



Nota especial de coyuntura

“Bono Soberano 2031: la fiesta continúa”

Por:

José Luis Saboin y Asdrúbal Oliveros

Este martes, al inicio de la jornada laboral, el Ministerio del Poder Popular para la Planificación y Finanzas invitó *fundamentalmente* a las empresas pertenecientes al “Sector Productivo Nacional”, cuyo objetivo *social* implique el desarrollo de actividades productivas en los sectores de alimentos, salud, y bienes de capital, 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), a ser parte en la oferta pública de un nuevo Bono Soberano Internacional Amortizable con vencimiento final en el año 2031, 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 11,95% fijo y pagadero semestralmente sobre la base de cálculo 30/360.
- Será cancelado en tres amortizaciones iguales y consecutivas. La primera el 05 de agosto del 2029 y en la misma fecha para los años 2030 y 2031.
- Las Entidades podrán recibir las órdenes de compra a partir de este miércoles 27 de julio a las 9:00 a.m. hasta el viernes 29 de julio a las 12:00 m. Las “Entidades” podrán remitir las órdenes de compra recibidas ante el BCV hasta las 2:00 p.m. del día viernes 29 de julio. El día lunes 01 de agosto a las 10:00 a.m. será el anuncio de los resultados y el día viernes 05 de agosto a las 8:00 a.m. se realizará la liquidación de la

¹ Pueden acceder a la información completa a través de este vínculo:
<http://www.bcv.org.ve/c5/pdf/convsobrano2031.pdf>



oferta. Muchos ya están acostumbrados a esta metodología pero otros se preguntarán ¿por qué el espacio de tiempo para colocar las órdenes de compra es tan corto? Y es precisamente porque el *target* de esta emisión serán las personas jurídicas, especialmente las pertenecientes al “Sector Productivo Nacional”. Recordemos la premisa que hemos manejado en **Ecoanalítica**: las emisiones de deuda bolívar/dólar no están pensadas para salida de capitales.

- El Precio del Bono Soberano Amortizable resultará en un Valor de Pago que tomará en cuenta el precio de 100% anunciado, el valor nominal adjudicado y el tipo de cambio 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 2028 y 2034 (los papeles venezolanos con vencimientos semejante al Bono Soberano Internacional Amortizable 2031 en los mercados internacionales) se ubica entre 13,0% - 14,0%. De tal manera, aunque la diferencia entre los cupones es considerable, el Bono Soberano 2031 pudiera pagar un rendimiento semejante, entre 15,0% - 16,0%.

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 16,5% - 17,5% y un precio entre 73% - 77%. 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 5,6 – 6,0 VEB/US\$; niveles semejantes a la tasa Sitme.





T/C implícito Bono Soberano 2031	
Tipo de cambio oficial	4,3
Comisión	1%
Precio nominal	100%
Yield (%)	16,5 -17,5
Precio externo (%)	72,5 - 76,7
Tipo de cambio implícito (VEB/US\$)	5,7 - 6,0

Fuente: Ecoanalítica

Luego de tener estas condiciones en cuenta, en **Ecoanalítica** como ya es costumbre con las emisiones de este tipo de deuda en Venezuela, queremos enfatizarle a nuestros clientes que más allá de que el tipo de cambio implícito sea 5,3 o 6,5 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.

Tomando en cuenta que el objetivo de la oferta apunta al “financiamiento del servicio de la deuda pública, la Gran Misión Vivienda Venezuela y la Gran Misión Agro-Venezuela, en consonancia con lo establecido en la Ley de Endeudamiento complementaria para el ejercicio fiscal 2011” consideramos importante destacar las implicaciones de esta nueva emisión de deuda pagadera en bolívares pero denominada en dólares estadounidenses:

En primer lugar se encuentra la necesidad de efectivo que tiene el Gobierno Nacional para financiar el gasto público dado el ciclo político. Usted podría esperar que con precios petroleros por encima de US\$100/bl el Gobierno no necesitaría acudir a nuevo endeudamiento para apuntalar el gasto; sin embargo, esto es un tema que tiene que ver con la estructura fiscal paralela que mantiene el Ejecutivo, donde acumula recursos líquidos en una serie de fondos paralelos y se endeuda a través de la estructura presupuestaria tradicional y préstamos bilaterales. Lo importante es que ambas estructuras apuntalan el gasto público y sus consecuentes réditos no son solo políticos (popularidad) si no también en cuanto a crecimiento económico. Recordemos que, en el nuevo modelo económico, el crecimiento real del gasto público tiene impacto significativo en la economía.

El segundo lugar, y como siempre desde que tenemos el control de cambio, tenemos el rol de las emisiones dentro de la política cambiaria. En este contexto tenemos al 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 empresas del Sector Productivo Nacional y tampoco a las personas naturales para la salida de capitales, atendiendo sólo y en poca cantidad a pequeñas y medianas empresas.

La demanda de divisas mediante este mecanismo es muy superior y su oferta es sumamente insuficiente. El monto promedio negociado a diario en este sistema desde su creación es de US\$34,1 millones, lo cual equivale al 36,0% de lo tranzado en el descontinuado mercado permuta. En este sentido, en **Ecoanalítica** podemos afirmar que el Sitme, tal y como está funcionando actualmente, es ineficiente, por lo que creemos que debe quedar claro que el funcionamiento actual del Sitme depende significativamente de nuevas emisiones. Tal es el caso de esta nueva emisión y todas las que vendrán

Esto, aunado a la preocupación que generó al Ministerio de Planificación y Finanzas los resultados de inflación de los meses de mayo y junio (2,6% y 2,5% respectivamente), da prioridad a los sectores considerados *fundamentales* para participar en esta emisión y da justificación a que la misma se haya adelantado a su fecha de lanzamiento original (Agosto - Septiembre) de manera que las presiones inflacionarias disminuyan y las empresas grandes y las personas naturales puedan participar. Asimismo, no olvidemos el efecto esterilizador que tienen este tipo de emisiones en la liquidez, hecho que contribuirá a contener el crecimiento acelerado de la misma en lo que va de año.

En este sentido, en **Ecoanalítica**, esperamos una demanda mayor a la esperada para esta emisión, y es por ello que creemos, 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 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 Republica que podría salir también en el cuarto trimestre por unos US\$1.500–US\$2.000 millones.

Por último, queremos señalar que la actual emisión es bastante onerosa para la República, dado que el cupón que pagará es de 11,95%. Éste sería el tercer cupón más alto de todos los bonos venezolanos, lo que representaría unos US\$311 millones anuales en pago de intereses por los US\$4.200 millones, que al término de los pagos alcanzará un monto total por concepto de intereses equivalente al 74% del total recaudado con la emisión. Nosotros hemos insistido en que la República y Pdvsa 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 es preocupante.





Para **Ecoanalítica**, más allá del aliviadero que representan las emisiones en dólares para el sector privado en Venezuela, está claro que esta política de emisión indiscriminada no puede continuar. La deuda venezolana se ha incrementado peligrosamente en los últimos años, así como su costo, por la alta percepción de riesgo. El país necesita una nueva política cambiaria que no se sostenga del endeudamiento público. El Ejecutivo Nacional debe revisar el mecanismo de control cambiario, y disminuir el endeudamiento externo. Pero no somos ilusos, en la situación actual y con elecciones en puertas, no creemos que el Ejecutivo acometa estas reformas, aunque tarde o temprano llegarán, con Chávez o sin él.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

