



República Bolivariana de Venezuela
Universidad Católica Andrés Bello
Facultad de Ciencias Económicas y Sociales
Escuela de Economía

COMPORTAMIENTO DE LA DEMANDA DE BONOS DE DEUDA EXTERNA
VENEZOLANA PERÍODO 2.012 - 2.016

Tutor:
Molina, Ramiro

Autor:
Vásquez, Bethzabe C.I V-21.126.883

Caracas, Octubre 2.017

Dedicatoria

A mi amada madre. Gracias por siempre creer en mí, incluso cuando yo no lo hacía. Por su paciencia, por su dedicación y por su hermoso ejemplo. Juntas hemos alcanzado muchas metas y superado grandes desafíos. Gracias por guiarme a dar lo mejor de mí. Siempre serás mi mayor orgullo y ejemplo a seguir.

A mis hermanos, especialmente a Lorenzo. Gracias a ti volví a conectarme con mi esencia

A mi abuela Virginia, gracias por ser mi guía espiritual y mi ejemplo de fortaleza

A mi abuela Marlene. Gracias por siempre escucharme y aconsejarme.

A mi papa, por enseñarme a hacer una cosa a la vez, por transmitirme calma logrando el balance necesario para culminar esta etapa.

Agradecimientos

Quisiera agradecer, especialmente, a mi tutor Ramiro Molina, por estos 5 meses de trabajo constante. Por su tiempo, dedicación y paciencia en toda la orientación necesaria. Mi completa admiración hacia él, su constante motivación y su alto nivel de exigencia. Gracias especialmente por contagiarme con la peculiar forma de buscar constantemente un razonamiento distinto de lo que parece obvio.

A Jesús Rojas, por su apoyo incondicional para la realización de este trabajo.

Por todos los trasnochos. Sin duda su ayuda fue elemental.

Gracias a todas las personas involucradas especialmente al profesor José

Niño, Mauro Colantonio y a Hilva Beuses por el tiempo dedicado.

Índice

Introducción	10
Capítulo I.....	16
El Problema	16
1.1 Planteamiento del Problema	16
1.2 Hipótesis.....	22
1.3 Objetivo General:.....	23
1.4 Objetivos Específicos:.....	23
Capítulo II.....	24
Marco Teórico.....	24
2.1. Antecedentes.....	25
2.2 Manejo conceptual.....	31
2.2.1. Instrumentos de renta fija	31
2.2.2 Bonos.....	31
2.2.4 Tipos de inversionistas	38
2.2.5 Fondos de inversiones institucionales	40
2.3 Riesgo soberano y rendimientos.....	44
2.3.1. Riesgo y rendimiento: Venezuela	45
2.4 Bonos de deuda pública venezolana	55
2.4.1. Estructura de la demanda de bonos	56
2.5 Fondos de inversión tenedores de deuda venezolana	59
2.5.1. Blackrock.....	60
2.5.2 T Rowe Price.....	65
2.5.3 Ashmore Group PLC	68
2.5.4 Fidelity Management and Research	71
2.5.6 Goldman Sachs Group INC	73
2.5.7 Allianz SE	77
2.5.10 Sunlife Financial INC	80
Capítulo III.....	82
Marco Metodológico	82
3.1. Tipo de investigación	82

3.2 Diseño de la Investigación	83
3.3 Variables en Estudio	84
3.3 Población y Muestra	86
Capítulo IV	87
Demanda de bonos venezolanos	87
4.1 Nota metodológica	87
4.2 Definición de las variables	87
4.3 Analisis vertical	88
4.3.1 Rendimiento	88
4.3.2 Volumen	91
4.3.3 Precio	93
4.4 Análisis Horizontal	96
4.4.1 Correlaciones	97
Capítulo V	101
Comportamiento de los fondos de inversión	101
5.1 Recolección de datos	101
5.2 Tenencia y rendimiento de cada fondo de inversión	102
5.2.1 Blackrock	102
5.2.2 T Rowe	104
5.2.3 Ashmore	106
5.2.4 Fidelity	108
5.2.5 Goldman Sachs	110
5.2.6 Allianz	112
5.2.8 Grantham Mayo	114
5.2.9 Pictet	116
5.2.10 Sunlife	118
5.3 Valor agregado de los títulos de deuda venezolana dentro de los fondos de inversión	119
Conclusiones	122
Bibliografía	124

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Variación del PIB anual en Venezuela.....	11
Gráfico 2: Calificaciones de riesgo país otorgadas a Venezuela.....	18
Gráfico 3: Mayores rendimientos soberanos en el mundo.....	21
Gráfico 4: EMBI + Relación de riesgo – rendimiento.....	38
Gráfico 5: Mapa mundial de riesgo según S&P.....	48
Gráfico 6: Índice EMBI Venezuela vs Comportamiento de la cesta petrolera	51
Gráfico 7: Deuda pública como porcentaje del PIB.....	53
Gráfico 8: Rendimiento vs Riesgo	54
Gráfico 9: Histograma – Rendimiento.....	90
Gráfico 10: Histograma – Volumen.....	92
Gráfico 11: Histograma – Precio.....	94
Gráfico 12: Rendimiento anual – Blackrock.....	104
Gráfico 13: Rendimiento anual – T Rowe	106
Gráfico 14: Rendimiento anual – Ashmore	108
Gráfico 15: Rendimiento anual – Fidelity	110
Gráfico 16: Rendimiento anual – Goldman Sachs.....	112
Gráfico 17: Rendimiento anual – Allianz.....	114
Gráfico 18: Rendimiento anual – Grantham.....	115

Gráfico 19: Rendimiento anual – Pictet.....	117
Gráfico 20: Rendimiento anual – Sunlife.....	119

Índice de tablas

Tabla 1: Principales fondos institucionales tenedores de Deuda venezolana.....	15
Tabla 2: Países con calificación crediticia similar.....	19
Tabla 3: Clasificación de tipos de bonos.....	34
Tabla 4: Bonos PDVSA y Globales Venezuela.....	35
Tabla 5: Finalidades de los fondos de inversión.....	43
Tabla 6: Tipos de riesgo.....	46
Tabla 7: Promedio EMBI+.....	50
Tabla 8: Variables en estudio.....	85
Tabla 9: Análisis horizontal de las variables.....	96
Tabla 10: Correlación año 2.012.....	97
Tabla 11: Correlación año 2.013.....	98
Tabla 12: Correlación año 2.014.....	99
Tabla 13: Correlación año 2.015.....	99
Tabla 14: Correlación año 2016.....	100

Tabla 15: Tenencia de deuda venezolana – Blackrock	103
Tabla 16: Tenencia de deuda venezolana – T Rowe.....	105
Tabla 17: Tenencia de deuda venezolana – Ashmore.....	107
Tabla 18: Tenencia de deuda venezolana – Fidelity.....	109
Tabla 19: Tenencia de deuda venezolana – Goldman Sachs.....	111
Tabla 20: Tenencia de deuda venezolana – Allianz.....	113
Tabla 21: Tenencia de deuda venezolana – Grantham	115
Tabla 22: Tenencia de deuda venezolana – Pictet.....	116
Tabla 23: Tenencia de deuda venezolana – Sunlife.....	118
Tabla 24: Rendimiento de cada fondo correspondiente a Venezuela.....	120

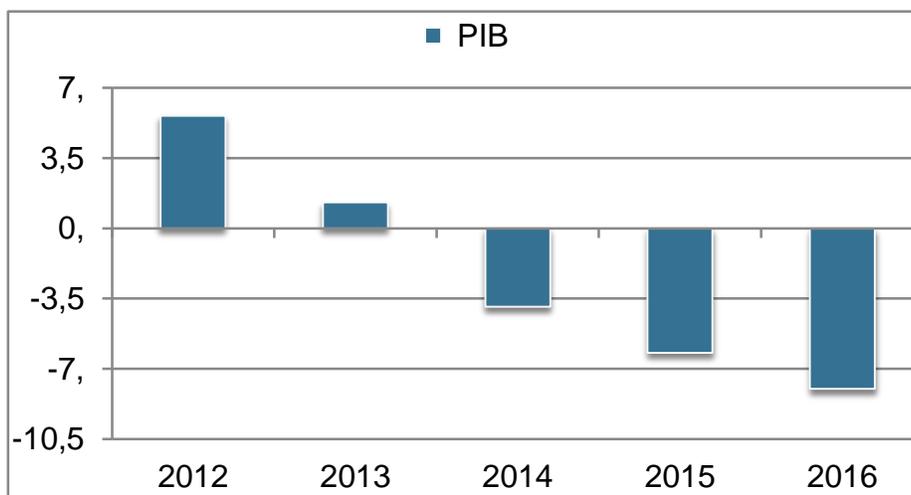
Introducción

Las políticas económicas aplicadas en Venezuela las últimas décadas y la inestabilidad política han sido el suelo de la crisis económica actual. La data macroeconómica proyectada por el Fondo Monetario Internacional refleja una inflación creciente, una caída de la producción nacional y cada vez mayor dependencia de exportación de petróleo. La planificación económica del gobierno en curso y las actuales políticas económicas están orientadas al aumento del gasto público, el control sobre la producción y cada vez mayor presencia del Estado en el sector privado. Estas condiciones han creado un ambiente de incertidumbre y una percepción negativa sobre el futuro económico a corto plazo del país. Este panorama ha generado que la calificación crediticia de Venezuela sea de las más riesgosas.

Como consecuencia de las políticas económicas del gobierno el sector privado se ha visto afectado; las expropiaciones y la incertidumbre han reducido notablemente el número de empresas operativas en el país. La producción petrolera ha ido disminuyendo; IPD Latinoamérica, para mayo 2016, reportó que la producción petrolera de Venezuela había caído un 6,8% con respecto al año anterior. La producción nacional depende cada vez en mayor proporción de la exportación petrolera que varía según el precio de la cesta

petrolera y que ha ido disminuyendo desde el 2.011. Este panorama de imprecisión e inestabilidad económica es el argumento de catedráticos e investigadores para afirmar la incapacidad de pago de Venezuela de la deuda externa. Ricardo Hausmann y Miguel Santos en el artículo ¿Hará default Venezuela? (2.014) Habla sobre el panorama económico del país y el por qué se podía dudar de su capacidad de pago.

Gráfico 1: Variación del PIB anual en Venezuela



Creación propia

Fuente: Fondo Monetario Internacional

En el gráfico 1 se muestra el comportamiento del PIB en el periodo en estudio. En un país que tenga un modelo económico diversificado, la variación del precio de venta de uno de sus bienes de exportación no tendría mayor

impacto en la estabilidad económica del país. En el caso venezolano, consecuencia de la mono producción y exportación, la volatilidad en los precios de los bienes de exportación limita el ingreso externo del país y la capacidad de respuesta del Estado que se verá limitado en sus compromisos externos e internos.

Como consecuencia, ante una caída del ingreso, recurrir al financiamiento externo es la alternativa más viable; de esta manera se logra la continuidad del modelo económico sin mayores ajustes. Para Venezuela esta opción tiene el costo más alto del mundo, debido a las altas tasas de rendimiento exigidas por los mercados internacionales a raíz del alto riesgo país (Asdrúbal Oliveros, Lesner Castillo y Daniel Cárdenas, 2015). Las evaluaciones crediticias otorgadas por las calificadoras de riesgo también han venido empeorando. Tanto el decrecimiento del PIB como el aumento de riesgo crediticio han sido el argumento principal para afirmar la incapacidad de pago del país.

Como consecuencia de la incapacidad de pronosticar el comportamiento racional del gobierno frente a la deuda externa, Hausmann, para el año 2017 publica un artículo titulado: “Los Bonos del Hambre” en donde hace un llamado a la moral de los inversionistas: “Hoy día, lo que tendría que causar incomodidad moral son los mercados emergentes como inversión. ¿Debería

la gente decente colocar su dinero en fondos de bonos de mercados emergentes?”. Esta afirmación de Haussmann surge de evaluar el comportamiento del gobierno frente al pago de la deuda; se demuestra que tiene prioridad sobre el pago mientras que la situación económica interna empeora: los índices de escasez aumentan y las condiciones sanitarias van en decadencia. Los modelos económicos parten de la premisa de un comportamiento racional de los agentes, por lo que erradamente los pronósticos de impago no han sido certeros; la decisión de pago por parte del gobierno parece no ser racional bajo el panorama económico venezolano, tampoco parece ser racional tener deuda venezolana.

Entre los distintos tipos de inversores están los fondos de inversión institucionales que serán una muestra de la población de estudio en el presente trabajo. Los fondos institucionales que tienen deuda venezolana se han beneficiado de los retornos más altos que puede ofrecer un país con una calificación crediticia similar “Los retornos del *Emerging Market Bond Index* (EMBI+) de JP Morgan, se encuentran influenciados por lo que ocurra en Venezuela. La razón es que aun cuando este país constituye apenas alrededor del 5% del índice, representa cerca del 20% de su rendimiento, ya que la rentabilidad de la deuda venezolana es casi cinco veces más alta que la de los otros países del índice, lo que refleja la enorme prima de riesgo que enfrenta Venezuela. Más aún, la volatilidad de los precios de la deuda venezolana –la más alta del

EMBI+— constituye una parte desproporcionada de los movimientos diarios de los precios del índice” (Hausmann, 2.017).

Es objeto de estudio de la presente investigación medir cómo ha afectado la tenencia de deuda venezolana a los principales fondos institucionales para marzo 2.017. Existiendo una diversidad de activos, de distintos sectores y países, a los que todos los inversionistas tienen acceso se quiere explicar ¿Cuáles son los objetivos que determina que entre el universo de fondos institucionales, se decida tener deuda pública de Venezuela?

La presente investigación evaluará los objetivos que pueden buscar los principales inversionistas institucionales tenedores de deuda venezolana: se analizará cómo han sido las variaciones de la demanda de papeles de deuda; delimitado en un periodo entre el año 2.012 y el año 2.016. Específicamente se evaluará el comportamiento de los principales fondos institucionales, ya que, por su condición, se puede llevar un registro de sus operaciones comerciales de compra y venta. Se hará dicha evaluación tomando en cuenta a los 10 principales fondos tenedores de deuda que explican el 53,64% de la tenencia total por fondos institucionales, representados en la tabla 1. Con este estudio se busca entender el comportamiento de la demanda de bonos soberanos y lo que representa la tenencia de deuda venezolana para los fondos en estudio.

Tabla 11: Principales fondos institucionales tenedores de deuda venezolana. Marzo 2.017

Nombre	Tenencia (MM de \$)	Relación al total de la deuda pública (Valor porcentual)
BLACKROCK	1,429,976	9.88
FIDELITY	1,326,547	9.17
T ROWE	1,072,891	7.41
ALLIANZ SE	738,389	5.10
GOLDMAN SACHS	451,837	3.12
GRANTHAM	629,625	4.35
ASHMORE	898,512	6.21
SUN LIFE	452,556	3.13
ALLIANCE	416,217	2.88
PICTET	345,951	2.39
TOTAL	7,762,501	
Participación sobre el total de las tenencias institucionales		53.64

Fuente: Reporte de los fondos, Bloomberg.

