

BONOS BASURA

Los grandes desconocidos

Carlos Jaramillo Z.

En estos tiempos, cuando las tasas de interés en Estados Unidos han llegado a mínimos históricos y no se espera que vuelvan a subir a corto plazo, aumenta la aceptación de los llamados «bonos basura», antes considerados aptos sólo para financiar arriesgadas «apuestas» o reestructuraciones de empresas. Nuevos tiempos exigen nuevos enfoques.

EN UN MUNDO de tasas de interés a la baja, como fue el caso de Estados Unidos entre 1980 y 2010, los inversionistas se acostumbraron a recibir no sólo efectivo sino también ganancias de capital producto de la revalorización de instrumentos de rentas fijas. Ahora, cuando las tasas en ese país han llegado a mínimos no vistos desde principios de los sesenta y con expectativas de que comiencen a subir de nuevo sólo a mediano y largo plazo, aumenta la aceptación de los títulos de deuda de alto rendimiento conocidos como «bonos basura». En un pasado no muy remoto, los bonos basura eran considerados vehículos de inversión aptos exclusivamente para «apostadores profesionales», que financiaban arriesgadas fusiones y adquisiciones, o reestructuraciones de empresas en problemas.

Bonos basuras: los nuevos miembros del club

Luego de un ciclo de treinta años de tasas a la baja en Estados Unidos, que comenzó a principios de la década de los ochenta del siglo pasado, cuando se tomaron las medidas económicas que domaron al monstruo de la inflación en ese país, los inversionistas en dólares enfrentan por primera vez en mucho tiempo el dilema de vivir en el cómodo terreno de los llamados «bonos grado inversión» —que rinden los retornos más bajos de los últimos cincuenta años y les exponen a eventuales pérdidas de capital, en escenarios de tasas al alza— o dejar la comodidad y empezar a adquirir los llamados bonos especulativos.

Carlos Jaramillo Z., profesor de finanzas en el IESA.

Tasas de interés en Estados Unidos, 1962-2011
(rendimiento diario de los bonos del Tesoro a diez años en porcentajes)



Fuente: www.bloomberg.com.

Los bonos especulativos, bonos de alto rendimiento o bonos basura no son productos nuevos como las hipotecas *subprime* ni nuevos empaquetamientos de instrumentos ya existentes, como los *exchange traded funds*. Son tan viejos como los mercados de deuda, pero su uso ha evolucionado.

En un principio las empresas emitían títulos de deuda cuya calificación crediticia podía empeorar con el paso del tiempo, en la medida en que su desempeño económico resultara inferior al esperado. Una reducción de la calidad del instrumento se traducía en una caída de su precio en el mercado secundario, para compensar a los nuevos inversionistas que consideraban adquirir estos títulos de los inversionistas iniciales. Así, más que nacer como bonos basura, se transformaban en bonos basura.

A partir de los años ochenta se produjo una revolución en el segmento de bonos de alto rendimiento cuando el desaparecido banco de inversión Drexel, Burnham, Lambert, apoyándose en las habilidades de su ejecutivo Michael Milken dio un nuevo uso a estos títulos como vehículos para financiar la gran ola de fusiones y adquisiciones en Estados Unidos. El mercado creció de 150 millardos de dólares a finales de 1990 a un billón de dólares en junio de 2011. Los bonos pagan una prima promedio de 550 puntos básicos sobre los títulos del tesoro —100 puntos básicos representan uno por ciento— y en los últimos dos años han reportado tasas de insolvencias de un dos por ciento de las emisiones en circulación (Sullivan, 2011).

Hoy los bonos de alto riesgo se consideran una categoría más dentro de las llamadas familias de activos, que incluyen acciones, bonos corporativos AAA, hipotecas, inmuebles, oro y otras materias primas. No disfrutaban de los extraordinarios retornos de las décadas pasadas, entre otras cosas por la caída general de las tasas y su nuevo estatus de alternativa de inversión apta para un público más general. Se calcula que el cuarenta por ciento de los bonos en circulación en Estados Unidos pertenece a esta categoría, que da acceso al financiamiento a largo plazo a líneas aéreas, petroleras, cadenas de restaurantes, proveedores de servicios médicos, laboratorios farmacéuticos, entre otros negocios (*The Economist*, 2010).

