

1. Quienes quieran recibir dólares a cambio de los bonos tienen que ir a los mercados internacionales. Si en este mercado se mantuvieran descuentos parecidos a los del mercado primario (los descuentos tienden a ser menores a medida que se van acercando al vencimiento), el precio de cotización dentro de 3 meses estaría ligeramente por encima de los 5.900 millones de \$USA para la totalidad de la emisión. Esta suma es insignificante para esos mercados y, por tanto, la oferta de bonos en los mercados secundarios no afectará su valor.
2. Según los cálculos que realizamos, el rendimiento anual efectivo está alrededor del 7,75%. Esta tasa se puede considerar bastante alta, aun para los niveles de riesgo de Venezuela. Lo que se está previendo es que los mercados internacionales (donde hay exceso de liquidez y rendimientos bajos) los absorban con relativa facilidad. Esto ha llevado al gobierno a anunciar que están estudiando nuevas emisiones de bonos de PDVSA<sup>1</sup>.
3. El rendimiento de los bonos en el mercado secundario hay que analizarlo desde alguno de los dos puntos de vistas: el del comprador primario que decide venderlo o el del comprador secundario que decide adquirirlo.
  - a) El primero adquirió un *combo* en aproximadamente \$786. Si lo vende por debajo, cada dólar le estaría costando más de Bs 2.900. Si lo vende por encima, cada dólar le estaría costando menos de Bs 2.900. Por ejemplo, si lo vende en \$760, cada uno de estos dólares le estaría costando:

$$\frac{\$786 \times Bs2.900}{\$760} \cong Bs3.000$$

Es decir, todavía estaría por debajo del dólar paralelo. Supongamos que el dólar paralelo estuviese en 3.400 BS/\$USA, entonces el no debería vender por debajo de:

$$\frac{\$786 \times Bs2.900}{Bs3.400} = \$670,41$$

El margen de maniobra (de \$786 a \$670,41) es muy amplio.

Por el contrario, si lo vende por encima de \$786, digamos, por ejemplo, en \$820, entonces cada dólar le estaría costando:

$$\frac{\$786 \times Bs2.900}{\$820} \cong Bs2.780$$

---

<sup>1</sup> Van a dejar esa empresa en la carraplana.

b) El comprador secundario hace el siguiente análisis: Si compro por debajo de \$786, obtengo un rendimiento efectivo anual superior al 7,75% (habría que calcularlo); pero si compro por encima, el rendimiento se me reduce. Como el rendimiento es alto, tiene un margen de negociación también alto<sup>2</sup>.

Esos son los dos análisis que se harán, según que los participantes sean compradores o vendedores.

4. El precio de los bonos depende de tres factores: sus tasas de interés sobre el nominal (5,25%, 5,375% y 5,5%), que son tasas fijas; de los rendimientos del resto de los valores en el mercado (en este caso, internacional) y del riesgo país. El exceso de oferta no va a existir porque, como dijimos, es insignificante en el conjunto de los mercados internacionales. De tal manera que el precio va a estar fluctuando en esos mercados según los rendimientos de los otros valores y según el riesgo país. Pudiera ser que las estatizaciones y el anuncio de “patria, socialismo o muerte” hagan caer el precio de los bonos, pero la sobreoferta no va a ser un problema. Por otra parte, en cuanto al riesgo, las inversiones de PDVSA en el exterior sirven de garantía a la hora de un incumplimiento, reduciéndolo.
5. El tipo de cambio en el mercado paralelo ha respondido inicialmente bajando, pues la absorción de liquidez ha reducido la presión<sup>3</sup>. Ahora bien, si PDVSA utilizara internamente esa captación, el tipo de cambio se volvería a elevar. La reventa de los bonos en el exterior NO afectará al tipo de cambio en ningún caso. Los dólares obtenidos en el exterior con la reventa de los bonos pueden tener alguno de estos destinos: a) traerlos al país para ser vendidos en el mercado paralelo, es decir, que los compradores primarios los hayan adquiridos con fines especulativos y b) para sacar sus capitales hacia el exterior. En ninguno de los dos casos se reduce la liquidez interna<sup>4</sup>; y aunque entren los dólares por la venta internacional de los bonos y sean vendidos a los compradores nacionales del mercado paralelo, el tipo de cambio en este mercado se elevará, porque esta venta no reduce la liquidez, sino que cambia de dueño. La rapidez con que

---

<sup>2</sup> Para simplificar, omito los *intereses redituables* o *cupón corrido* por los 3 meses.

<sup>3</sup> El día que los compradores primarios pagaron a PDVSA los bonos, la liquidez bajó tanto que se elevó mucho la tasa overnight y el BCV tuvo que inyectar liquidez al mercado, mediante la adquisición de bonos de la deuda interna.

<sup>4</sup> Pues ahora esa parte la administra PDVSA.

entren los nuevos dólares de la reventa de los bonos podría producir una caída temporal del tipo de cambio si la utilización de los bolívares captados por PDVSA se hace a un ritmo más lento; pero tarde o temprano va a ser alcanzado<sup>5</sup>. El tipo de cambio sólo se comportará según lo que haga PDVSA con la liquidez captada y no por lo que ocurra de ahora en adelante con los bonos en los mercados secundarios de valores. En un escrito anterior señalamos las tres alternativas que tiene PDVSA y que resumo a continuación:

1. Quemar los 17 billones de bolívares. Entonces el tipo de cambio paralelo recibe respiración por un tiempo (incluso, bajando, como ocurrió el jueves 12 y el viernes 13, sin haberlos quemado)<sup>6</sup> y muchos aplaudirán y gritarán: *¡Uh!!Ah!! ¡Ése no se va!*
2. Utilizarlos en el exterior (para Castro, Evo Morales, etc., etc., etc.). En este caso se reducirían las reservas monetarias; pero el tipo de cambio no tiene que ser afectado en lo inmediato<sup>7</sup>.
3. Utilizarlo internamente. Entonces el tipo de cambio se elevará nuevamente, afectando a la economía; y habrá que ir afinando la voz para cantar: *¡Se va, se va, se va, se va! ¡Ése...se va!* Aunque no se vaya.

---

<sup>5</sup> Esto es inevitable si PDVSA hace uso de la captación.

<sup>6</sup> Devolviéndole, además, la base al dinero que fue expropiada con lo de las reservas excedentarias.

<sup>7</sup> Pero se pierde la oportunidad de darle base al dinero que ha sido afectado por el doble uso de las reservas. Esto significa que cuando se tome una decisión de liberar el tipo de cambio, obligado por las circunstancias económicas, éste será superior al que debiera.