



Nota especial de coyuntura

“Bono Pdvsa 2022: que comience la fiesta”

Por:

José Luis Saboin

Este martes, luego de culminada la jornada laboral, Petróleos de Venezuela S.A. (Pdvsa) invitó *fundamentalmente* a las empresas de los sectores de alimentos, salud, maquinaria y equipos y petróleo, así como a las personas naturales y jurídicas domiciliadas o residentes en Venezuela y a las entidades financieras supervisadas por la Superintendencia de las Instituciones del Sector Bancario (Sudeban) incluidas en el “Listado de Instituciones Autorizadas a Participar en la Colocación de Títulos Valores de Pdvsa”, a ser parte en la oferta pública de un nuevo Bono Internacional Amortizable con vencimiento final en el año 2022, denominado en dólares de los EE.UU. por un valor nominal de US\$3.000 millones. Los términos y condiciones relevantes se especifican a continuación¹:

- El cupón de la operación será de 12,75% fijo y pagadero semestralmente sobre la base de cálculo 30/360.
- Será cancelado en tres amortizaciones iguales y consecutivas. La primera el 17 de febrero de 2020 y en la misma fecha para los años 2021 y 2022.
- Las Entidades podrán recibir las órdenes de compra a partir de este jueves 10 de febrero a las 9:00 a.m. hasta el viernes 11 de febrero a las 11:00 a.m. Las “Entidades” podrán remitir de las órdenes de compra recibidas ante el BCV hasta las 12:00 m del día viernes 11 de febrero. El mismo día viernes 11 de febrero a las 04:00 p.m. será el anuncio de los

¹ Pueden acceder a la información completa a través de estos vínculos:
<http://www.pdvsa.com/interface.sp/database/fichero/free/6335/1240.PDF>
<http://www.pdvsa.com/interface.sp/database/fichero/free/6332/1238.PDF>



resultados y el día jueves 17 de febrero a las 8:00 a.m. se realizará la liquidación de la oferta. → Muchos se preguntarán ¿Por qué el espacio de tiempo para colocar las órdenes de compra es tan pequeño? Y es precisamente porque el *target* de esta emisión serán las personas jurídicas, especialmente las pertenecientes a los sectores mencionados anteriormente.

- El Precio del Bono Pdvsa 2022 resultará en un Valor de Pago que tomará en cuenta el precio de 100% anunciado, el valor nominal adjudicado 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 los agentes en los mercados internacionales para adquirir el bono, ya que esto incidirá en el precio de mercado del papel. Hoy día, el rendimiento del Bono Soberano Amortizable 2022 (el papel venezolano más semejante al Bono Pdvsa 2022 en los mercados internacionales) se ubica entre 15,0% - 15,5%. De tal manera, por la semejanza entre los papeles, el Bono de Pdvsa 2022 pudiera pagar un rendimiento semejante, entre 15,5% - 16,5%.

Pero esto no es todo. Una de las características de las emisiones bolívar-dólar en Venezuela, es que los compradores iniciales de los bonos buscan vender el papel en los mercados internacionales a penas sea liquidado; esto para poder acceder a los dólares lo más pronto posible. Dicha característica hace que el bono tenga 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), trayendo como consecuencia que los inversionistas internacionales exijan un mayor rendimiento por el bono, lo que conlleva a una disminución en el precio de mercado del papel.

Tradicionalmente el rendimiento pedido adicionalmente ha estado entre los 1,5 - 2,5 puntos porcentuales, implicando un rendimiento ubicado en 17,2% - 20,0% y un precio entre 72% - 82%. Esto, en un escenario pesimista que toma en cuenta el precio de compra inmediato de las instituciones financieras, el cual ha sido mucho menor al precio de mercado para las últimas emisiones; quedando de esta forma el tipo de cambio implícito de la operación entre 5,3 – 6,0 VEB/US\$.