¹ Se presentan los 10 principales fondos tenedores de deuda venezolana. Los montos de tenencia son para marzo 2.01.7. Los valores presentados hay que añadirles 000

Capítulo I

El Problema

1.1 Planteamiento del Problema

El financiamiento de los países por medio del uso de instrumentos de renta fija es una de las bondades que ha presentado la globalización. El financiamiento ha permitido ampliar las posibilidades de consumo, es decir, por medio del financiamiento se logra consumir más de lo que fuese posible solo con los ingresos propios de cada país. En adición, por medio del financiamiento, se logra suavizar el consumo interno; esto es simplemente que, ante volatilidades del producto interno bruto por choques externos, un país puede mantener el nivel de consumo por medio del financiamiento afectando lo menor posible el bienestar social. La emisión de bonos soberanos es uno de los mecanismos que permite a los países financiar sus proyectos en el corto y largo plazo.

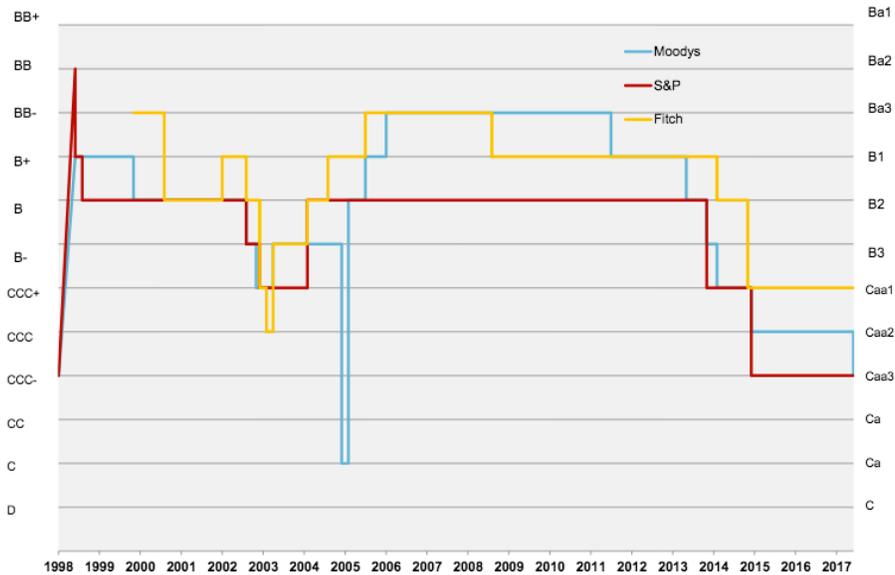
Para una emisión de deuda soberana, entre los estándares que debe cumplir, la deuda será calificada según el riesgo de impago que pueda repre-

sentar para los inversores. Ésta calificación es realizada según ciertas características, como por ejemplo la estabilidad política, el marco institucional y la producción interna. Entre mayor sea el riesgo que se asume, se exigirán mayores retornos para compensar el riesgo; esto responde a incentivar al inversor, es decir, los activos con mayor riesgo deben ofrecer mayores retornos para así atraer capital.

En el gráfico 2 se observa el histórico de la calificación de riesgo de Venezuela desde el año 1.997 hasta el año 2.017, otorgado por las principales calificadoras. Desde aproximadamente el 2.006, las calificadoras han aumentado el riesgo crediticio de Venezuela, como consecuencia también han aumentado los rendimientos exigidos por los inversores. Una de las causas del deterioro de la calificación de riesgo puede responder a la inestabilidad política del país y al deterioro del crecimiento económico como consecuencia de las políticas económicas implementadas, la inestabilidad política y la percepción del deterioro institucional ya que son parámetros percibidos mundialmente como causantes de impagos.

Gráfico 2: Calificaciones de riesgo país otorgadas a Venezuela 2.017.

Calificaciones históricas de Venezuela



Fuente: Moodys, S&P y Fitch

La calificación de riesgo para Venezuela en el año 2.017 según S&P es de CCC-, esta calificación significa que "... es vulnerable actualmente a un incumplimiento de pago y depende de condiciones financieras, económicas y comerciales favorables para que el emisor cumpla con sus compromisos financieros sobre dicha obligación. En caso de condiciones financieras, económicas y comerciales adversas, el emisor probablemente no tendrá la capacidad de cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación" (S&P)²; siendo la calificación más baja que se pueda otorgar antes del incumplimiento del pago.

² Entendiendo las definiciones de calificaciones de S&P. Publicado el 3 de junio del 2009 por S&P

Tabla 2: Países con calificación crediticia similar. 2017

País	Moody's	S&P	Fitch
Venezuela	Caa3	CCC-	CCC
Mozambique	Caa3	SD/D	CC
Rep. Congo	B3	CCC	CCC
Barbados	Caa3	CCC+	NR
El Salvador	Caa3	CC	CCC

Fuente: Moodys, S&P y Fitch
 SD/D significa *Selective Default*

En la tabla 2 se muestran países con la misma calificación de riesgo que Venezuela. Según Moodys Mozambique, Barbados y El Salvador tienen el mismo riesgo de impago que Venezuela pero por el contrario el rendimiento exigido a Venezuela es por mucho, mayor que, por ejemplo Mozambique país que viene de 19 guerras civiles, con altas tasas de analfabetismo, mortalidad infantil y pobreza extrema.³ A pesar del riesgo incurrido, las altas tasas de rendimiento que ofrece la deuda venezolana ha sido un atractivo de inversión para los fondos institucionales en el período en estudio.

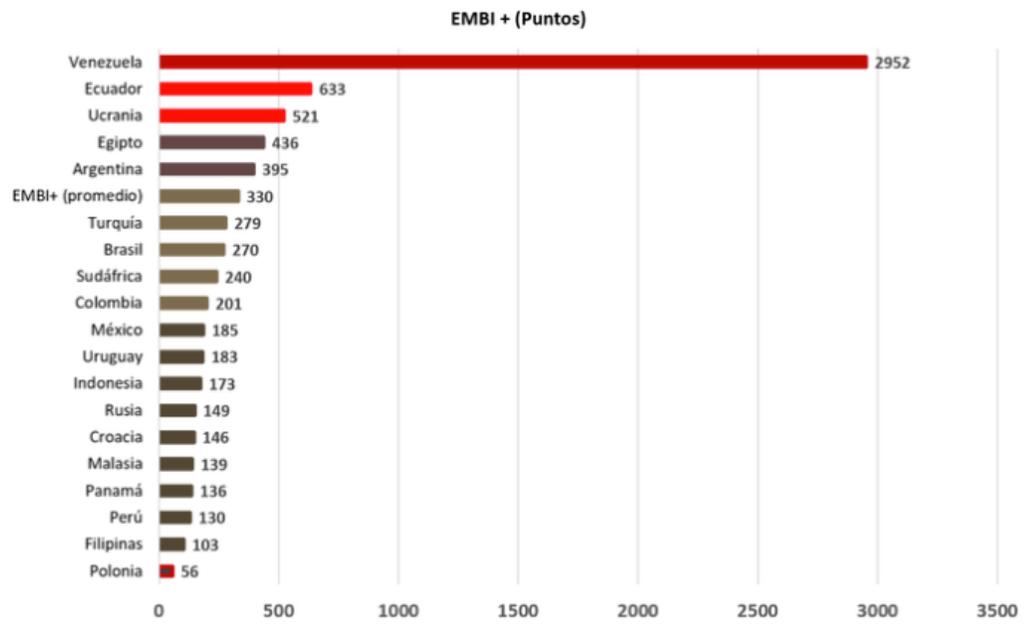
³ Información obtenida del website del Banco Mundial

En un reporte elaborado por Bank of America para agosto 2.017, *Venezuela's Real Adjustment*⁴, se presenta una lista con los 60 mercados emergentes con sus rendimientos respectivos. El spread de riesgo soberano venezolano representado en el gráfico 3, se compara únicamente con los países próximos a incurrir en impago. En el gráfico se observa que Venezuela está 2.319 puntos por encima de Ecuador y 2.431 de Ucrania, país que para el 2.014, atravesaba una crisis política y social.

En el caso de países como Bielorrusia que para el 2.014, acababa de recibir ayuda monetaria de Rusia para poder cumplir con los pagos de deuda no se aproxima ni al top de países más riesgosos. De esta manera en el gráfico 3 se muestra que Venezuela supera los spreads de los países calificados como mercados emergentes. La deuda venezolana es uno de los activos con mayor rendimiento en los mercados financieros internacionales, siendo comparada entre los mercados emergentes.

⁴ Los diferenciales de rendimientos de los bonos soberanos de mercados emergentes y los bonos del tesoro de EEUU de vencimientos similares.

Gráfico 3: Mayores rendimientos soberanos en el mundo. Agosto 2.017



Fuente: Prospectiva y previsión

Los mercados eficientes suponen que el precio debe recoger la información necesaria tanto para los compradores como para los vendedores, que supone además que son agentes racionales. El gráfico 3 muestra que, esto no sucede necesariamente. Existe una anomalía que no es explicada por los mercados eficientes; el mercado le exige a la deuda venezolana un nivel de rendimiento muy superior al que se exige a otros instrumentos de renta fija con la misma calificación de riesgo. El alto rendimiento exigido a Venezuela debe corresponder con un alto riesgo de impago; pero bajo el mencionado panorama económico, se han cumplido los compromisos de pagos para la fecha.

Es objeto de esta investigación analizar, cómo fue el comportamiento de los principales fondos de inversión institucionales tenedores de deuda venezolana ante la incertidumbre de impago realizada desde el 2.014

Entendiendo el panorama de riesgo que representan los papeles de deuda de Venezuela, hay una percepción general de que éstos pueden ser títulos no deseados por los inversionistas. Siendo lo anterior expuesto verdad, ésta premisa afectaría negativamente la demanda de estos títulos; pero ¿Por qué un inversionista puede preferir comprar un título Venezolano?, ¿Hay un cambio en el comportamiento de los inversionistas institucionales tomando como referencia el año 2.014? ¿Cómo aporta la deuda venezolana al rendimiento anual de los fondos de inversión institucionales? Son el tipo de preguntas que se buscará responder en la presente investigación. Es necesario el estudio de la demanda para comprender si efectivamente éstos activos no representan un atractivo o si por el contrario, la alta tasa de rendimiento es aprovechada por los principales inversionistas en el mundo.

1.2 Hipótesis

- La estructura de los principales tenedores institucionales de deuda pública venezolana, para marzo 2.017, se modificó en el período 2.012 - 2.016

1.3 Objetivo General:

Evaluar cambios en la estructura de la demanda de bonos de deuda de Venezuela entre el año 2.012 y el año 2.016

1.4 Objetivos Específicos:

- Identificar los principales fondos institucionales tenedores de deuda venezolana.
- Detallar cambios en las posiciones comerciales de los principales fondos institucionales tenedores de deuda venezolana entre los años 2.012 y 2.016
- Describir las estrategias de inversión de los principales fondos de inversión tenedores de bonos soberanos y de PDVSA.
- Cuantificar el valor agregado de la deuda pública venezolana en el rendimiento de los fondos institucionales.

Capítulo II

Marco Teórico

A continuación se desarrolla el marco teórico de la investigación estructurado en cuatro secciones. Se comienza analizando estudios previos que pueden explicar el comportamiento del riesgo y los retornos ofrecidos para los inversores institucionales de deuda venezolana. La primera sección describe conceptualmente qué son los instrumentos de renta fija, su uso y su funcionamiento, se explica la terminología fundamental para el entendimiento del trabajo de investigación. La segunda, define el riesgo y su relación con el rendimiento en el caso venezolano; se examinarán los determinantes del riesgo y el rendimiento de los bonos de deuda venezolana. La tercera parte introduce a la demanda de los bonos de deuda venezolana en estudio, su estructura, sus características y su comportamiento histórico en el período seleccionado. La cuarta sección describe los principales tenedores institucionales de bonos soberanos y se describe sus características de inversión.

2.1. Antecedentes

La situación financiera en Venezuela ha variado notablemente en su historia desde principios del siglo XX. La dependencia al financiamiento ha ido oscilando a lo largo de estos años y el cumplimiento de sus compromisos ha cambiado dependiendo del contexto histórico. El primer registro en el siglo XX de incumplimiento de pago es durante el gobierno del general Cipriano Castro (1.899-1.908) entre las consecuencias, el país sufrió un bloqueo económico aplicado por los acreedores de sus obligaciones externas.

A partir de la segunda década del siglo XX, cada gobierno de turno se plantea unos objetivos distintos en materia económica y se inicia la transformación de la estructura de la economía venezolana con la explotación petrolera. El gobierno de Juan Vicente Gómez desarrolla programas que crean incentivos a las inversiones extranjeras⁵ provocando un aumento notable de los ingresos petroleros que persiguió el saneamiento de las finanzas públicas (como consecuencia del impago producido años antes). El cambio de estructura económica permitió que Gómez, en 1.930, "...obtuviese los recursos ne-

⁵ "...finales del año 1.923 existían registradas en el país, ochenta y tres compañías petroleras, que habían realizado contratos con el Estado venezolano para la exploración y explotación petrolera" (Puerta Bautista, Lorena)

cesarios para pagar la totalidad de la deuda externa del país, sanear las finanzas públicas y estabilizar la moneda nacional, pero la solvencia fiscal no fue sostenible en el tiempo..." (Puerta Bautista, Lorena).

Para principios de los 70`s ocurrió el denominado "boom petrolero", que indujo la expectativa de percibir una renta petrolera creciente (Mata, 2.000); ésta expectativa fue alimentada por una acumulación de capital de aproximadamente el 40% del PIB real en el período 1.976-1.978 (Castro, 2.000). Se produjo un sistema fiscal deficitario e inestable que corresponde a la volatilidad del ciclo petrolero y utiliza permanentemente el crédito público para financiar sus programas (Armando León). Entonces, durante los años 70´s se produce un crecimiento exponencial del gasto público corriente y de las importaciones;⁶ este crecimiento produjo el incremento de la deuda pública nacional, la cual pasó de 8.434 millones de bolívares a finales de 1.973 a más de 100 mil millones de bolívares al final de los noventa. (Rodríguez, 1.984).

En 1.979 se produjo la primera caída de los precios petroleros en la década⁷ como consecuencia se implementa el VI Plan de la Nación que tenía como objetivo principal priorizar el gasto social. El incremento del ingreso pe-

⁶ Fuente: Ministerio de Finanzas.