Los venezolanos y los bonos basura

Existe un mercado de bonos venezolanos, denominados principalmente en dólares, que debido a su calificación crediticia pertenecen al grupo de los bonos basura. Lo forman las emisiones de la República por 24.800 millones de dólares de valor facial y las de Petróleos de Venezuela (Pdvsa) por 22.115 millones de dólares de valor facial. Estos bonos tienen el dudoso honor de estar entre los títulos más rentables del mundo, acompañados por los papeles de deuda externa griega, en el período cuando el Banco Central Europeo renegeciaba su plan de restructuración.

Los bonos de Pdvsa comenzaron a formar parte del paisaje financiero venezolano cuando se emitió el combo 2017/2027/2037 en el año 2007. Si bien la mayoría de los compradores en el mercado primario, de esta y las siguientes emisiones, usaban los títulos simplemente como vehículos para adquirir dólares a una tasa de cambio subsidiada, también hubo inversionistas nacionales que comenzaron a conservarlos como opciones interesantes frente a las colocaciones bancarias denominadas en dólares, inversiones tradicionales de los venezolanos, que devengan intereses históricamente bajos.

Por mucho que los especialistas en renta fija se han ocupado de explicarle a la comunidad de inversionistas nacionales que estos instrumentos presentan un perfil de riesgo alto, debido a la opacidad con que Pdvsa maneja muchos de sus asuntos, existe «un cierto afecto» por esos títulos, basado en el hecho de que la empresa no tiene un precedente de insolvencia o atraso en el pago de sus deudas financieras. No puede decirse lo mismo con respecto a lo adeudado a sus proveedores.

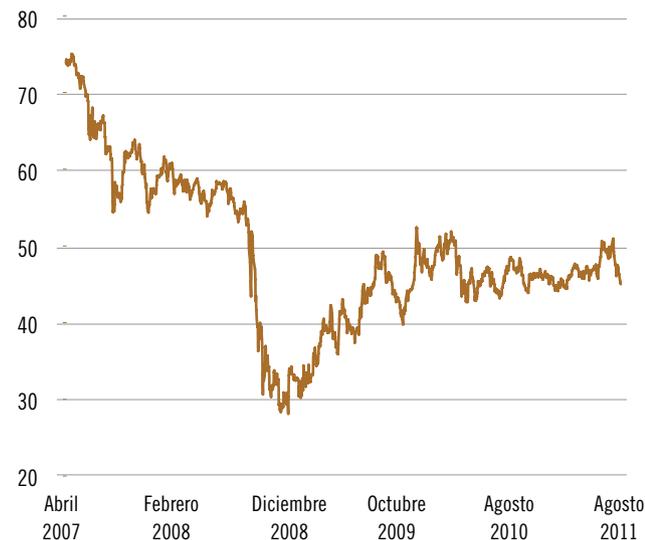
Mucha gente en el país está convencida de que los mercados internacionales de deuda castigan excesivamente a la empresa petrolera, y no imaginan un escenario en el que esta deje de honrar sus obligaciones financieras. Pero, gústele a los connacionales o no, estos bonos sólo deben ser adquiridos por inversionistas que, por sus características psicológicas y económicas, puedan soportar grandes riesgos.

¿Qué se entiende por riesgo? Para conocer a qué se exponen los inversionistas, tómese como referencia el bono Pdvsa 2017, emitido en abril de 2007, y alguna información derivada de su desempeño. El bono registró una caída de valor de más

Existen bonos venezolanos que pertenecen al grupo de los «bonos basura»: los bonos emitidos por la República por 24.800 millones de dólares de valor facial y los bonos emitidos por Pdvsa por 22.115 millones de dólares de valor facial

del cincuenta por ciento entre su fecha de salida y octubre de 2008, cuando ocurrió la gran contracción crediticia que precedió a la caída de Lehman Brothers. En pocas palabras, el precio de este bono cayó tanto por la incertidumbre asociada con la empresa como por la crisis sistémica ampliamente conocida. Quienes lo compraron en la oferta inicial y planean mantenerlo a su vencimiento obtendrán, si todo sale bien, un rendimiento de 7,96 por ciento. Quienes tuvieron el valor de comprarlo en octubre de 2008, en la cúspide de la crisis financiera, podrían devengar un rendimiento al vencimiento de treinta por ciento: una tasa de interés que sólo se ve en situaciones excepcionalmente riesgosas, como fue la crisis política argentina que condujo a la renuncia del presidente de la Rúa.

Precio del bono Pdvsa 2017, abril de 2007-agosto de 2011
(porcentajes)



Fuente: www.bloomberg.com

Rendimiento del bono Pdvsa 2017, abril de 2007-agosto de 2011
(porcentajes)



Fuente: www.bloomberg.com.

