZ (+5,28 %). Los bonos de cupón alto tuvieron el mejor rendimiento, y la parte corta de PDVSA estuvo rezagada (ver gráfico N°3). Los mejores rendimientos de agosto se observaron en los PDVSA 2022 (+7,99 %) y los VENZ 2031 (+6,91 %), dos títulos que pagaron cupones durante el mes. El peor comportamiento se vio en el PDVSA 8,50% 2017(-4,88 %).

mayor compresión se observó en el VENZ 13,625% 2018, cuyo rendimiento bajó -270bps, mucho mejor a la leve caída de -8bps en los VENZ 2038.

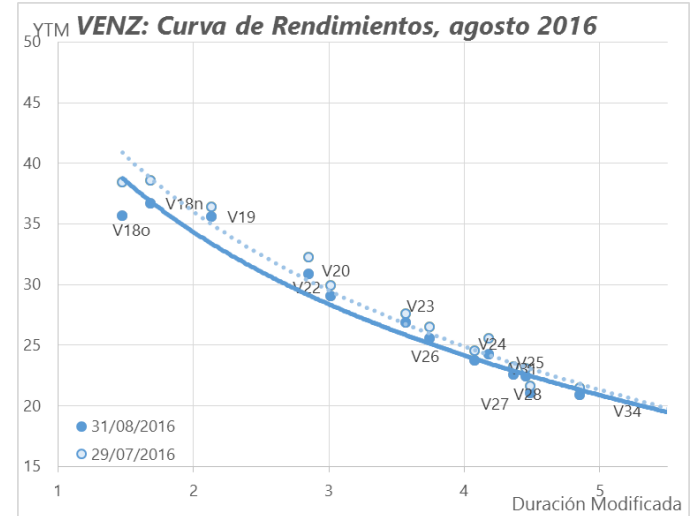


Gráfico N°4: Evolución de la curva de Rendimientos de Venezuela, agosto 2016. Fuente: Bloomberg CBBT

El comportamiento en la curva de PDVSA, en contraste, se caracterizó por una fuerte alza en los rendimientos de la parte corta de la curva (hasta +2600bps en el PDVSA 2016), en conjunto con una caída en los rendimientos en el mediano y largo plazo (hasta -211bps en el caso de los PDVSA 2022); en promedio, los rendimientos subieron +620bps.

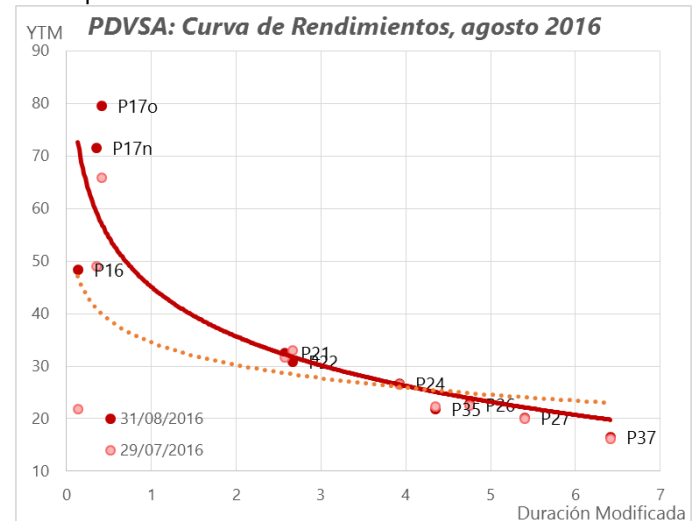


Gráfico N° 5: Evolución de la curva de Rendimientos de PDVSA, agosto 2016. Fuente: Bloomberg CBBT.