⁷ Fuente: Datos tomados de BP. Statistical Review of World Energy

trolero en 1.980 produjo que se continuara aplicando una política fiscal expansiva; explica Armando León que además aumenta el volumen de importaciones destinadas a las industrias básicas, ellas fueron favorecidas por un tipo de cambio nominal con desajustes, lo que favoreció aún más el proceso de endeudamiento externo. Para 1.981 el precio del barril de petróleo fue disminuyendo progresivamente lo que trajo como consecuencia una disminución de los ingresos obtenidos por concepto de exportaciones petroleras, esto sumando con el incremento de las tasas de interés en Estados Unidos creó el escenario perfecto para producir una crisis en la economía venezolana, la cual estaba endeudada. La falta de liquidez produjo retrasos en los pagos que generó la suspensión de otorgamiento de nuevos créditos. Como consecuencia de la limitación a fuentes de financiamiento internacionales, se produjo una renegociación de la deuda externa. Armando León: "...la situación se agravó con los vencimientos externos de deuda a corto plazo, además de la decisión del gobierno nacional de reconocer y pagar la deuda externa privada adquirida para financiar actividades económicas en el país durante 1.983. El saldo de la deuda externa se ubicó alrededor de US\$ 30.000 millones de dólares, casi el doble de la existente cinco años antes" (Álvarez, 1.988).

En 1.984 se comienza a recurrir al financiamiento monetario del déficit fiscal. La práctica financiera de renegociar la deuda externa se estableció a partir del proyecto fiscal de 1.984. Entre las consecuencias de la política de

renegociación estuvo la disminución de las reservas internacionales, se produjo la devaluación del bolívar, comenzaron a aparecer las presiones inflacionarias y el estancamiento general de la economía (Palma, 1.987). En 1.989 Carlos Andrés Pérez intenta cambiar la estructura y los objetivos de la economía venezolana.

Carlos Andrés busca apoyo técnico y firma un Acuerdo Ampliado con el Fondo Monetario Internacional (FMI); éste impone una serie de pasos que considera necesarios para el ajuste estructural de la economía que permitan cancelar sus compromisos de deuda externa. En este marco de reformas, es contemplado la reestructuración del endeudamiento externo, Plan Brady (León, 2002). Este plan financiero incorporó que toda la deuda reestructurada se convertiría en bonos negociables al portador, se ofrecieron garantías para esas deudas y los intereses de estos instrumentos (Berthélemy, 1.992).

El siguiente periodo presidencial Rafael Caldera (1.994-1.998) puede dividirse en dos períodos, antes y después de la Agenda Venezuela. Dentro del primer sub-período destaca el estallido de la crisis en el sector financiero en el año 1.994. La Agenda Venezuela es representada por programas sociales para suavizar el ajuste macroeconómico, y la modernización del sistema tributario.

El deterioro de la clasificación internacional del riesgo país, pasando de "AAA" a "BB" durante 1.983 caracterizó al mercado financiero venezolano, que para la fecha, no ha logrado una mejoría sostenible y con esto un aumento de la tasa de retorno. Los diversos programas de estabilización que fueron aplicados a lo largo del siglo XX contribuyó a mejorar de sostenible la calificación del riesgo país, ni tampoco se redujo notoriamente la velocidad del crecimiento del endeudamiento externo. Para 1.996, Venezuela recurre nuevamente al FMI logrando un cambio significativo con el sector externo de la economía; se detuvo el atraso del servicio de deuda interna y se reinició la emisión de bonos de deuda externa e interna. El mercado petrolero continuó decreciendo y Venezuela continuó recurriendo a nuevos endeudamiento.

Las constantes modificaciones de los objetivos económicos según el gobierno de turno y la inestabilidad política y social han deteriorado la credibilidad y riesgo del país. Entonces para 1.998 se tenía una calificación de riesgo "B+", explicada como consecuencia de la volatilidad política, y por los bajos precios petroleros, éstos llegaron a 10,60 \$/barril. Se mantuvo estable la calificación hasta el paro petrolero en el año 2.002, el malestar político fue mitigado por el aumento de los precios petroleros y se continuó con el deterioro de la calificación de riesgo país otorgada por S&P pasando desde "B+" hasta "CCC+". Las continuas disminuciones en las calificaciones de riesgo han deteriorado la posición de Venezuela en el ranking mundial. Venezuela es uno

de los países con la calificación de riesgo más baja pero ello no corresponde con la capacidad de la economía venezolana para generar ingresos externos, esta calificación podría estar explicada como consecuencia a la inestabilidad política.

Armando Leon en el estudio “ La deuda pública inútil: el caso Venezuela” toma en consideración la evolución de la deuda y su relación con los mercados financieros internacionales, después de estudiar el desarrollo de la dependencia petrolera y de las políticas económicas implementadas en la historia venezolana; Armando León concluye que “el nivel de endeudamiento alcanzado por la economía venezolana, medido en término de indicadores sobre el nivel de producto, exportaciones petroleras y no-petroleras, y como porcentaje del presupuesto global, no parece representar un riesgo significativo, en comparación con otras economías emergentes. Sin embargo, la escasa consistencia de los ajustes y reformas fiscales aplicadas en los últimos años, desde la presidencia de Chávez, genera incertidumbre sobre los agentes económicos e inversionistas y dificulta el saneamiento de las cuentas fiscales”.

2.2 Manejo conceptual

2.2.1. Instrumentos de renta fija

Para el desarrollo de la investigación es importante definir qué son los instrumentos de renta fija, su clasificación y usos. Se sabe que las principales formas de títulos de renta fija son: los bonos, los títulos convertibles y las acciones preferentes (Gitman y Joehnk, 2.009). En este trabajo los títulos de inversión que se estudiarán serán los bonos de deuda venezolana. Gitman y Joehnk (2009), definen los bonos como “instrumentos de deuda a largo plazo, que emiten las corporaciones y los gobiernos”. En esta investigación será sujeto de análisis aquellos papeles de deuda emitidos por el estado venezolano, por PDVSA; estos conforman la deuda del estado venezolano. La decisión de un país de financiar sus proyectos a través de instrumentos de renta fija puede variar y perseguir distintos motivos.

2.2.2 Bonos

Bravo Santillan da un significado amplio sobre bonos. Según la autora un bono es un certificado de deuda, es decir una promesa de pago futura documentada en un papel, que determina el monto, plazo, moneda y secuencia

de determinados pagos. Dicho de otro modo, los bonos son una obligación que compromete al deudor a pagar una suma determinada en una fecha fija, y al abono de intereses sobre su valor nominal al porcentaje que el documento indique.

Los elementos que componen un bono se definen a continuación, según Frederic Mishkin:

- Valor nominal: Se define como el monto total de pago que recibe el inversionista por la tenencia de un bono en la fecha de vencimiento.
- Valor actual: Es el valor del bono en el momento t , se obtiene trayendo a valor presente los beneficios futuros y descontando la tasa de rendimiento requerida en el mercado.
- Precio de mercado: Es el valor monetario al que se comercializa el bono después de su emisión, en el mercado secundario. Este valor difiere, normalmente, del nominal ya que fluctúa en su interacción en el mercado por los oferentes y demandantes. Dependiendo de su precio de mercado, un bono recién emitido puede ser transado a su valor nominal o valor par, pero también puede ser transado por debajo de este valor, llamado a descuento o por encima de este valor que se conoce como a prima.

- **Cupón:** Es el interés que paga el bono, estará definido en el contrato antes de su emisión y se declara habitualmente como una tasa periódica sobre el valor nominal. La periodicidad de pagos será definido dependiendo del bono, éste puede ser semestral, anual o trimestral. Se dice que los bonos se venden con prima cuando las tasas de interés del mercado caen por debajo del cupón, y a descuento cuando las tasas de mercado son mayores que el cupón.
- **Fecha de vencimiento:** depende de cada emisión y está estipulada en el contrato de bono. En esta fecha se debe haber reembolsado completamente el capital prestado más todos los intereses pactados.
- **Emisor:** Es la entidad emisora de deuda. Los emisores son calificados para medir el riesgo de que no cumplan con sus pagos (riesgo de impago).

Los criterios que exponen María de la Luz Bravo Santillán y Juan Carlos Rosiello para calificar a un bono son expresados en la tabla 3 según la rentabilidad que generen, su cobro y el emisor de deuda.

Tabla 3: Clasificación de los tipos de bonos

<i>Tipos de Bonos</i>		<i>Definición</i>
Según su rentabilidad	Fijo	Tienen un cupón constante durante la vida del bono.
	Flotante	Aquellos bonos que tienen un interés variable que se ajusta periódicamente en respuesta a los cambios en tasas específicas del mercado
	Cupón Cero	No pagan intereses. Son emitidos con un descuento sustancial al valor nominal, de modo que el interés es realmente pagado al vencimiento.
Según su cobro	Simples	Son aquellos que tienen la misma prioridad que el resto de títulos de crédito del emisor.
	Subordinados	Tienen menor prioridad que otros títulos de crédito del emisor en caso de liquidación.
Según Emisor	Públicos	Deuda pública emitida por el Estado
	Privados	Son emisiones de cualquier empresa u organismo
Contemporaneos	Chatarra	Según su riesgo, son BB o menos. Son bonos de alto riesgo
	Reventa	Son bonos rescatables a su valor ya sea en fechas específicas después de la emisión.
	Especulativos	Aquellos con calificación B o menor, son alto rendimiento

Fuente: Creación propia

En la tabla 4 se representa los bonos de deuda pública en estudio. Para la presente investigación se analizarán los bonos emitidos por PDVSA (Petróleos de Venezuela S.A) y Bonos Globales emitidos por Venezuela. Se desarrollan sus características principales como son su fecha de emisión, fecha de vencimiento, valor par y cupón. Se limitará la investigación a los bonos vigentes para el año 2.017.

Tabla 4: Bonos PDVSA y Venezuela.

Nombre	Fecha de Emisión	Fecha de Vencimiento	Cupón	Moneda	Calificación	Pagos	Monto de Emisión	Out standing	Amortizables
Venz	1998-06-08	15/08/2018	13.63%	USD	Caa3	Semestral	752,811	752,811	no
Venz	1998-06-09	15/08/2018	13.63%	USD	Caa3	Semestral	3,000,000	300,000	no
Venz	2003-01-12	1/12/2018	7.00%	USD	Caa3	Semestral	1,000,000	1,000,000	no
Venz	2009-13-10	13/10/2019	7.75%	USD	Caa3	Semestral	2,495,963	2,495,963	no
Venz	2005-09-12	09/12/2020	6.00%	USD	Caa3	Semestral	1,500,057	1,500,057	no
Venz	2010-23-08	23/08/2022	12.75%	USD	Caa3	Semestral	3,000,000	3,000,000	si
Venz	2008-07-05	07/05/2023	9.00%	USD	Caa3	Semestral	2,000,000	2,000,000	no
Venz	2009-13-10	13/10/2024	8.25%	USD	Caa3	Semestral	2,495,963	2,495,963	no
Venz	2005-21-04	21/04/2025	7.65%	USD	Caa3	Semestral	1,599,817	1,599,817	si
Venz	2011-21-10	21/10/2026	11.75%	USD	Caa3	Semestral	3,000,000	3,000,000	no
Venz	1997-18-09	15/09/2027	9.25%	USD	Caa3	Semestral	4,000,000	4,000,000	no
Venz	2008-07-05	07/05/2028	9.25%	USD	Caa3	Semestral	2,000,000	2,000,000	no
Venz	2011-05-08	05/08/2031	11.95%	USD	Caa3	Semestral	4,200,000	4,200,000	si
Venz	2004-14-01	13/01/2034	9.38%	USD	Caa3	Semestral	1,500,000	1,500,000	no
Venz	2007-15-11	31/03/2038	7.00%	USD	Caa3	Semestral	1,250,003	1,250,003	no
PDVSA	2010-29-10	2/11/2017	8.50%	USD	CCC -	Semestral	6,150,000	1,121,415.37	si
PDVSA	2016-28-10	27/10/2020	8.50%	USD	Caa3	Semestral	3,367,529	3,367,529	si
PDVSA	2011-17-11	17/11/2021	9.00%	USD	Caa3	Semestral	2,394,239.60	2,394,239.60	si
PDVSA	2011-17-02	17/02/2022	12.75%	USD	CC	Semestral	3,000,000	3,000,000	si
PDVSA	2014-16-05	16/05/2024	6.00%	USD	CCC -	Semestral	5,000,000	5,000,000	si
PDVSA	2013-15-11	15/11/2026	6.00%	USD	CCC -	Semestral	4,500,000	4,500,000	si
PDVSA	2007-12-04	12/04/2027	5.38%	USD	CCC -	Semestral	3,000,000	3,000,000	no
PDVSA	2012-17-05	17/05/2035	9.75%	USD	Caa3	Semestral	3,000,000	3,000,000	si
PDVSA	2007-12-04	12/04/2037	5.50%	USD	CCC -	Semestral	1,500,000	1,500,000	no

Creación Propia, septiembre 2.017

Fuente: Bloomberg

En la tabla 4 se observa las características de la deuda pública venezolana, compuesta por 15 bonos Globales Venezuela y 9 de PDVSA vigentes para septiembre 2.017. Los 24 bonos representados son bonos simples, de interés constante que es determinado a priori; en la tabla 4 se muestra el cupón

que es pagado por cada uno de los instrumentos. Todos pagan cupones 2 veces al año. Algunos son amortizables otros no y todos están denominados en moneda extranjera.

El monto de la emisión está descrito y, en algunos casos, difiere del *out standing* debido a las amortizaciones efectuadas previamente. Por último se anexa la calificación de riesgo correspondiente a cada una de las emisiones; para el caso de los bonos globales y algunos de PDVSA se utilizó la calificación otorgada por Moody's, para PDVSA en otros casos se utilizó la calificación otorgada por S&P según la data obtenida por medio de Bloomberg.

2.2.3 Mercados

JP Morgan en el informe anual presentado en el 2.011 mostró las características del mercado secundario de títulos de deuda de economías emergentes, en donde las cotizaciones de los instrumentos, agrupados en el índice general EMBI Plus, registraron en promedio un aumento de 5,3% para ubicarse en 602 pb (puntos base). El diferencial EMBI Plus, que mide la percepción de riesgo de países emergentes más activos en los mercados de capitales internacionales, en donde se encuentra Venezuela, mostró una mejora al bajar 45 pb (10,7%) para ubicarse al final del lapso en 377 pb. JP Morgan atribuye este aumento de la demanda en el 2.011 a la disminución del crecimiento de

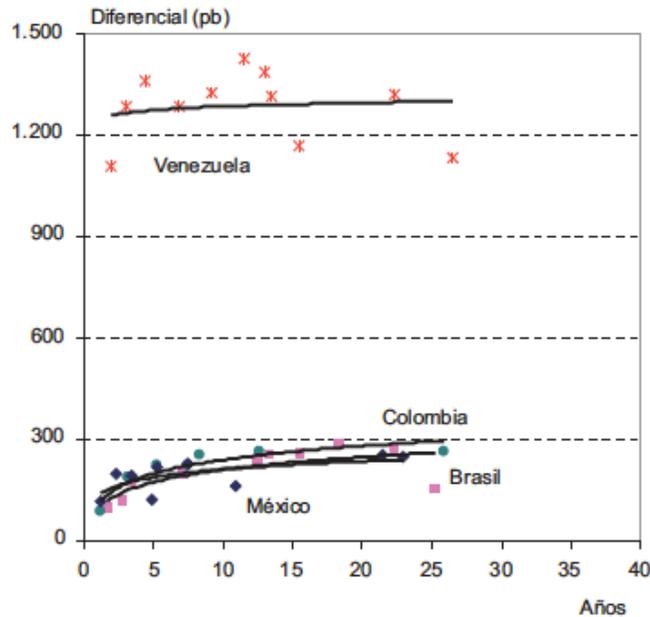
la Eurozona. La demanda de bonos de Venezuela, como parte de Latinoamérica en el 2011 se beneficia de las respectivas negativas de los inversionistas con respecto al mercado europeo aumentando la demanda de los papeles de deuda.