Noticias buenas y malas

Visto el desempeño del bono Pdvsa 2017 se hace evidente que quienes planean adquirir este tipo de títulos financieros deben entender qué son fluctuaciones normales y extraordinarias, en su precio o en su rendimiento, sea cual fuere la medida utilizada para vigilar su desempeño.

Una noticia muy negativa en un bono grado inversión, como puede ser la Nota del Tesoro de Estados Unidos a diez años, puede ocasionar un cambio en el retorno requerido por los inversionistas de veinte a cuarenta puntos básicos. ¿Cómo serán estos movimientos en el caso de un bono basura?

La noticia de las sanciones económicas del Departamento de Estado de Estados Unidos contra Pdvsa, el 24 de mayo de 2011, puso presión sobre esta familia de instrumentos y produjo una caída promedio de 120 puntos básicos durante los tres días siguientes al anuncio. Una vez que el mercado reconoció que los efectos prácticos de las sanciones eran ino cuos, puesto que la empresa no contrata directamente ni se financia con algún programa patrocinado por el gobierno de Estados Unidos, los precios de los bonos volvieron a fluctuar en la banda de precios de las semanas previas al anuncio.

Un segundo episodio de volatilidad de la familia de títulos Pdvsa sucedió en mayo de 2010, cuando el Poder Ejecutivo clausuró el mercado cambiario paralelo. Se produjo una caída de 25 por ciento en el valor de estos títulos en un lapso de cuarenta días. Esta caída se asocia con la venta masiva de bonos realizada por las casas de bolsa que dejaron de operar, al desaparecer el llamado mercado de permuta, para hacer frente a compromisos de diversos tipos. De hecho, en julio de 2011, todavía los bonos de Pdvsa no habían regresado a las cotizaciones que tenían para el momento del cierre de las casas de bolsa.

La reacción del mercado a la enfermedad del presidente Chávez muestra otra faceta del desempeño de estos títulos. La confirmación de los rumores sobre la gravedad de la enfermedad comenzó el fin de semana feriado del 24 de junio. El lunes 27, feriado financiero en Venezuela, el mercado in-

Los bonos de la República de Venezuela y de Pdvsa tienen el dudoso honor de estar entre los títulos más rentables del mundo, acompañados por los papeles de deuda externa griega

ternacional de renta fija dio su respuesta a la noticia comenzando la subida de precios de todos los títulos de deuda que llevan el sello Venezuela. El Global 22, el bono de la república más líquido en las últimas semanas, incrementó su precio en 198 puntos básicos, al pasar de 88,60 por ciento, precio de cierre para la venta el día martes cuando las instituciones financieras ya estaban operando, a 90,59 el viernes. Por su parte, el Pdvsa 2022, que también es un título de gran liquidez, subió de 81,125 a 84,75, es decir 362,5 puntos básicos en el mismo horizonte de tiempo.

La subida experimentada por la deuda venezolana fue superior en magnitud a la caída sufrida cuando se hicieron públicas las sanciones a Pdvsa. En pocas palabras, esta noticia fue considerada más impactante que las sanciones y su efecto se reflejó en los nuevos precios que se mantuvieron durante las siguientes semanas.

La variable política y la evolución del precio del petróleo, que algunos analistas ven llegando a 150 dólares en un horizonte de cinco años, marcarán el sendero de precios de los próximos meses. El potencial de alza de precios es enorme y el riesgo también.

El efecto Sitme

La oferta de las distintas emisiones de bonos de la República y Pdvsa, mediante el Sistema de Transacciones con Títulos en Moneda Extranjera (Sitme), no es homogénea, porque depende del inventario de títulos que poseen las instituciones financieras y el Banco Central de Venezuela, que son los principales oferentes de papeles en este «mercado». En algunos momentos hay emisiones que se venden con más intensidad que otras, lo cual ocasiona caídas individuales de precios que

no corresponden a un deterioro de aspectos fundamentales de la compañía. Lo mismo sucede en las semanas siguientes a una oferta primaria de bonos, cuando hay un exceso de oferta por la venta de quienes recibieron instrumentos de deuda en la oferta inicial y desean transformarlos en dólares.

Todo esto se traduce en una gran fluctuación de precios que puede ser muy atractiva para los especuladores profesionales —quienes, por los volúmenes de inversión que manejan, consiguen mejores precios de compra y venta de los bonos que quienes califican como clientes al detal— y es irrelevante para quienes, por política, mantienen los papeles hasta su vencimiento.

Pero, ¿qué les hace tan atractivos?

