



# Nota especial de coyuntura

“Bono Soberano 2022, un tren que no se debe dejar pasar”

Por:

**Maikel Bello y José Luis Saboin**

Entre lunes y martes el Ministerio del Poder Popular de Planificación y Finanzas (MPPPF) invitó a todas las empresas pertenecientes al *Sector Productivo Nacional*, las personas naturales y jurídicas domiciliadas o residentes en Venezuela y a las entidades inscritas en el Registro General del MPPPF para Operaciones con Títulos Públicos, supervisadas por la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras (SUDEBAN) que tengan como objeto la actividad financiera, a participar en la oferta pública de un nuevo Bono Soberano Internacional Amortizable con vencimiento final en el año 2022, denominado en dólares de los EE.UU. por un valor nominal, en principio, de US\$3.000 millones en los términos y condiciones que se especifican a continuación:

- El 50% de la Emisión será destinado exclusivamente a las Empresas pertenecientes al Sector Productivo Nacional (Categoría I). Según la convocatoria estas *Empresas Productivas* son todas las empresas del Sector Productivo Nacional debidamente registradas ante el Registro de Usuarios del Sistema de Administración de Divisas (“RUSAD”) llevado por Cadivi y cuyo objeto social implique el desarrollo de actividades productivas en los sectores de alimentos, salud y bienes de capital.
- El 50% restante (Categoría II) lo comprenderán las personas naturales y jurídicas domiciliadas o residenciadas en Venezuela incluyendo todas aquellas personas naturales o jurídicas que no estén contempladas en la Categoría I, y las entidades inscritas en el Registro General del MPPPF para Operaciones con Títulos Públicos.
- Las Entidades podrán recibir las órdenes de compra a partir de este martes 10 de agosto de 2010 a las 9:00 a.m. hasta el viernes 13 de agosto de 2010



a las 12:00 m. y podrán iniciar el proceso de remisión de las órdenes de compra recibidas ante el BCV, a partir del día martes 10 de agosto de 2010 a las 9:00 a.m. hasta el día viernes 13 de agosto de 2010 a las 02:00 p.m. El día lunes 16 de agosto a las 10:00 am será el anuncio de los resultados y el día lunes 23 de agosto a las 8:00 am se realizará la liquidación de la oferta.

- El Precio del Bono Soberano Internacional Amortizable 2022 anunciado por el MPPPF resultará en un Valor de Pago que tomará en cuenta el precio de 100% anunciado, el valor nominal adjudicado (múltiplos de US\$3.000) y el tipo de cambio de oficial de VEB/US\$ 4.30. Para calcular el tipo de cambio de la operación (tipo de cambio implícito efectivo) en **Ecoanalítica** determinamos que son varios los factores a tomar cuenta para la realización de esta estimación, siendo la variable determinante el rendimiento que exigirán en los mercados internacionales los agentes para adquirir el bono, ya que esto incidirá en el precio de mercado del papel. Hoy en día, el rendimiento de los bonos internacionales de la República se ubican entre 13,5% - 14,5%; y por las características del bono Soberano2022 pudieran pagar un rendimiento de 14% - 14,5%, lo cual implicaría que el precio del bono se ubique entre el rango de 91% - 94%.

Una de las características de las emisiones bolívar-dólar en Venezuela, es que en las primeras de cambio, los compradores iniciales de los bonos buscan vender sus bonos en los mercados internacionales, para poder acceder a los dólares. Esta característica hace que el bono tenga en principio lo que se denomina riesgo de precio (que disminuya el precio por debajo de niveles acorde con sus características y comparativamente con otros bonos venezolanos comparables), esto trae como consecuencia que los inversionistas internacionales exijan un mayor rendimiento por el bono, para asumir el riesgo de precio, lo que conlleva a una disminución en el precio de mercado del bono. Tradicionalmente el rendimiento pedido adicionalmente ha estado entre los 1,5 - 2,5 puntos porcentuales, implicando un rendimiento ubicado en 15,5% - 16,5% y un precio de 82% - 86%; quedando de esta forma el tipo de cambio implícito entre 5,05 - 5,35 VEB/US\$. Si se termina concretando la extensión de la oferta, el tipo de cambio implícito pudiera ser algo mayor por un mayor rendimiento exigido a menor precio.

<b>T/C implícito Bono Soberano 2022</b>	
Tipo de cambio oficial	4,3
Comisión	1,0%
Precio nominal	100,0%
Yield	15,5% - 16,5%
Precio Internacional	82,0% - 86,0%
Tipo de cambio implícito	5,05 - 5,35

Fuente: Ecoanalítica





Luego de tener las condiciones en cuenta, en **Ecoanalítica**, queremos enfatizarle a nuestros clientes que más allá de que el tipo de cambio implícito sea VEB/US\$ 5,0 o 5,4, ésta es una gran oportunidad para acceder a dólares baratos y, sobretodo, a través de un mecanismo lícito, sugiriendo además (de ser necesario) el endeudamiento en bolívares para su adquisición.

Asimismo, consideramos importante destacar que esta emisión surge debido a que el nuevo Sitme se ha convertido en una extensión de Cadivi, no en un sustituto del permuta. Esto es así porque este nuevo sistema no está tomando en cuenta a las empresas grandes para repatriación de utilidades, ni a personas naturales y en poca cantidad a pequeñas empresas. En este sentido, en **Ecoanalítica**, esperamos una alta demanda y es por ello que no descartamos que aumenten la oferta de US\$3.000 millones a unos US\$4.500 millones.

También queremos señalar que la actual emisión es bastante onerosa para el país, dado que el cupón que pagará es de 12,75%. Éste sería el segundo cupón más alto de todos los bonos externos de la República, lo que representaría unos US\$382 millones anuales en pago de intereses por los US\$3.000 millones. Si comparamos con el bono Global 2010 por US\$1.500 millones, que recién venció pocos días atrás, se cancelaban unos US\$80 millones. Nosotros hemos insistido en que Venezuela hoy en día no tiene problemas financieros para hacer frente con sus obligaciones externas y ha demostrado que tiene una alta disposición de pago.

En **Ecoanalítica** hemos venido insistiendo que el Sitme tal cual como ha operado hasta ahora se acentúan las distorsiones en la economía (por ejemplo: creación de nuevos cuellos de botella en el aparato productivo) a la vez de que la oferta a través de este canal ha sido, y es, insuficiente. Esto hace necesario que se den ciertas modificaciones que hagan sostenible en el tiempo éste mecanismo, nosotros habíamos identificado tres modificaciones claves a las que hicimos referencia en nuestros informes.

*En primer lugar*, una emisión de bonos de la República que es la que se está efectuando actualmente. *En segundo lugar*, que se le diera la potestad al BCV de ser oferente en el Sitme, justo la semana pasada se publicó una resolución en la que se posibilita al BCV actuar en el mecanismo. Y *en tercer lugar*, vemos necesario que eventualmente se le permita a Pdvsa y al Fonden actuar en el Sitme como oferentes, esta modificación tendrá que darse para posibilitar la continuidad del actual mecanismo cambiario.