En el gráfico 4 se muestra la relación entre riesgo y rendimiento de países Latinoamericanos; se aprecia como la relación riesgo y rendimiento de la deuda pública venezolana está considerablemente superior al resto de los países Latinoamericanos. Venezuela, en el 2011, teniendo una relación de riesgo-rendimiento por encima de lo presentado por México, Colombia o Brasil influencia positivamente al rendimiento de los fondos dedicados a invertir en mercados emergentes, representando aproximadamente el 15% del rendimiento del EMBI.

Venezuela, además, tiene una relación directa con pendiente positiva entre rendimiento y tiempo, lo que señala que a mayor número de años del instrumento financiero evaluado, el mercado exige ligeramente, un rendimiento mayor (analizado desde el año 2012). Esto se debe a que a mayores años el mercado tiene una percepción de mayor riesgo de que el país caiga en impago como consecuencia de la incertidumbre sobre la volatilidad del ingreso nacional de cada país.

Gráfico 4: EMBI+ relación de riesgo – rendimiento.

Año 2.011



Fuente: JPMorgan.

2.2.4 Tipos de inversionistas

Existen diversos tipos de inversionistas que acceden a la compra de títulos de renta fija en estudio; actúan en respuesta a la satisfacción de sus necesidades y de sus fines así como a su apetito por el riesgo. Los inversionistas más conservadores buscan instrumentos que garanticen el pago y que representen un menor riesgo; los inversionistas que asumen mayor riesgo to-

lerarán inversiones con mayor riesgo de impagos pero que ofrezcan rendimientos más elevados. Dependiendo la naturaleza del inversor, pueden ser institucionales o particulares.

La presente investigación se enfoca en analizar únicamente a los fondos de inversiones institucionales que poseen activos de deuda pública venezolana; esto se determinó ya que por sus características, deben reportar periódicamente el comportamiento y la composición de su cartera permitiendo mantener un registro de posiciones de inversión. Esto facilita llevar un registro de la tenencia de deuda venezolana en los fondos.

Para el II semestre del año 2.017 los fondos institucionales son poseedores en un 20,19% del total de los bonos de deuda pública venezolana, emitidos por la Republica y por PDVSA, de un total de \$68,685.396 MM que conforma los bonos de deuda pública venezolana. No es parte de la investigación los bonos emitidos por la Electricidad de Caracas (ELECAR)



- **Los Inversores particulares** puede ser personas naturales o jurídicas que crea y puede manejar su propia cartera de inversión. Estos inversores no siguen, necesariamente, un patrón que defina el plan de inversión, cada uno tiene su perfil relativo en rentabilidad y riesgos.
- **Los inversores institucionales** son entidades de inversión privadas que están formadas, generalmente, por agrupaciones de particulares o empresas. Ellos suelen manejar grandes cantidades de capital que les permite diversificar su cartera de negocio logrando una compensación entre una rentabilidad atractiva a un riesgo definido previamente.

2.2.5 Fondos de inversiones institucionales

La definición de fondos de inversiones es explicada por Gitman (pág 487), “un fondo de inversión es esencialmente un tipo de organización de servicios financieros que recibe dinero de sus accionistas y después lo invierte en una cartera diversificada de títulos. Por lo tanto, cuando los inversionistas compran acciones de un fondo de inversión, se vuelven, de hecho, copropietarios de una cartera ampliamente diversificada de títulos”. Esta estructura hace obligatorio reportar periódicamente la composición de sus carteras así como el

comportamiento de la misma. Un fondo de inversión es una institución colectiva, busca reunir fondos de distintos particulares, naturales o jurídicos, para invertirlos en diferentes instrumentos financieros.

Los fondos de inversión se diferencian por ser una alternativa de diversificada, buscan mitigar el riesgo invirtiendo en diversos instrumentos financieros. Está conformado por los aportes de diversas personas que se benefician de sus rendimientos; éste está administrado por una sociedad que es responsable de su gestión y administración y por una entidad depositaria que custodia los títulos ejerciendo una función de garantía para los inversionistas.

Los fondos de inversión institucionales tienen diversas finalidades, son explicadas por el *CFA Institute*⁸; éstos tienen 4 grupos diferentes según sus perspectivas: fondos de pensiones, fundaciones, seguros, compañías y banca, cada uno definido en la tabla 5.

Cada fondo institucional responde a diversos objetivos descritos en sus prospectos correspondientes y a su vez tienen autonomía sobre las decisiones de inversión dentro de los límites establecidos. Cada uno de los tenedores tiene, a su vez diversos fondos con distintas características; esta variedad res-

⁸ Managing Investment Portfolio. Instituto de Chartered Financial Analyst

ponde a la necesidad de mitigar el riesgo a través de la diversificación de activos; estos fondos pueden ser: fondos mutuales o ETF que serán definidos a continuación:

- **Fondos Mutuales:** Es un vehículo de inversión en el cual inversionistas individuales unen sus fondos para invertir en activos como acciones, bonos u otros; comúnmente están formados por combinaciones de ambos (acciones + renta fija). Los fondos mutuales son creados y administrados por una compañía.

-**ETF:** *Exchange-Traded Funds*, es un fondo índice que es cotizado en el mercado de acciones, es un híbrido entre un fondo de inversión y una acción. La composición de un ETF es igual a la de un fondo de inversión pero tiene la posibilidad de comprar una cesta de valores. Comprar una participación en un ETF es lo mismo a comprar todas las acciones que componen el índice per sé. Los ETF, como las acciones, pueden distribuir dividendos y suelen hacerlo.

Tabla 5: Finalidades de los Fondos de inversión

<i>Funciones de fondos institucionales</i>	
Fondos de pensiones	Contienen activos que son formados para respaldar la promesa de mantener unos ingresos en el retiro. Es comercializado por organizaciones, como negocios, uniones laborales, municipios y gobernaciones, que se encarga de planificar y asegurar las mencionadas pensiones. La organización descrita es conocida como el patrocinador del plan .
Fundaciones	Proveen el soporte vital para las actividades caritativas. Son generalmente un aval de las instituciones fundadas por obsequios y activos de inversión. <i>Endowments</i> , son conocidos como fondos de largo plazo, generalmente en manos de operadoras sin fines de lucro, como por ejemplo universidades, museos, hospitales y otras organizaciones que puedan estar relacionadas con actividades de caridad.
Industria de Seguros	El objetivo económico principal en la industria de seguro es absorber el riesgo personal y de negocios; se logra ofreciendo protección, esta industria juega un rol fundamental en el crecimiento y el desarrollo económico de un país. La característica fundamental de esta industria es que deben ser conservadoras en sus inversiones por la naturaleza del negocio. Esta industria se compone de los seguros de vida, seguros de salud, propiedades y de los pasivos.
Bancos y otras instituciones de inversión	Son intermediarios financieros que se dedican a guardar y a prestar dinero. En el tiempo las funciones de la banca han evolucionado. Europa y Canada continúan con el modelo de banca universal en donde se ofrecen servicios financieros. En Estados Unidos y Japón desarrollaron una separación regulatoria entre las actividades de la banca comercial y la banca de inversión

Creación Propia

Fuente: CFA

Los fondos, en algunos casos actúan a través de otros fondos intermediarios que cumplen la función de ser intermediadores y también invierten, estos son los fondos que se van a estudiar.

2.3 Riesgo soberano y rendimientos

En la siguiente sección se definirán conceptos correspondientes para la comprensión de riesgo y rendimiento, siendo estos los dos criterios más comunes de evaluación de la calidad de un bono. Ambos están altamente relacionados y dependiendo de ellos los inversionistas decidirán si invertir en el activo correspondiente. A mayor riesgo es preciso un mayor rendimiento, no hay una relación porcentual directa entre ambos. No es objeto de esta investigación analizar la metodología utilizada para obtener la tasa de descuento que determina el rendimiento exigido al mercado venezolano, pero es importante resaltar que no hay una formulación exacta para explicar el alto rendimiento que genera la deuda pública del país.

La teoría financiera relaciona el desempeño del sector privado para evaluar el desempeño del país; explican Carlos Molina y Miguel Santos (2008) que hoy en día no se puede suponer que la capacidad de pago de un país está estrechamente explicada con el desenvolvimiento del sector privado; aunque la teoría financiera no ha logrado cubrir completamente este vacío, especial-

mente en los mercados emergentes, se han generado formulaciones que aproximan al rendimiento exigido por los inversionistas. Explican que desde el 2.003 se ha visto más fracturada la relación entre riesgo soberano y riesgo privado, no solamente en Venezuela aunque éste es “el caso emblemático”, se evidencia que el gobierno puede registrar crecimiento mientras que el sector privado se deteriora; estas evidencias en los mercados emergentes han obligado a revisar la concepción tradicional del riesgo privado. Entonces, la percepción del riesgo de un mercado es de naturaleza intuitiva, según Molina y Santos se desarrolla con experiencia y explican que “la fórmula utilizada es solo un vehículo” para intentar aproximar cuantitativamente esa intuición.

2.3.1. Riesgo y rendimiento: Venezuela

- **Riesgo:** El riesgo es definido por Gitman y Joehnk como “la posibilidad de que los rendimientos reales de una inversión difieran de los esperados” y cada rendimiento va a estar determinado por el riesgo que represente. El riesgo se refiere a asignar una probabilidad a la incertidumbre. Gitman explica que las inversiones de bajo riesgo son aquellas que se consideran seguras con respecto a un rendimiento positivo y las inversiones de alto riesgo se consideran especulativas. Gitman y Joehnk (2009), consideran cinco tipos de riesgo importantes a continuación:

Tabla 6: Tipos de riesgo

Riesgo	Definición
de tasa de interés	se refiere a la posibilidad de cambios en los precios de los bonos debido a movimientos en las tasas de interés. Cuando las tasas de interés de mercado suben, los precios de los bonos bajan y viceversa.
de poder adquisitivo	está relacionado con la inflación. Con una inflación alta, los rendimientos de los bonos comienzan a rezagarse con respecto a las tasas de inflación.
de liquidez	es el riesgo de que un bono sea difícil de vender a un precio razonable en el momento que se desea venderlo.
de rescate	es el riesgo de que un bono sea retirado antes de la fecha de vencimiento estipulada en la emisión.
financiero o riesgo de crédito	es el riesgo de que el emisor incumpla los pagos de intereses y/o del principal.

□

Fuente: Gitman y Joehn

Para el análisis de la presente investigación se utiliza como referencia principalmente a los índices que elabora el banco de inversiones JP Morgan. Dentro de estos se encuentran el EMBI, el EMBI+ y el EMBI Global definidos a continuación por zona económica:

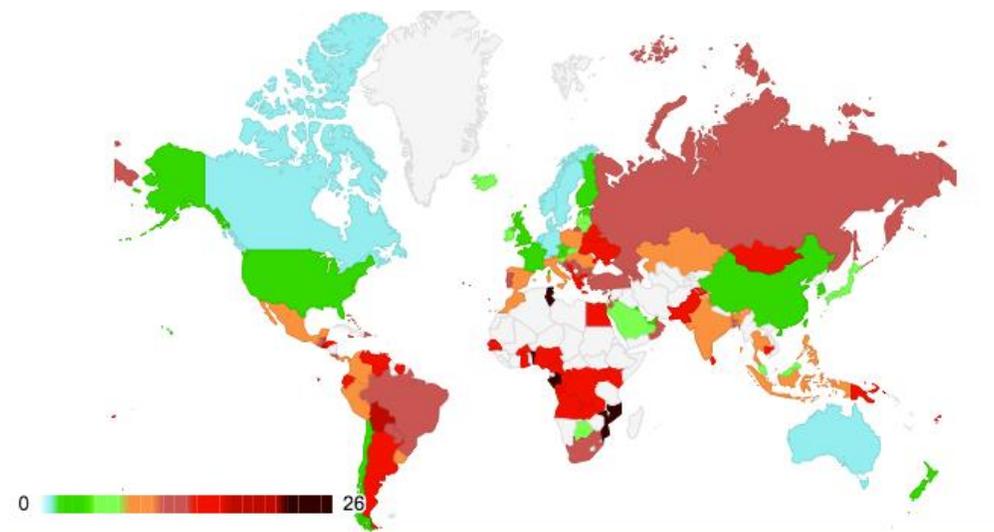
- **EMBI:** Responde a las siglas *Emerging Markets Bond Index* y es un indicador económico que reporta diariamente. Este estadístico, mide el diferencial de los retornos financieros de la deuda pública del país emergente seleccionado respecto del que ofrece la deuda pública norteamericana, que

se considera que tiene “libre” de riesgo. Los bonos que se incluyen en el cálculo del EMBI son denominados en dólares y estrictamente líquidos.

- **EMBI+:** Es creado para cubrir con mayor amplitud incluyendo a los bonos globales, relaja los estrictos criterios de liquidez contenidos en el EMBI. Está compuesto de 109 instrumentos financieros de 19 países, es una variación del EMBI, el cual contiene únicamente Bonos Brady. El EMBI+ incluye distintos tipos de activos: Bonos Brady, préstamos y Eurobonos. Los países que actualmente integran el índice son: Argentina, Brasil, Bulgaria, Colombia, Ecuador, Egipto, Malasia, México, Marruecos, Nigeria, Panamá, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Turquía, Ucrania y Venezuela.
- **EMBI Global:** Difiere del EMBI+ ya que define mercados de países emergentes con una combinación de ingreso per cápita definido por el Banco Mundial y la historia de reestructuración de deuda de cada país. Está compuesto por 170 instrumentos emitidos por 31 países emergentes. Los instrumentos incluyen Bonos Brady, Eurobonos, préstamos negociables, instrumentos denominados en moneda local emitidos por soberanos o entidades cuasi-soberanas. Los países que actualmente integran el índice son: Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Costa de Marfil, Croacia, República Dominicana, Ecuador, Egipto, El Salvador, Hungría, Líbano, Malasia,

México, Marruecos, Nigeria, Pakistán, Panamá, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Túnez, Turquía, Ucrania, Uruguay y Venezuela.