Una manera sencilla de mostrar los atributos de los bonos venezolanos de alto riesgo consiste en analizar una cartera compuesta por diez de estos títulos, a partes iguales. Su calificación promedio de B+ en la escala de Standard & Poor's la ubica cómodamente en el rango de títulos especulativos. Ofrece un rendimiento promedio al vencimiento (*yield to maturity*) de 13,03 por ciento, cupones promedio de 9,95 por ciento, un rendimiento corriente de 11,69 por ciento (el cociente de dividir los cupones percibidos anualmente entre el precio de mercado de la cartera), un vencimiento promedio de 8,08 años y una duración de 4,71 años.

Los cupones ofrecidos por estos títulos tienen una doble ventaja: generan un interesante flujo de caja, unos 9.900 dólares mensuales sobre una inversión con valor facial de un

millón de dólares, y una baja exposición a la subida de las tasas de interés que se refleja en la duración reportada. Su alta exposición a factores políticos, la opacidad con que se maneja a Pdvs y la volatilidad del precio del petróleo son los factores que indudablemente hacen que estos títulos sean llamados «bonos basura».

La duración es una medida de la sensibilidad de un título de renta fija a cambios en las tasas de interés: a mayor duración, una mayor exposición a las fluctuaciones de las

No debe olvidarse que los mercados financieros tienen fama de equivocarse pocas veces, y tal fama es merecida

tasas. Aunque se calcula como el promedio ponderado del tiempo en que se reciben los flujos de cupones y el valor facial, y es un indicador de la vida media ponderada del bono, no debe ser interpretada como el tiempo promedio de recuperación de la inversión.

¿Qué esperar en el futuro?

El futuro del mercado internacional de bonos en los próximos años puede resumirse en una palabra: volatilidad. La evolución de la crisis de deuda soberana de los llamados países periféricos de la zona euro (Grecia, España, Portugal e Irlanda), la eventual subida de las tasas de interés en Estados Unidos y el ritmo de crecimiento de las economías emergentes más exitosas (India y China) son fuentes naturales de riesgo para estos mercados.

Al pertenecer los bonos venezolanos al segmento de alto rendimiento exponen a sus tenedores a todas estas fuentes de volatilidad y a otras que ni siquiera pueden imaginarse. Lamentablemente, los instrumentos de deuda de los mercados emergentes no tienen la liquidez suficiente para garantizar la venta de posiciones en situaciones extremas. Por lo tanto, quien invierta en ellos tiene que aprender a digerir grandes oscilaciones de precio y poseer el músculo financiero necesario para mantener la inversión en escenarios de precios deprimidos. Por mucho que se perciba que la situación de Venezuela es exageradamente castigada por los mercados financieros internacionales y que los papeles nacionales generan un retorno que compensa con creces los riesgos asumidos, no debe olvidarse que los mercados financieros tienen fama de equivocarse pocas veces, y tal fama es merecida. **RI**

REFERENCIAS

- Sullivan, T. (2011): «No appreciation for bonds». *Barron's*. 18 de junio.
- *The Economist* (2010): «Stars of the junkyard». 21 de junio.

Cartera de bonos de alto rendimiento constituida por títulos de deuda venezolana

| Descriptor | Emisor |
|---------------------|------------------------|
| PDVSA 8 11/17/13 | Petróleos de Venezuela |
| PDVSA 8 1/2 11/17 | Petróleos de Venezuela |
| PDVSA 12 3/4 02/22 | Petróleos de Venezuela |
| VENZ 10 3/4 09/13 | República de Venezuela |
| VENZ 8 1/2 10/08/14 | República de Venezuela |
| VENZ 13 5/8 08/18 | República de Venezuela |
| VENZ 7 3/4 10/13/19 | República de Venezuela |
| VENZ 12 3/4 08/22 | República de Venezuela |
| VENZ 7.65 04/21/25 | República de Venezuela |
| VENZ 9 1/4 09/15/27 | República de Venezuela |

Fuente: ARCA Análisis Económico.



INTERNET Y LOS NEGOCIOS
MANUAL PARA APROVECHAR LAS VENTAJAS DE INTERNET EN SU EMPRESA
 CARLOS JIMÉNEZ



0212-555.42.63 / 44.60
 edies@iesa.edu.ve

Internet no es el futuro, es el presente de los negocios. No obstante este futuro promisorio, las empresas han estado rezagadas en su aprovechamiento de internet y se han mostrado extremadamente cautelosas a la hora de invertir en los medios digitales. Las oportunidades existen; queda de parte de las empresas identificarlas y traducirlas en negocios concretos.