



Nota especial de coyuntura

“Bono Soberano 2026: Cuando el gobierno pierde la comunicación con el mercado”

Por:

José Luis Saboin y Asdrúbal Oliveros

Este martes 11 de octubre, 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 2026, 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 11,75% fijo y pagadero semestralmente sobre la base de cálculo 30/360.
- Será amortizado al vencimiento.
- Las Entidades podrán recibir las órdenes de compra a partir de este jueves 13 de octubre a las 9:00 a.m. hasta el viernes 14 de octubre 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 14 de octubre. El día lunes 17 de octubre a las 10:00 a.m. será el anuncio de los resultados y el día viernes 21 de octubre 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/convsoberano2026.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 95% anunciado, el valor nominal adjudicado y el tipo de cambio oficial de VEB/US\$ 4,3. 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 de los Bono Soberanos 2024 al 2028 (los papeles venezolanos con vencimientos semejantes al Bono Soberano Internacional Amortizable 2026) se ubica entre 13% - 15%. De tal manera, aunque la diferencia entre los cupones es considerable, el Bono Soberano 2026 pudiera pagar un rendimiento semejante, entre 15% - 16%.

Pero esto no es todo. La característica principal 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.

Esto impacta con más fuerza los bonos asignados a la categoría I, pues la mayoría de las empresas, no conservarán el bono, necesitadas de dólares o de cobertura, pues se desprenderán del bono en los primeros 30 a 45 días. Este 40% drenará al mercado en este lapso de tiempo.

Tradicionalmente el rendimiento adicional ha estado entre los 1,5 - 2,5 puntos porcentuales, implicando un rendimiento para este papel ubicado en 16% - 17% y un precio entre 75% - 79%. 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; queda el tipo de





cambio implícito de la operación entre 5,2 – 5,3 VEB/US\$; niveles que en promedio son iguales a la tasa Sitme.

T/C implícito Bono Soberano 2026	
Tipo de cambio oficial (VEB/US\$)	4,3
Comisión	1%
Precio nominal	95%
Yield (%)	16-17
Precio externo (%)	75-79
Tipo de cambio implícito (VEB/US\$)	5,2-5,3

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 5,2 o 5,3 VEB/US\$, ésta es una gran oportunidad para acceder a dólares baratos y, sobretodo, a través de un mecanismo lícito.

Al momento de colocar sus órdenes de compra, recomendamos tomar en cuenta los criterios de adjudicación utilizados en la emisión pasada y algunos puntos claves:

- **Categoría I:** En el caso de las empresas que se desempeñan en los sectores de salud, alimentos y bienes de capital, se les asignó 100% de lo solicitado si la orden de compra se encontraba entre US\$3.000 y US\$4,95 millones. Por encima de este monto, no recibieron nada.
- **Categoría II:** Las personas naturales y empresas que producen bienes no prioritarios que solicitaron entre US\$ 3.000 y US\$ 6.000, recibieron la totalidad de la orden de compra. Las personas naturales que solicitaron más de US\$ 6.000 no recibieron nada. Sorprendentemente, el mismo criterio se extendió a las empresas que aplican en esta categoría. En la práctica, el gobierno equiparó a las empresas con las personas naturales. Es difícil suponer que una empresa, incluso siendo pequeña, haya realizado una solicitud por un monto que fluctuase entre US\$ 3.000 y US\$ 6.000.
- Los bancos del Estado recibieron 100% de lo solicitado y los fondos de pensiones de Pdvsa 57,37%.





- En **Ecoanalítica**, consideramos importante enfatizarle a nuestros clientes que si tienen varias compañías registradas y dependiendo de la categoría, deberían solicitar divisas por todas. Igualmente, en el caso de personas naturales recomendamos manejar montos distintos por miembros de familia. La diversificación es la clave.
- En la medida que sea posible, utilice el apalancamiento bancario.
- Para esta emisión, consideramos que los criterios de adjudicación no serán muy diferentes a los aplicados al bono 2031, por lo que les recomendamos ser conservadores. El ministro Giordani, quien controla esta emisión (pues es de la República) es de la idea de penalizar a las empresas para dar “freno a la especulación”.
- Para las empresas de la categoría I, la emisión está pensada como un mecanismo implícito de “cobertura cambiaria” ante la negativa de Cadivi de pagar dividendos a las empresas extranjeras que operan en Venezuela.

Con los criterios de adjudicación que ha venido utilizando el Ejecutivo, el gobierno ratifica la segmentación del mercado. Cadivi seguirá atendiendo a las grandes empresas; el Sitme a las Pymes principalmente; y las personas naturales, quedan prácticamente sin mecanismos de protección de patrimonio. El mensaje que intenta transmitir el ministro Giordani es, palabras más, palabras menos: los bonos no son para especular, los bonos son para complementar las importaciones y favorecer al pequeño ahorrista.

Tomando en cuenta que el objetivo de la oferta apunta a “financiar la Gran Misión Agro – Venezuela y la Gran Misión Trabajo Venezuela, de conformidad con lo establecido en la Ley Especial 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, ya que falta menos de un año para las elecciones presidenciales. 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) sino también al crecimiento económico. Recordemos que, en el nuevo modelo económico, el crecimiento real del gasto público tiene impacto significativo en la economía.

En *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 a 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 solo y en poca cantidad a pequeñas y medianas empresas. Por esto, en **Ecoanalítica** consideramos que esta emisión puede mejorar la situación internacional de las empresas vinculadas a Cadivi, en especial, para solventar el pago de dividendos declarados, aunque en una proporción muy baja.

En *tercer lugar*, dado el repunte en la inflación este año, así como el aumento de la escasez de algunos productos básicos (sobre todo en las redes distribuidoras de alimentos del Estado), el Gobierno busca dar prioridad a las empresas del Sector Productivo Nacional (alimentos, medicinas, cuidado personal y bienes de capital) para evitar que estos fenómenos empeoren de cara al último trimestre del año, que es el de mayor demanda en términos estacionales, y también de cara al 2012.

Por último, queremos señalar que la actual emisión, al igual que las tres anteriores, resulta bastante onerosa para la República, no solo por lo elevado del cupón a pagar (11,75%), sino porque dada la situación en la que se encuentran los mercados financieros globales actualmente, en donde Venezuela se hace vulnerable por la alta percepción de riesgo que tienen sus activos, el hecho de emitir de nuevo genera un riesgo mayor.

Asimismo, vale destacar que éste sería el cuarto cupón más alto de todos los bonos venezolanos, lo que representaría unos US\$352,5 millones anuales en pago de intereses por los US\$3.000 millones, que al término de los pagos alcanzará un monto total por concepto de capital e intereses de US\$8.287,5 millones. Nosotros hemos insistido en que la República y Pdvsa hoy en día no tienen problemas financieros para hacer frente con sus obligaciones externas y han demostrado que tiene una alta disposición de pago, pero de cara al futuro y con un precio de la cesta venezolana cayendo por debajo de US\$85/bl, la situación podría ser 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 más temprano que tarde llegarán.

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