Gráfica 5: Mapa mundial de riesgo según S&P. Agosto 2.017



Fuente: S&P

En el gráfico 5, S&P compara el riesgo de los distintos países del mundo para marzo 2.017. Venezuela se puede observar que tiene la misma calificación de riesgo que países como Surinam, Ucrania, Bielorrusia, Mongolia, Egipto, Ghana y República del Congo. Los países clasificados como más riesgosos que Venezuela se encuentran Mozambique, Gabón y Benín. Con las calificaciones más riesgosas demostradas en el gráfico 3 por las principales

calificadoras, en el año 2.017 S&P otorgó a Venezuela CCC-, siendo la calificación más baja que puede incurrir un país antes de caer en el impago. Las calificaciones de riesgo que recibió Venezuela por parte de S&P, Moody's y Fitch en el período seleccionado para la presente investigación (2.012-2.016), son equivalentes a las que recibiría un país que incurrirá en un impago soberano, sin embargo, en el periodo mencionado, Venezuela cumplió con sus compromisos y realizó los pagos correspondientes por intereses para la fecha.

Venezuela, con un índice de 2.952 puntos básicos según el EMBI expresado en el gráfico 3 para agosto 2.017, tiene connotaciones financieras relevantes, quizás la más obvia es que necesita ofrecer mayores rendimientos para obtener préstamos en los mercados financieros internacionales. Concretamente deberá ofrecer un rendimiento del 29,52% por encima de los bonos libres de riesgo (*Treasury Bonds*). Los *Treasury Bonds* de largo plazo están aproximadamente en 2,27%, Venezuela en consecuencia debe ofrecer un rendimiento de 30,79%. Este rendimiento es sin duda el más alto entre los países emergentes. En la tabla 7 se puede observar que en promedio el conjunto de países es de 330 pb, es decir, teóricamente los países emergentes deben ofrecer 5,57% (3,30%+2,27%) como rendimiento para obtener financiamiento. Venezuela comparado en su categoría distorsiona la medida.

Tabla 7: Promedio EMBI+. Agosto 2.017

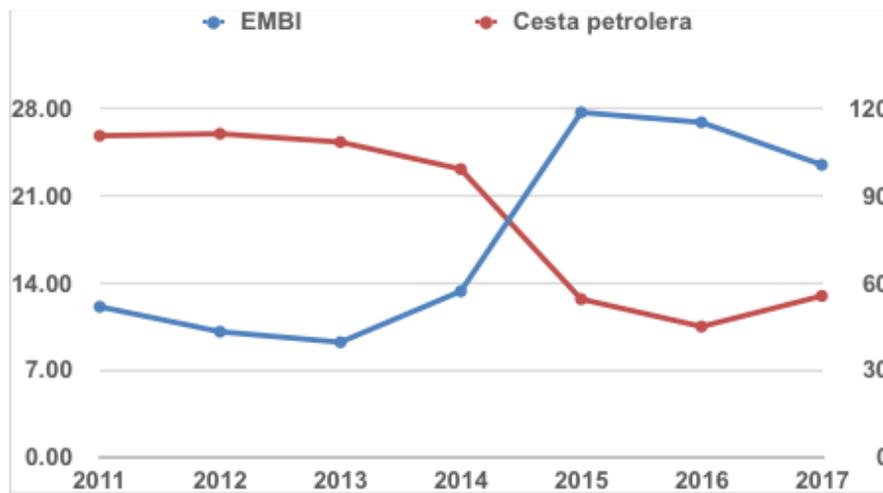
País	Puntos
Polonia	56
Filipinas	103
Perú	130
Panamá	136
Malasia	139
Croacia	146
Rusia	149
Indonesia	173
Uruguay	183
México	185
Colombia	201
Sudáfrica	240
Brasil	270
Turquía	279
EMBI+ (promedio)	330
Argentina	395
Egipto	436
Ucrania	521
Ecuador	633
Venezuela	2952

Fuente: EMBI

En la gráfica 6 se muestra el comportamiento promedio anual del Índice EMBI+ y el promedio anual de la cesta petrolera venezolana para el periodo en estudio. Los niveles más bajos del EMBI se relacionan con niveles altos del precio de la cesta petrolera, lo que responde a la intuición descrita anteriormente: si los ingresos de un país son altos, seguramente éste cumplirá sus pagos correspondientes; pero el modelo ha fallado en responder qué sucede cuando los precios de la cesta petrolera disminuyen. En el gráfico se muestra

como el Índice aumenta desde la caída pronunciada de la cesta en el 2.014, momento en el cual se estimaba que Venezuela entraría en Default.

Gráfica 6: Índice EMBI Venezuela vs Comportamiento de la cesta petrolera
Agosto 2.017



Creación Propia

Fuente: EMBI+

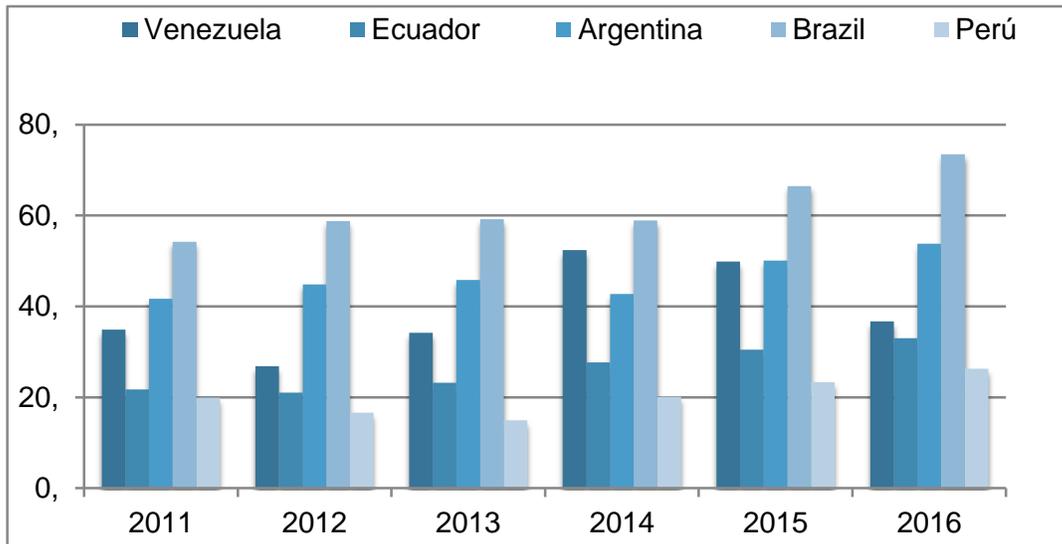
La teoría financiera explica que el porcentaje de deuda pública sobre el PIB es otro de los indicadores a tomar en consideración al evaluar solvencia de un país. Este porcentaje es importante para determinar si el agente tiene los ingresos necesarios para cumplir con sus compromisos financieros. En el gráfico 7 se recopiló la información de la deuda como porcentaje del PIB real,

de países Latinoamericanos y economías emergentes para evaluar su capacidad de pago y compararla con la venezolana.

En los resultados se muestra que Brasil es el país con mayor porcentaje de deuda sobre el PIB, cerca del 80% para el año 2.017, y ésta ha ido creciendo los últimos años. Para contrastar los resultados obtenidos en el gráfico 7 con el riesgo asociado a cada país se debe evaluar con el gráfico 3. Se mostró que según EMBI+ a Brasil solo se le exige 270 puntos, es decir 4,97% (2,70% + 2,27%) de rendimiento para poder acceder a financiamiento en los mercados internacionales.

Venezuela arroja un resultado entre el 20% y el 40% de deuda como porcentaje del PIB (incluido únicamente los bonos soberanos); este porcentaje está sujeto a la volatilidad del tipo de cambio y de los ingresos que a su vez dependen de la variación del precio de la cesta petrolera (representado en el gráfico 6); independientemente de estas variables, en comparación con Brasil, Venezuela pareciera mostrar una mayor solvencia pero inversamente presenta 2.022 puntos por encima, es decir debe ofrecer 20,22% por encima, de rendimiento.

Gráfico 7: Deuda pública como porcentaje del PIB
Septiembre 2.017



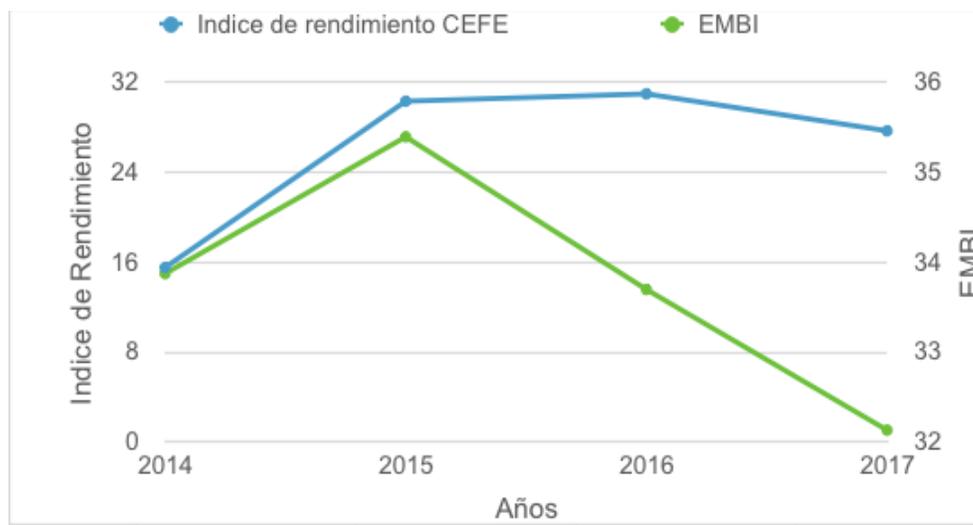
Fuente: Fondo Monetario

Creación Propia

El rendimiento de una emisión de deuda (medido como rendimiento al vencimiento), es una medida de la cantidad de riesgo a la que están expuestos los instrumentos de renta fija de un emisor determinado. “Este valor es distinto de las calificaciones de riesgo. Los factores que el mercado toma en cuenta para estimar ese riesgo pueden dividirse en dos clases: los componentes financieros y los componentes no financieros. Un rendimiento excepcionalmente elevado de los bonos soberanos de un país indicará que el mercado

interpreta que ese emisor está por incurrir en un impago”.⁹ El rendimiento entonces se puede utilizar como un termómetro de la percepción que tiene el mercado sobre el riesgo de impago que tiene un país determinado.

Gráfico 8: Rendimiento vs Riesgo
Septiembre 2.017



Fuente: CEFE, EMBI

La relación entre rendimiento y riesgo es presentado en gráfico 9. Como índice de rendimiento se tomó el calculado por CEFE, que hace una ponderación entre los rendimientos por los bonos de PDVSA y los bonos globales. En el período comprendido entre los años 2.014 y 2.015 ambos parecen tener una

⁹ Fuente: Tesis de grado “Componentes financieros y no financieros que inciden sobre la prima de rendimiento de los bonos soberanos venezolanos y los bonos de Pdvsa vigentes para el período 2012-2015”

relación directa, a medida que aumenta el riesgo aumenta también el rendimiento, así es descrito anteriormente que se comporta el mercado financiero. A partir del año 2.015 hasta septiembre del año 2.017 el promedio de la data recolectada muestra un diferencial ligeramente pronunciado, en donde el índice de rendimiento se mantiene relativamente estable alrededor del 30% y el riesgo varía un poco, disminuyendo en comparación de su valor en el 2.015.

2.4 Bonos de deuda pública venezolana

Con respecto a las emisiones de PDVSA, la primera se realiza en el año 2.007 coordinada por ABN Amro y Econoinvest Casa de Bolsa por un valor de 7.500 millones de dólares, y estuvo constituida por tres bonos con vencimientos en los años 2.017, 2.027 y 2.037 y con cupones de 5,25%, 5,375% y 5,5%, respectivamente (representados en la tabla 4). Lo atractivo de estas emisiones fue el posicionamiento en dólares con compras en bolívares a un tipo de cambio fijo vigente.

Para octubre 2.014 se emite una nueva oferta, dirigida únicamente a las entidades financieras que se encontraba en el listado de instituciones autorizadas a participar en la colocación de títulos valores de PDVSA y las per-

sonas naturales o jurídicas, residentes o domiciliadas en Venezuela. Esta emisión tenía objetivo de mantener el tipo de cambio implícito con el fin de que el tipo de cambio del mercado negro se estabilizara.

2.4.1. Estructura de la demanda de bonos

La curva de demanda de bonos, usualmente, siguiendo la teoría económica, sigue una estructura con pendiente negativa, no necesariamente lineal. La pendiente negativa responde a la teoría de que a medida que disminuye el precio del bono en estudio, su demanda aumenta; esto es posible de analizar cuando se mantiene constante los demás factores como el riesgo. La relación con el rendimiento Mishkin lo explica simplificando el período de tenencia a un año, por lo que el rendimiento sobre los bonos se conoce en forma absoluta y es igual a la tasa de interés, como se mide por el rendimiento al vencimiento. Esto significa que el rendimiento esperado de este bono es igual a la tasa de interés i , expresado en la fórmula a continuación. Esta fórmula muestra que un valor particular de la tasa de interés corresponde a cada precio del bono. Es entonces preciso puntualizar que, siguiendo lo explicado anteriormente, a medida que disminuye el precio del bono, *ceterisparibus*, la tasa de

interés y el rendimiento esperado deben aumentar por lo que su demanda aumenta.

$$i = R^e = \frac{F - P}{P}$$

Dónde:

i = tasa de interés = rendimiento al vencimiento

R^e = rendimiento esperado

F = valor nominal del bono de descuento

P = precio de compra inicial del bono de descuento

En el caso de estudio venezolano, las demás variables no pueden mantenerse constantes por lo que la estructura de demanda de bonos puede producir desplazamientos. Para que exista una variación o un desplazamiento de esta curva, Mishkin explica que es necesario analizar en ese caso 4 factores importantes: la riqueza, los rendimientos esperados sobre los bonos respecto a activos alternativos, el riesgo de los bonos respecto a activos alternativos y la liquidez de los bonos respecto a activos alternativos. Para comprender cómo un cambio en cada uno de los factores mencionados anteriormente pueden influir en la curva de demanda, es necesario analizar cada uno de los factores manteniendo constantes el resto de ellos.

- **Riqueza:** Si la economía en análisis crece rápidamente es de entender que la riqueza aumenta, esto produce que, siguiendo un comportamiento racional, la cantidad de bonos demandado a cada precio del bono se incremente. Mishkin concluye que durante la expansión del ciclo de negocios con una riqueza creciente, la demanda de bonos va a aumentar y la curva debe desplazarse a la derecha. Por lo que, cuando hay una recesión y el ingreso y la riqueza decaen, la demanda de bonos, racionalmente, deberían disminuir y la curva debe desplazarse a la izquierda.
- **Rendimientos esperados:** Si se toma un bono a descuento y un periodo de tenencia de un año, el rendimiento y la tasa de interés van a ser iguales, esto significa que no debe verse afectado el rendimiento esperado si no es únicamente por la variación de la tasa de interés. En la práctica, generalmente, los bonos tienen un período de vida mayor a un año, por lo que rendimiento difiere de la tasa de interés. Explica Mishkin (pág. 1.52) que "...un aumento en la tasa de interés del 10 al 20% sobre un bono a largo plazo conduciría a un agudo declive en el precio".
- **Riesgo:** Si los precios de los bonos se hacen más volátiles, el riesgo asociado debe a su vez aumentar y éstos, teóricamente, se vuelven menos atractivos para un perfil de inversión conservador. La teoría explica que, el comportamiento racional del inversor genera que a un incremento en el

riesgo ocasiona que la demanda de éstos activos disminuya y que la curva de demanda se desplace a la izquierda.