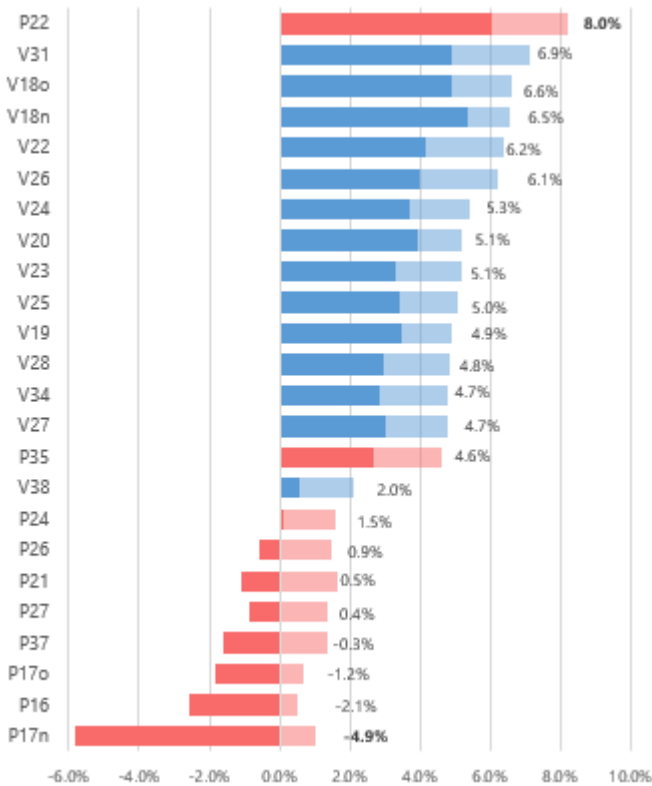


Gráfico N°3: Ranking de bonos VENZ/PDVSA por retorno total, agosto 2016. NOTA: se desagrega el retorno total en variación de precio (barra oscura) e interés devengado (barra clara).

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 el mes. En el caso de Venezuela, se evidenció una caída de -98bps en promedio de los rendimientos a lo largo de la curva; la

Cambio político y re-perfilamiento en septiembre

En el ámbito político, lo más destacado del mes fue el cronograma de pasos planteado por el CNE, según el cual el referéndum revocatorio probablemente no se realizaría antes del 10 de enero de 2017. En respuesta, la Mesa de la Unidad Democrática realizó la "Toma de Caracas", una multitudinaria marcha en donde se planteó el nuevo objetivo del bloque opositor: forzar al gobierno a permitir la realización del plebiscito en 2016 a través de más acciones de calle en las próximas semanas. La reacción gubernamental ha sido de escalar las hostilidades. Las principales ciudades del país están militarizadas *de facto*, varios políticos de oposición han sido capturados por la inteligencia gubernamental -argumentando la existencia de planes desestabilizadores-, y la retórica de los miembros del PSUV es de abierta confrontación.

A nuestro juicio, la oposición ha reiterado con esta marcha que cuenta con la gran mayoría del apoyo popular; si la MUD logra mantener la convocatoria en las próximas manifestaciones, aumentarían las probabilidades de realizar el revocatorio en 2016 y por ende, la posibilidad de un cambio de Gobierno. Este sería un evento positivo para los bonos dado que esto implicaría a su vez un cambio en el perfil de crédito de la República, por cuanto supondría la salida de un gobierno que mantiene una política macroeconómica insostenible, y la entrada de una nueva administración alineada con mantener la voluntad de pago, aparejada con un plan económico sostenible y atractivo para los inversionistas de largo plazo.

A pesar de la posibilidad de una sorpresa positiva en lo político, consideramos que el evento clave del mercado de deuda venezolana en septiembre será el plan de re-perfilamiento de los bonos PDVSA 2017. El cronograma de pagos de la estatal petrolera obliga a que esta operación, de llevarse a cabo, se efectúe en las próximas semanas. A su vez, es ampliamente conocido que PDVSA tiene la más alta voluntad de llevar a cabo el canje, como una medida necesaria para evitar un evento de crédito durante el 2017. En contra del éxito del plan, cabe destacar la volatilidad en el mercado petrolero, dado que los precios de los bonos recuperaron su usual correlación con los precios del crudo durante el mes. Es prudente asumir que esta relación se mantendrá en el futuro y que por ende, una caída en el petróleo podría derivar en una fuerte corrección en los

precios de la deuda de PDVSA y en consecuencia, un incremento en los rendimientos que haría prohibitivo el costo del re-perfilamiento.

Es en este entorno que los inversionistas esperan con ansias la propuesta oficial de parte de PDVSA, especialmente con respecto a los incentivos para motivar a los tenedores privados a participar. Los rumores de mercado señalan varios posibles 'endulzantes' que la estatal petrolera pondría sobre la mesa: colateralizar la nueva emisión con el patrimonio de CITGO (Estimamos *a grosso modo* un valor patrimonial neto de USD 2 a 3 billones disponible para este fin); una cuenta colectora de intereses segregada que le garantizaría a los inversionistas mayor seguridad en los flujos de caja de la emisión; por último, un pago en efectivo - adicional a un monto nominal superior en el bono a entregar -, de modo que el valor presente de la propuesta supere al de los bonos actuales. De concretarse alguna de estas medidas, se podría compensar a los inversionistas por los 25 a 30 puntos de *upside* que estarían dejando de percibir por participar en el canje, aumentando notablemente las probabilidades de éxito del plan de re-perfilamiento.