T/C implícito Bono Pdvsa 2022	
Tipo de cambio oficial (VEB/US\$)	4,3
Comisión	1%
Precio nominal	100%
Yield	17,2% - 20,0%
Precio externo	72.2 - 81.9
Tipo de cambio implícito (VEB/US\$)	5,3 -6,0

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 5,3 o 6,0 VEB/US\$, 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 dos aspectos fundamentales:

El primero, la necesidad de efectivo de Pdvsa para financiar proyectos de inversión para apuntalar la estancada producción. Aunque la Estatal sigue destacando en el prospecto que en dichos proyectos de inversión se incluyen las inversiones para el desarrollo social e integral del país. En **Ecoanalítica**, dada la presión del Ejecutivo sobre la industria, que se visualiza en este *compromiso social*, somos de la opinión que este hecho no permitirá que aumente la producción petrolera sino que evitará que la misma siga cayendo dando prioridad a las necesidades del Gobierno. La consecuencia: la economía venezolana crecerá a tasas ínfimas en los próximos dos años, pero eso es harina de otro costal.

El segundo, el Sitme, que se ha convertido en una extensión de Cadivi pero sin tomar en cuenta las empresas grandes para la repatriación de utilidades, ni a las personas naturales para la salida de capitales, sólo atiende en poca cantidad a pequeñas y medianas empresas. Esto, aunado a la preocupación que generó al Ministerio de Planificación y Finanzas el resultado de inflación del mes de enero (2,7%), da prioridad a los sectores considerados *fundamentales* para participar en esta emisión y da justificación a que la misma se haya adelantado casi dos meses a su fecha de lanzamiento original (finales de marzo – principios de abril) de manera que las presiones inflacionarias disminuyan y las empresas grandes y las personas naturales puedan participar.





En este sentido, en **Ecoanalítica**, esperamos una demanda mayor a la esperada, y es por ello que estamos seguros, dadas las necesidades de inversión de Pdvsa y la presión fiscal que ejerce el Ejecutivo sobre la misma, que esta vuelva acudir al mercado este mismo año. En la próxima oportunidad, podría ser en el tercer o cuarto trimestre por un monto entre US\$2.000 – US\$3.000 millones. Esto sin tomar en cuenta a la República que podría salir también en el segundo semestre por unos US\$1.500–US\$2.500 millones.

También queremos señalar que la actual emisión es bastante onerosa para Pdvsa (y para el país), dado que el cupón que pagará es de 12,75%. Éste sería el segundo cupón más alto de todos los bonos venezolanos, lo que representaría unos US\$383 millones anuales en pago de intereses por los US\$3.000 millones, que al término de los pagos alcanzará un monto total por pago de intereses 27% mayor al valor de la oferta inicial. Nosotros hemos insistido en que Pdvsa y la República hoy en día no tienen problemas financieros para hacer frente con sus obligaciones externas y ha demostrado que tiene una alta disposición de pago, pero de cara al futuro, esto será preocupante.

En **Ecoanalítica** hemos venido insistiendo que la política cambiaria, tal como ha operado hasta ahora, hace que se acentúen las distorsiones en la economía (por ejemplo: los cuellos de botella en el aparato productivo) a la vez de que la oferta a través del Sitme ha sido, y es insuficiente; haciendo necesario que se den ciertas modificaciones que hagan sostenible en el tiempo éste mecanismo, nosotros seguimos identificando tres acciones clave:

En primer lugar, las emisiones de bonos de la República y Pdvsa -mecanismo que es efectivo pero que a largo plazo es contraproducente para el país. *En segundo lugar*, que se aumente la capacidad del BCV de ser oferente en el Sitme –hecho que ya se ha materializado y que también trae efectos negativos para el instituto emisor. De manera que nos queda la *tercera* y más importante modificación: en **Ecoanalítica** vemos necesario que eventualmente se le permita a Pdvsa y al Fonden actuar en el sistema como oferentes, ya que ambos son los antes –además del BCV- que poseen grandes cantidades de divisas y su participación en el Sitme o bien en la Bolsa Pública de Valores Bicentenario hace mucho más rentable que cambiar estas divisas al tipo de cambio oficial. Esta modificación tendrá que darse tarde o temprano para posibilitar la continuidad del actual mecanismo cambiario. La ideología de los hacedores de política económica en Venezuela es el principal freno para ello.