- Liquidez: Entre más fácil es vender un bono se dice que hay un aumento de su liquidez lo que ocasiona un aumento de la cantidad demandada de bonos a cada tasa de interés. La liquidez de un bono se mide a través del volumen de compra y venta registrado

2.5 Fondos de inversión tenedores de deuda venezolana

Los fondos, como ya fue explicado, deben generar un reporte periódico sobre su cartera y sus transacciones comerciales, por ello dejan un registro de la cual se estudiará el comportamiento de la demanda de los principales fondos de deuda pública venezolana. Dependiendo del portafolio, los fondos diversifican el riesgo invirtiendo en distintos sectores, países e industrias. A continuación se explicará el perfil de inversión que caracteriza a cada fondo en estudio, descrito en el prospecto de cada uno de ellos.

Los 10 fondos principales en estudio explican el 55% del comportamiento del total de los fondos institucionales tenedores de bonos de deuda

venezolana; recordando lo representado en el gráfico 5, los fondos institucionales son tenedores del 20% del total de la deuda pública. El objetivo es analizar la estructura de inversión de cada uno.

2.5.1. Blackrock

Blackrock es una firma de inversiones de largo plazo que posee un total de 3.075 fondos, compuesto por 2.439 (79%) fondos mutuales y por 636 iShares ETF (21%). Está conformada por 135 grupos de inversión que están distribuidos en 30 países; ofrecen inversiones de renta fija y variable. Los distintos grupos de inversión tenedores de deuda venezolana se presentan a continuación:

2.5.1.1. Blackrock Asset Management Ireland LTD. Fue fundada en 1.995 y su oficina principal se encuentra en Dublin, Irlanda. Su capital es de 118.078.000 euros y manejan 34 fondos de inversión de los cuales 3 tienen deuda venezolana. Los fondos que tienen deuda venezolana son los siguientes:

2.5.1.1.1. Ishare JP Morgan USD Emerging Market Bond UCITS¹⁰

ETF DIST. Es un fondo cotizado (ETF) que utiliza como medida el

¹⁰ *Collective Investment in Transferable Securities* se refiere a las condiciones que debe poseer un fondo domiciliado en un estado miembro de la Unión Europea para que e pueda ser distribuido en todos los otros países miembros.

rendimiento del índice JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Core. Ofrece exposición en bonos soberanos y cuasi-soberanos denominados en dólares estadounidenses de países de mercados emergentes. Sólo se incluyen en el índice bonos con un periodo de vencimiento restante mínimo de dos años y un importe mínimo pendiente de \$1 billón.

2.5.1.1.2 Ishare JP Morgan USD Emerging Market bond Euro Hedged¹¹ UCITS ETF. Es un fondo que cotiza en bolsa (ETF) que utiliza como medida el rendimiento del índice JP Morgan EMBI Global Core Index hedged to Euro tan cerca como sea posible. Está protegido con una cobertura para disminuir el impacto de las variaciones entre el valor de la moneda de la inversión y la moneda base del fondo.

2.5.1.2 Blackrock Group Limited. Fue registrado el 28 de marzo de 1.969 y su oficina principal se encuentra en Londres, Inglaterra. De los fondos que administran, los siguientes tienen deuda venezolana:

¹¹ *HEDGE* se refiere a una cobertura que actúa como un límite o restricción; está diseñada para limitar o disminuir los riesgos relacionados con los movimientos de los precios. También se conoce como seguro de riesgo.

2.5.1.2.1 Blackrock Global Emerging Market Bond. Este fondo busca maximizar el retorno invirtiendo al menos el 70% de su capital total en valores transferibles de renta fija de gobiernos y en compañías domiciliadas en mercados emergentes. Utiliza como medida de rendimiento el índice JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global.

2.5.1.2.2 Blackrock Global Index Emerging Markets Government Bond. Este fondo busca imitar, igualar y mejorar el comportamiento del índice del fondo de J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. El fondo invierte en bonos denominados en dólares y emitidos por gobiernos y agencias 100% garantizadas o de mercados emergentes.

2.5.1.3 Blackrock Fund Advisors. Su oficina principal se encuentra en San Francisco, Estados Unidos. Tienen un capital aproximado de \$1.097 billones y manejan 90 fondos de inversión de los cuales 4 contienen deuda venezolana:

2.5.1.3.1. Ishare¹² JP Morgan USD Emerging Market Bond ETF. Utiliza como referencia el resultado de las inversiones realizadas por JP Morgan EMBI Global Core Index compuesto por bonos de mercados

¹²Un Ishare tiene el mismo comportamiento de un ETF

emergentes denominados en dólares. El fondo generalmente invierte al menos 90% de su capital en títulos que componen el índice mencionado y pueden invertir hasta 10% de su capital en futuros, opcionales y swaps. Es un fondo no diversificado.

2.5.1.3.2 Ishare Emerging Markets High Yield Bond ETF. Busca replicar los resultados de inversión de un índice compuesto por bonos de alto rendimiento soberano y corporativo de mercados emergentes, denominados en dólares de EE.UU.

2.5.1.3.3 Ishare core 1-5 year USD Bond ETF. Busca replicar los resultados de inversión de Bloomberg Barclays U.S. Universal 1-5 Year Index, el cual mide el comportamiento de bonos denominados en dólares de Estados Unidos que sean calificados de alto rendimiento con un rango de madurez entre 1 y 5 años. El fondo invierte al menos 90% de su capital en componentes del índice y hasta un 10% de su capital en algunos futuros, y swap como también en títulos que no estén incluidos en el índice

2.5.1.3.4 Ishare Core Total USD Market ETF. Busca replicar los resultados de inversión de Bloomberg Barclays U.S. Universal Index. El fondo invierte al menos 90% de su capital en componentes del índice

y hasta un 10% de su capital en algunos futuros, y swap como también en títulos que no estén incluidos en el índice. Mide el comportamiento de bonos denominados en dólares de Estados Unidos que sean calificados de alto rendimiento

2.5.1.4 Blackrock Advisors LLC. Fue fundada en 1.994 y su oficina principal se encuentra en Wilmington, Delaware (EEUU). Manejan aproximadamente \$544.848.892,96 (para el 31 de marzo del 2.017) en activos distribuidos en 314 cuentas. Están dirigidos en su mayoría a clientes corporativos y está dentro de las primeras 20 firmas de inversión dentro de Estados Unidos. De los fondos que maneja el siguiente tiene deuda venezolana:

2.5.1.4.1 Blackrock Emerging Markets Flex Dynamic Bond Portfolio. Invierte principalmente en valores de renta fija y derivados de cualquier madurez que sean emitidos por mercados emergentes sin preferencia alguna de la divisa. Incluye pero no se limita a los países de mercados emergentes incluidos en el índice de JP Morgan GBI-EM Global Diversified.

2.5.2 T Rowe Price

T Rowe Price es una firma de manejo de activos enfocada en el manejo de inversiones globales. Fue fundada en 1.937 por Thomas Rowe Price hijo y su primera oficina fue en Baltimore, Maryland (Estados Unidos) y actualmente tienen clientes de 46 países. Sus activos tienen una valoración total de \$ 903.6 miles de millones y más de 6.600 asociados que están distribuidos en 16 países. Los distintos tenedores de deuda venezolana se presentan a continuación:

2.5.2.1. T Rowe Associates

2.5.2.1.1 T Rowe Price Emerging Market bond fund: El objetivo del fondo es obtener altos rendimientos y la apreciación del capital. La estrategia de inversión es invertir al menos el 80% de los activos netos en papeles de deuda de gobiernos o corporaciones de países emergentes. Puede invertir en bonos con calificaciones bajas incluyendo a aquellos en *default*

2.5.2.1.2 T Rowe Price Institutional Emerging Market: El fondo normalmente invierte el 80% hasta el 100% de sus activos netos, incluyendo préstamos, en papeles de deuda en gobiernos de economías emergentes o compañías ubicadas dentro de esos países. Las tenencias del fondo pueden estar denominadas en dólares o en otras monedas, incluyendo las divisas de estos países.

2.5.2.1.3 T Rowe Price Global Multi Sector Bond Fund: El objetivo del fondo es proveer altos ingresos con el potencial de apreciación del capital. Busca diversificar su capital en activos alrededor del mundo; diversifica invirtiendo en deuda dentro y fuera de Estados Unidos incluyendo bonos gubernamentales y corporativos, hipotecas y acciones preferenciales. El fondo puede invertir hasta el 65% de sus activos en inversiones sin calificación *high yield* y hasta 50% en securities que estén en denominaciones distintas al dólar, incluyendo en mercados emergentes.

2.5.2.1.4 T.Rowe Price Institutional Global Multi Sector Bond: La principal estrategia de inversión del fondo es invertir por lo menos el 80% de sus activos netos, incluyendo préstamos en bonos. El fondo puede cambiar sus inversiones entre diversos sectores basado en las con-

diciones del mercados; los sectores son los siguientes: Gobiernos extranjeros y Estados Unidos, bonos corporativos emitidos por Estados Unidos y otros países, papeles de deuda denominados en dólares o en otras monedas, préstamos bancarios y acciones preferenciales

2.5.2.2 T Rowe Price Luxemburgo MGT. Su oficina principal se encuentra en Luxemburgo; cuenta con un patrimonio de 9.502 M de euros y manejan 37 fondos de los cuales 2 poseen deuda venezolana

2.5.2.2.1 T Rowe Price SICAV¹³ Emerging Markets Bond: El objetivo del fondo es maximizar la rentabilidad total invirtiendo, principalmente, en una cartera de bonos corporativos diversificada denominada en euros. Las inversiones podrán incluir acciones preferentes y otros valores mobiliarios de renta fija, incluidos aquellos emitidos por los gobiernos de los países de la Eurozona. El Fondo podrá mantener una exposición limitada a valores denominados en otras divisas europeas.

¹³ SICAV responde a las siglas de sociedad de inversión de capital variable y es una forma de inversión colectiva. Es bastante común en Europa Occidental, especialmente en Luxemburgo, Suiza, Italia, España, Francia, Reino Unido, Bélgica, República Checa.

2.5.2.2.2 T Rowe Price Fund SICAV Global Multisector Bond: El objetivo del fondo es proveer altos ingresos con el potencial de apreciación del capital. Busca diversificar su capital en activos alrededor del mundo; diversifica invirtiendo en deuda dentro y fuera de Estados Unidos incluyendo bonos gubernamentales y corporativos, hipotecas y acciones preferenciales. El fondo puede invertir hasta el 65% de sus activos en inversiones sin calificación *high yield* y hasta 50% en securities que estén en denominaciones distintas al dólar, incluyendo en mercados emergentes.

2.5.3 Ashmore Group PLC

Ashmore Group es una firma financiera de manejo de activos enfocada principalmente en mercados emergentes. Fue fundada en 1.992 en Inglaterra y actualmente cuenta con 13 filiales ubicadas en 10 países; su oficina principal se encuentra en Londres. Para Junio 2.016, en su último reporte anual, tenían un monto total de \$52.6 miles de millones bajo su administración. Ashmore maneja aproximadamente 52 fondos de los cuales 7 tienen papeles de deuda venezolana distribuidos en 3 países: Luxemburgo, Inglaterra y Estados Unidos, presentados a continuación.

2.5.3.1 Luxemburgo

2.5.3.1.1 Ashmore SICAV Emerging Markets Debt Fund. Este fondo invierte en títulos de deuda de mercados emergentes (bonos soberanos, cuasi-soberanos y corporaciones de los sectores público y privado) denominados en dólares, euros, franco suizos y otras monedas principales

2.5.3.1.2 Ashmore SICAV Emerging Markets Total Return Fund. El fondo busca maximizar el retorno total invirtiendo en instrumentos de deuda soberana, cuasi soberana y corporativa. Puede estar denominado en cualquier moneda, incluyendo la moneda local del emisor.

2.5.3.1.3 Ashmore SICAV Emerging Markets Multi Asset Fund. El objetivo del Fondo es acceder a los rendimientos disponibles de los valores transferibles de los mercados emergentes. El Fondo invierte principalmente en derivados financieros y valores transferibles.

2.5.3.1.4 Ashmore SICAV Emerging Markets Sovereign Debt Fund. El Fondo busca principalmente acceder a los rendimientos disponi-

bles de los títulos de deuda transferibles soberanos y otros instrumentos soberanos y cuasi soberanos denominados en dólares estadounidenses y otras monedas importantes, también podrá invertir en instrumentos financieros derivados

2.5.3.2 Inglaterra

2.5.3.2.1 Ashmore SICAV Emerging Markets Total Return Fund UCITS ETF. Es un fondo cotizable. Las inversiones se realizan principalmente en bonos soberanos, cuasi soberanos y corporativos denominados en monedas locales, así como en deuda denominada en dólares estadounidenses.

2.5.3.3 Estados Unidos

2.5.3.3.1 Ashmore Emerging Markets Total Return Fund. Tiene como objetivo maximizar la diversificación del portafolio en títulos de renta fija de mercados emergentes. Las inversiones son únicamente

en bonos soberanos, cuasi soberanos y corporativos, incluyendo bonos denominados en dólares y monedas locales de mercados emergentes.

2.5.3.3.2 Ashmore Emerging Markets sovereign debt funds. Este fondo invierte normalmente en instrumentos emitidos por mercados emergentes, soberanos y cuasi soberanos denominados en dólares. Los activos se cotizan calculando los spread con los bonos del Tesoro de los Estados Unidos por lo que cualquier volatilidad en el mercado de Estados Unidos va a tener un impacto en la deuda externa soberana. En el reporte anual del año 2.012 exponen que Venezuela tuvo el mejor comportamiento en el periodo.

2.5.4 Fidelity Management and Research

Fidelity es una firma primordialmente de gestión de activos, fondos de inversiones fondos de pensiones que fue fundada en 1.946 en Estados Unidos. Provee sus servicios principalmente a compañías de inversiones también atiende a vehículos de inversiones agrupados y otros asesores de inversiones. La firma gestiona fondos de renta variable, renta fija y fondos mutuales. Actualmente su oficina principal se encuentra en Boston, tienen 10 sucursales

dentro de Estados Unidos y 190 centros de inversión. Cuenta con aproximadamente 40.000 asociados alrededor del mundo

2.5.4.1 Fidelity New Income Markets Fund. El objetivo principal de este fondo es promover altos retornos y apreciación del capital. Normalmente invierte por lo menos el 80% de sus activos en valores y otros instrumentos relacionados con mercados emergentes. También pueden invertir en valores de mercados no calificados como emergentes.

2.5.4.2 Fidelity Advisors Emerging Markets Income Fund. El objetivo principal de este fondo es promover altos retornos y apreciación del capital. Normalmente invierte por lo menos el 80% de sus activos en valores y otros instrumentos relacionados con mercados emergentes. También pueden invertir en valores de mercados no calificados como emergentes.

2.5.4.3 Fidelity Total Emerging Markets fund. Invierte al menos el 80% de los activos del fondo en emisiones de mercados emergentes y en otras inversiones que están ligadas económicamente a los mercados emergentes. Normalmente, invertirá aproximadamente el 60% de los activos en acciones y otros valores de renta variable y el

resto en bonos y otros valores de deuda, incluidos los valores de deuda de calidad inferior.

2.5.6 Goldman Sachs Group INC

Goldman Sachs es uno de los grupos de banca de inversión y valores más grandes del mundo. Fue fundada en 1.869 y su oficina principal se encuentra en Nueva York, Estados Unidos. Actualmente tienen 42 oficinas ubicadas en 22 países y cuenta con 28 filiales. Goldman Sachs maneja 82 fondos mutuales de los cuales 14 tienen deudas venezolanas

2.5.6.1. Goldman Sachs Asset Management: Es una empresa perteneciente a Goldman Sachs Group INC que tiene como función principal administrar inversiones; fundada en 1.989

2.5.6.1.1 Goldman Sachs Emerging Market Debt Portafolio. Fondo dirigido a inversores que buscan un elevado nivel de rentabilidad total, que consiste en rendimientos y revalorización del capital, mediante valores de renta fija para emisores bursátiles emergentes.

2.5.6.1.2 Goldman Sachs Strategy Income Fund. El fondo busca rendimientos compuestos por concepto de ingreso y de apreciación

del capital. El fondo invierte en una cartera diversificada de inversiones de renta fija de Estados Unidos y del exterior, incluyendo pero no limitado a: títulos del gobierno de los Estados Unidos, de agencia, de deudas corporativas y municipales.

2.5.6.1.3 Goldman Sachs Global Strategy Income Fund Portfolio. El fondo tiene como objetivo alcanzar atractivos rendimientos totales invirtiendo principalmente en monedas, títulos que cotizan en bolsa e instrumentos financieros derivados, principalmente en los de renta fija global.

2.5.6.1.4 Goldman Sachs Emerging Market Debt Fund. Dirigido a inversores que buscan un elevado nivel de rentabilidad total, que consiste en rendimientos y revalorización del capital, mediante valores de renta fija para emisores bursátiles emergentes.

2.5.6.1.5 Goldman Sachs Emerging Market Debt Local Portfolio. El fondo invierte principalmente en valores emitidos por países emergentes, generalmente denominados en la moneda del país emisor.

2.5.6.1.6 Goldman Sachs Emerging Markets Corp Bond Portfolio. El fondo invierte principalmente en valores emitidos por corporaciones pertenecientes a mercados emergentes.

2.5.6.1.7 Goldman Sachs Strategic Absolute Return Bond I Portfolio. Está dirigido a inversores que buscan apreciación del capital a largo invirtiendo principalmente en retornos absolutos a través de bonos estratégicos

2.5.6.1.8 Goldman Sachs Emerging Market Debt Blend Portfolio. El fondo invierte sus activos principalmente en emisiones de mercados emergentes, emitidas tanto por el gobierno como por corporaciones. Las emisiones pueden estar denominadas en dólares o en la moneda local del emisor.

2.5.6.1.9 Goldman Sachs Local Emerging Market Debt Fund. Dirigido a inversores que buscan un elevado nivel de rentabilidad total, mediante valores de renta fija emitidos por mercados emergentes.

2.5.6.1.10 Goldman Sachs Strategic Absolute Return Bond II Portfolio. El fondo está dirigido a inversiones globales alterando la exposición sujeto al rango de intereses, monedas y el mercado crediticio.

Busca generar retornos a través de distintas condiciones de mercado con estrategias más riesgosas que las utilizadas en el portafolio de Goldman Sachs Strategic Absolute Return Bond I Portafolio.

2.5.6.1.11 Goldman Sachs Sterling Credit Portfolio. Invierte sus activos principalmente en títulos de inversión denominados en Libras Esterlinas.

2.5.6.1.12 Goldman Sachs Dynamic Emerging Market Debt Fund. El Fondo es una sociedad de inversión de gestión abierta, no diversificada. Invierte , al menos el 80% de sus activos netos más prestamos en valores de deuda soberanos, corporativos y otros instrumentos incluyendo en las monedas de dichos países de mercados emergentes, que pueden estar representadas por forwards y otros derivados que pueden tener exposición a tipos de interés. La deuda soberana también puede incluir valores nominales y reales vinculados a la inflación.

2.5.6.1.13 Goldman Sachs Sterling Broad Fix Inc Plus PT. El fondo se dirige a los inversores que buscan un alto nivel de rendimiento consistente en ingresos y una apreciación del capital invirtiendo en valores con tasas de interés fijas, variables o flotantes.

2.5.6.1.14 Goldman Sachs Global Fix INC Plus Portfolio Hedged. El portafolio tiene como objetivo proporcionar ingresos y crecimiento de capital a largo plazo. La Cartera invierte principalmente en renta fija de cualquier tipo de emisor en cualquier parte del mundo.

2.5.7 Allianz SE

Grupo Allianz es una multinacional alemana de servicios financieros con sede en Múnich. Es uno de los grupos aseguradores y proveedores de servicios financieros más importantes del mundo. Fue fundado en 1.890, actualmente el grupo está presente en más de 70 países y poseen más de 210 filiales, de las cuales las tenedoras de deuda venezolana se presentan a continuación:

2.5.7.1. Allianz Global Investment of America LP. Es una de las más grandes empresas de inversiones dentro de Estados Unidos con más de \$370 millardos en capital bajo manejo, según reporte del 2.016. Es una de las principales filiales de Allianz SE, y ofrece servicios de inversiones y administración de carteras.

2.5.7.1.1 Allianz Allianz Inv Macquarie MS BD Emerging Market I. Este fondo invierte predominantemente en títulos públicos a nivel

internacional y principalmente de mercados emergentes. Invierte generalmente en bonos denominados en dólares.

2.5.8 Grantham Mayo

Granthman (GMO) es una firma de asesorías de inversiones ubicada en Boston, Massachussetts. La firma administra 100 cuentas en total con un estimado de \$ 74 millardos en activos bajo gestión

2.5.8.1 Grantham Mayo Van Otterloo & CO. Es un patrocinador privado de fondos de cobertura. La firma presta sus servicios a personas con alto patrimonio, compañías de inversión, vehículos de inversión agrupados, planes de pensiones y participación en las utilidades, organizaciones caritativas, corporaciones, entidades gubernamentales estatales o municipales y otros asesores de inversiones. Gestiona acciones separadas centradas en el cliente de renta fija, renta variable, fondos mutuos equilibrados y fondos de cobertura para sus clientes. Invierte en los mercados de valores gubernamentales y de renta fija en todo el mundo, también invierte en materias primas y mercados de divisas.

2.5.8.1.1. GMO Emerging Country Debt Fund. El Fondo adopta una estrategia de invertir fundamentalmente en valores de deuda de mercados emergentes

2.5.9 Pictet & CIE

El Grupo Pictet fue fundado en Ginebra en 1.805. Es un banco privado especializado en la gestión de activos y patrimonios para clientes particulares e instituciones financieras al rededor del mundo. Es, actualmente, uno de los bancos privados líderes de Suiza y uno de los principales gestores de activos y patrimonios independientes en Europa.

2.5.9.1. Pictet Asset Management LTD. Es una gestora de activos independiente, con más de USD 165 millones de activos bajo gestión de clientes invertidos en un conjunto de estrategias de renta variable, renta fija, alternativos y multi activos. Cuenta con 17 oficinas al rededor del mundo.

2.5.9.1.1 Pictet Emerging Sovereign Bond Fund Mother Fund. El objetivo del fondo es generar ingresos y crecimiento de capital invirtiendo su cartera en bonos e instrumentos del mercado monetario de países emergentes. Al menos dos tercios se invierten en bonos y otros instrumentos de deuda emitidos o garantizados por gobiernos nacionales o locales de países emergentes y / u otros emisores domiciliados en países emergentes.

2.5.9.1.2 Pictet Global Emerging Debt. El objetivo del fondo es buscar ingresos y crecimiento de capital invirtiendo su cartera en bonos e instrumentos del mercado monetario de países emergentes. Al menos dos tercios se invierten en bonos y otros instrumentos de deuda emitidos o garantizados por gobiernos nacionales o locales de países emergentes y / u otros emisores domiciliados en países emergentes

2.5.10 Sunlife Financial INC

Sunlife Financial INC es una empresa de servicios financieros conocida principalmente como una compañía prestadora de seguros de vida, de las cuales es una de las más grandes en el mundo. Su sede principal se encuentra en Canadá y fue fundada en 1.865. Actualmente SunLife maneja sobre CAD \$891 millardos en activos operando en varios países. Está clasificada con el número 277 en la lista del 2.016 de Global 2000. Tiene alrededor de 34 filiales de las cuales 2 poseen deuda venezolana.

2.5.10.1. Massachusetts Financial Service. Es un fondo de inversión global con sede en Boston y conocido anteriormente como Massachusetts Financial Ser-

vices (MSF). Fundado en 1.924, MFS es una de las compañías de administración y gestión de activos más antiguas del mundo y ha sido pionera en los llamados fondos mutuales. Actualmente, MFS tiene un volumen de activos bajo administración de \$ 413.200 millones de dólares, según reporte del año 2.016.

2.5.10.1.1 MFS Emerging Markets Debt Fund. Este fondo busca altos retornos con énfasis en altos ingresos, pero también considerando la apreciación del capital

2.5.10.1.2 MFS Emerging Markets Debt LLC. Este fondo busca altos retornos con énfasis en altos ingresos, pero también considerando la apreciación del capital. Invierte al menos el 80% de sus activos en instrumentos de deuda de emisores relacionados con mercados emergentes.

2.5.10.1.3 MFS Meridian Funds Emerging Markets Debt Fund. El objetivo del fondo es maximizar sus retornos medidos en USD. Invierte al menos el 70% de sus activos principalmente en instrumentos de deuda de mercados emergentes. Generalmente centra sus inversiones en instrumentos denominados en USD pero también puede invertir en emisiones denominadas en monedas locales.

Capítulo III

Marco Metodológico

El marco metodológico define la clase de métodos que se eligen para realizar una investigación, determina los resultados que se pueden obtener así como alcance, exactitud, profundidad. Una vez planteado el problema de investigación es necesario delimitar hasta dónde (el nivel) se desea llevar la investigación y cuáles resultados que se espera obtener. Fideas Arias, expone en el Proyecto de Investigación (2006) que pueden definirse de acuerdo con su nivel y su diseño. En el capítulo a continuación se utilizarán estos dos criterios; se definirá el tipo y diseño de la investigación, la población, la muestra y las variables utilizadas.

3.1. Tipo de investigación

La presente investigación es de naturaleza exploratoria, ya que no existen estudios previos que analicen el comportamiento de los demandantes de deuda Venezolana y analice el comportamiento de sus principales fondos institucionales tenedores. A lo largo de la investigación se va a describir los resultados que fueron observados con respecto al comportamiento de posicionamiento en el periodo del 2.012 al 2.016 por lo que la investigación también es de naturaleza explicativa; por último, con los datos recopilados se explicará

el porqué de los resultados obtenidos a través del uso de estadística descriptiva; buscando la causa y el efecto del comportamiento.

3.2 Diseño de la Investigación

Sobre el diseño de investigación Fidias Arias define el diseño de la investigación de acuerdo a su propósito. En el presente trabajo el propósito principal es determinar el comportamiento de los principales demandantes de deuda venezolana, cómo ha variado en el periodo en estudio y cuál ha sido el rendimiento obtenido; estos propósitos se adecuan con una investigación de tipo documental y de campo.

. Para entender los objetivos de cada uno de los fondos de inversión bajo estudio, se necesitó leer el prospecto de cada uno de ellos. Este documento representa la descripción de sus características principales, en qué áreas invierten, que objetivos persiguen y cuáles son los costos asociados. Además, fue necesario el uso de diversos estudios y análisis sobre el comportamiento de los mercados emergentes y la participación de Venezuela dentro de estos, analizar el histórico del comportamiento del riesgo, rendimientos y crecimiento de la economía de países clasificados como emergentes para poder crear una referencia para evaluar el caso de Venezuela.

La investigación de tipo campo, constituye un proceso sistemático de recolección, tratamiento, análisis y presentación de datos, basados en una estrategia de recolección directamente de las fuentes sobre las variables necesarias para la investigación. Para medir el comportamiento de los fondos en estudio se necesitó recolectar una serie histórica de las variables en estudio para luego observar el comportamiento y medir a través de resultados estadísticos para poder llegar a un resultado final.

3.3 Variables en Estudio

Las variables en estudio son cualidades que pueden cambiar y que su variación es medible para así arrojar una conclusión de acuerdo a los objetivos planteados en la investigación. Las variables son las propiedades que se van a tomar en cuenta para la recolección de los datos para luego analizar, precisamente, su variabilidad.

El objetivo general planteado es evaluar los cambios en la estructura y en el comportamiento de la demanda de bonos de Venezuela de los 10 principales fondos de inversión, para lograr este objetivo se estudiarán los volúmenes de compra y venta en el periodo seleccionado, así como el rendimiento y

precio. Adicionalmente para medir los cambios en la estructura de los tenedores institucionales se compararán los principales tenedores en el período y su comportamiento. Las variables en estudio son presentadas en la tabla 9 a continuación.

Tabla 8: Variables en estudio

Variable Dependiente	Variable Independiente	Relación
Cambios en la estructura y el comportamiento de la demanda de bonos	Rendimiento	A mayor rendimiento, los inversionistas podrían aumentar la demanda de títulos de deuda
	Volumen	Mayor Volumen representa mayor liquidez por lo que podría aumentar la demanda
	Precio	Cómo la variación del precio del título influye en su demanda
Cambios en la estructura de tenedores institucionales	Variaciones en la tenencia	Medir las variaciones en la tenencia de deuda venezolana
	Rendimiento	Dentro de cada fondo qué porcentaje de rendimiento proporciona la tenencia de deuda venezolana.

3.3 Población y Muestra

La población es definida como el universo que es afectado por la problemática estudiada. El universo que representa a la población en la presente investigación es el total de tenedores institucionales de deuda pública venezolana, todos aquellos que representan el 100% del 20% de las tenencias.

Por su parte la muestra, es definida como una selección representativa del universo en estudio; ésta se considera representativa cuando equivale entre el 20% ó el 30% de la población. En la presente investigación la muestra utilizada está representada en la tabla 1. Del universo escogido para análisis se extrajo un grupo de 10 tenedores institucionales, con mayor tenencia de deuda venezolana. En la tabla 1 se puede observar que la muestra escogida representa el 54% de la población; entonces se puede inferir que los resultados obtenidos van a ser bastante representativos para sobre la población total.

Capítulo IV

Demanda de bonos venezolanos

En el siguiente capítulo se analiza cambios en el comportamiento de la demanda analizando el volumen, el rendimiento y el precio de los bonos venezolanos entre el año 2.012 y el año 2.016

4.1 Nota metodológica

Para evaluar cambios en la estructura de la demanda de bonos, se evaluarán las series de rendimiento, precio y volumen con respecto a cada año dentro del período (análisis vertical) y respecto a cada variable (análisis horizontal) con relación a sus valores estadísticos.

4.2 Definición de las variables

- **Índice de rendimiento:** Para estudiar el rendimiento generado por los bonos venezolanos se utilizó el índice de rendimiento CEFÉ, el cual es una suma ponderada del rendimiento de cada bono en análisis. Es un indicador que muestra a qué precio se podría ejecutar una orden de compra o venta de títulos de deuda venezolana durante las horas de

negociación. Los precios se actualizan a medida que cambian los niveles de los *dealers*. Se toman los precios al cerrar los mercados.

- **Indice de precios:** Para estudiar el precio se tomó el índice de precios CEFE de los bonos emitidos por Venezuela y Pdvsa, el cual es obtenido mediante la técnica multivariante de Análisis de Componentes Principales (ACP) para el caso de la matriz de correlaciones. Para su cálculo se utilizó un promedio de las variaciones de los precios diarios de los bonos emitidos por Venezuela y Pdvsa ponderado por el *outstanding* de cada emisión, estos precios se toman al cierre de los mercados.
- **Volumen:** Es el monto transado de valor nominal de títulos de deuda de Venezuela y Pdvsa negociados en dólares en el mercado *Over the Counter* estadounidense y europeo, toma el monto diario al cerrar los mercados.

4.3 Analisis vertical

4.3.1 Rendimiento

- Contraste de hipótesis

Hipótesis nula: Igualdad de media e igualdad de varianzas

Ho: $Media_1 = Media_2 = Media_3 = Media_4 = Media_5$

Ho: $Varianza_1 = Varianza_2 = Varianza_3 = Varianza_4 = Varianza_5$

Hipótesis alternativa: Desigualdad de medias y de varianzas

Ho: Media1 ≠ Media2 ≠ Media3 ≠ Media4 ≠ Media5

Ho Varianza1 ≠ Varianza2 ≠ Varianza3 ≠ Varianza4 ≠ Varianza5

	Observaciones	Media	Std. Dev	Minimo	Máximo	95% intervalo de confianza	
Año 2.012	182	11.602	1.067	9.244	13.475	11.445	11.758
Año 2.013	250	10.476	1.671	8.279	15.134	10.268	106.847
Año 2.014	246	14.611	3.043	10.334	22.764	13.978	14.743
Año 2.015	237	30.425	3.437	20.88	37.794	29.985	30.865
Año 2.016	248	31.594	5.862	21.386	55.174	30.861	32.327

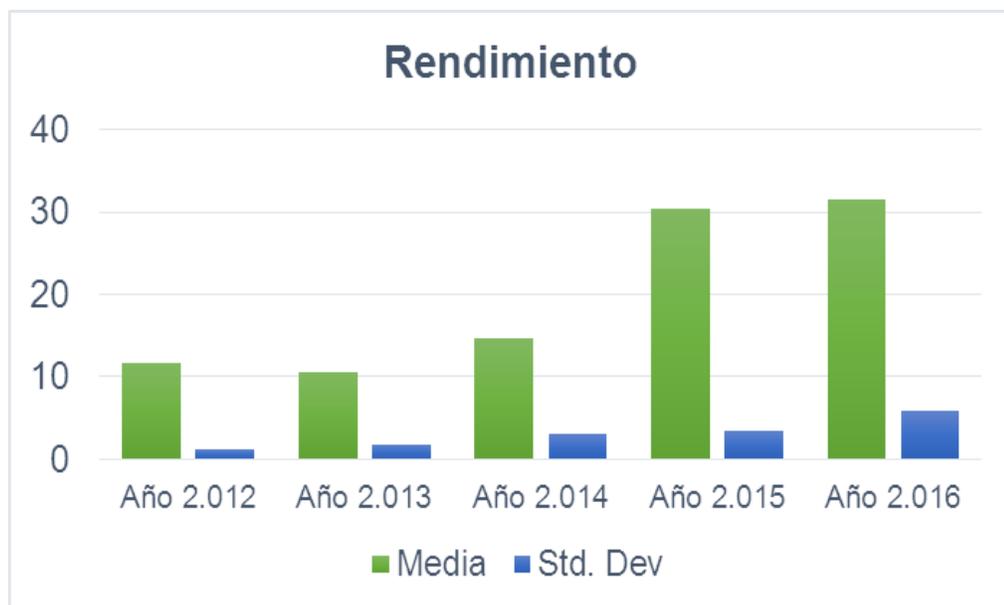
En el caso de la media se rechaza la hipótesis nula, las medias anuales del rendimiento en el período en estudio no son iguales. En el caso de la varianza se rechaza también la hipótesis nula; las varianzas anuales del rendimiento no son iguales en el período en estudio.

El año 2.012 tiene menos observaciones que los demás años; esto se debe a que no se pudo acceder a los datos del año, se tiene los datos correspondientes desde el mes de abril, esto influye significativamente en el resultado de los valores estadísticos. Sin embargo, la media aumenta en el período en estudio, el único año que no corresponde con el aumento es el 2.013 respecto al 2.012. El aumento de la media da indicios de que el rendimiento ha sido cada vez mayor. La desviación estándar es un estadístico que indica la volatilidad del rendimiento, mientras mayor sea el valor, mayor volatilidad implica.

En el periodo en análisis, a medida que aumenta el rendimiento también aumenta la desviación estándar lo que indica que hay mayor rendimiento pero con mayor volatilidad.

Los resultados obtenidos concuerdan con los valores de mínimos y máximos, ambos valores aumentan anualmente y el rango de separación entre el mínimo y el máximo también aumenta, correspondiendo a la volatilidad.

Gráfico 9: Histograma – Rendimiento. Medido en valor porcentual
Período 2.012 – 2.016



Creación propia

4.3.2 Volumen

- Contraste de hipótesis

Hipótesis nula: Igualdad de media e igualdad de varianzas

Ho: Media1 = Media 2 = Media3 = Media4 = Media5

Ho: Varianza1 = Varianza2 = Varianza3 = Varianza4 = Varianza5

Hipótesis alternativa: Desigualdad de medias y de varianzas

Ho: Media1 ≠ Media2 ≠ Media3 ≠ Media4 ≠ Media5

Ho Varianza1 ≠ Varianza2 ≠ Varianza3 ≠ Varianza4 ≠ Varianza5

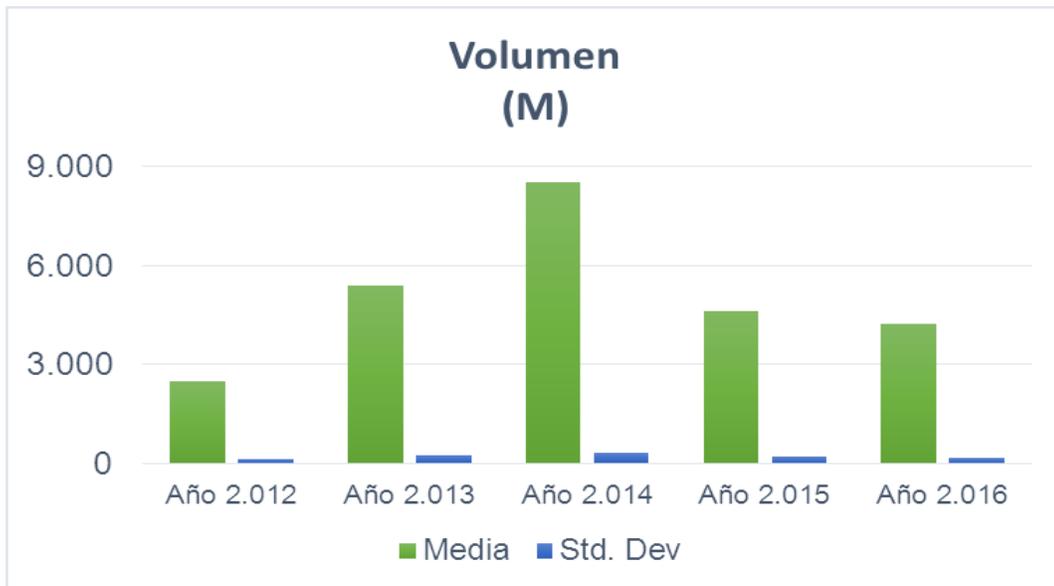
	Observacion	Media	Std. Dev	Minimo	Máximo	95% intervalo de confianza	
Año 2.012	182	2,512,276	138,658	1,870,599	15,800,000	2,238,682	2,785,870
Año 2.013	250	5,388,233	266,301	4,210,594	30,400,000	4,863,742	5,912,723
Año 2.014	246	8,525,876	334,954	5,253,541	30,000,000	7,866,720	9,785,632
Año 2.015	237	4,635,892	212,990	3,278,939	22,600,000	4,216,288	5,055,497
Año 2.016	248	4,218,137	182,598	2,875,553	16,300,000	3,858,490	4,577,784

En el caso de la media se rechaza la hipótesis nula, las medias anuales del volumen en el período en estudio no son iguales. En el caso de la varianza se rechaza también la hipótesis nula; las varianzas anuales del volumen no son iguales en el período en estudio.

Gráfico 10

: Histograma – Volumen. Medido en Millones de dólares

Período 2.012 – 2.016



Creación propia

El comportamiento de la media y la desviación estándar del volumen es evaluado en el gráfico 10. El volumen explica la liquidez de la deuda venezolana. El año que tiene la mayor media es en el 2.014; desde el año 2.012 al 2.014 la media del volumen aumenta para luego disminuir en el 2.015 y 2.016. La desviación estándar se comporta de la misma manera que la media; la volatilidad del volumen ha ido disminuyendo entre el 2.013 y 2014 sin llegar a los valores del año 2.012

4.3.3 Precio

- Contraste de hipótesis

Hipótesis nula: Igualdad de media e igualdad de varianzas

Ho: Media1 = Media 2 = Media3 = Media4 = Media5

Ho: Varianza1 = Varianza2 = Varianza3 = Varianza4 = Varianza5

Hipótesis alternativa: Desigualdad de medias y de varianzas

Ho: Media1 ≠ Media2 ≠ Media3 ≠ Media4 ≠ Media5

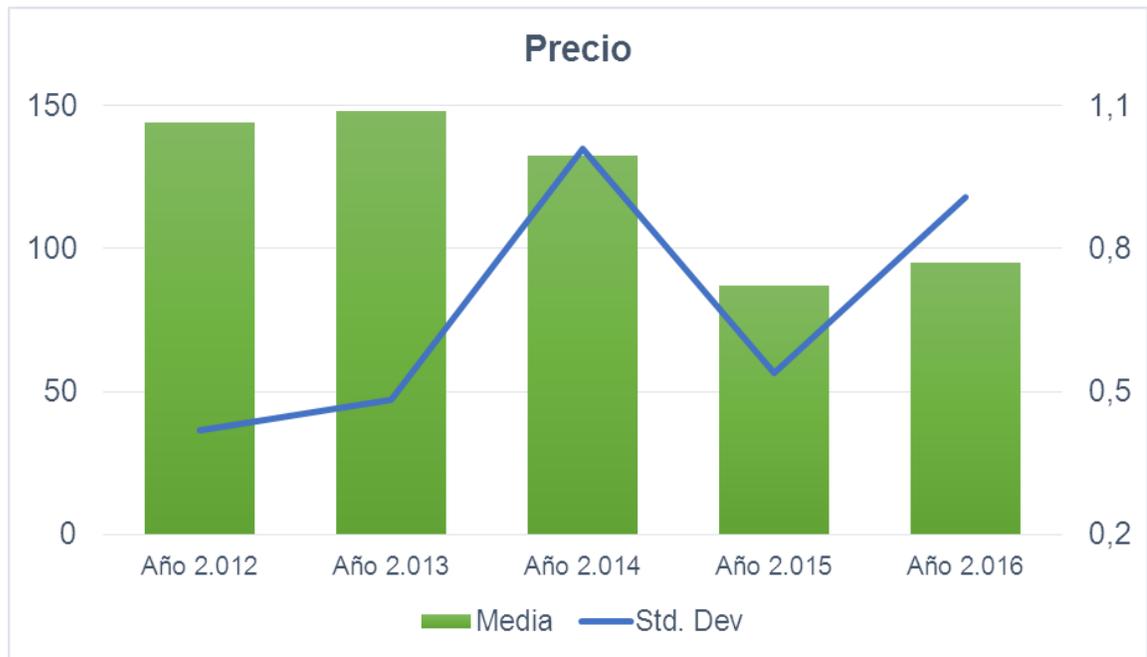
Ho Varianza1 ≠ Varianza2 ≠ Varianza3 ≠ Varianza4 ≠ Varianza5

	Observaciones	Media	Std. Dev	Minimo	Máximo	95% intervalo de confianza	
Año 2.012	182	143.904	0.418	133.448	156.799	143.078	144.729
Año 2.013	250	147.745	0.484	131.548	159.385	146.790	178.699
Año 2.014	246	132.464	1.010	72.579	151.210	130.474	134.454
Año 2.015	237	87.036	0.539	67.144	107.083	85.973	88.099
Año 2.016	248	94.680	0.909	60.006	121.271	92.889	96.471

En el caso de la media se rechaza la hipótesis nula, las medias anuales del precio en el período en estudio no son iguales. En el caso de la varianza se rechaza también la hipótesis nula; las varianzas anuales del precio no son iguales en el período en estudio.

Gráfico 11: Histograma – Precio. Medido en valor porcentual

Período 2.012 – 2.016



Creación Propia

El comportamiento de la media y la desviación estándar del precio se puede evaluar en el gráfico 11. El año con la media del precio más elevada es el 2.013, seguido por una disminución para el año 2.014 y 2.015 y por último un aumento para el año 2.016. La volatilidad (desviación estándar) se mantiene en niveles similares entre 2.012 y 2.013, aumenta en el 2.014 (cuando disminuye la media del precio) y luego vuelve a aumentar en el 2.016 cuando comienzan a aumentar a su vez la media de los precios.

El año 2.012 con un 95% de confianza los precios estaban entre 143 y 144 con un mínimo de 133, por lo que se puede concluir que para el 2.012 los precios estaban por encima de su valor facial (con prima). Para el 2.013 con un 95% de confianza los precios estaban entre 146 y 178 con valor mínimo de 131; al igual que el año 2.012 los precios continuaban por encima de su valor facial. El año 2.014 con un 95% los precios estaban entre 130 y 143 con su valor mínimo en 72; aunque el rango de la mayoría de los precios continúa por encima de su valor facial, se comenzaron a registrar valores a descuento. Los años 2.015 y 2.016 con un 95% de confianza los precios estaban entre 85 – 88 y 92 – 96 respectivamente; aunque se registran valores máximos por encima de 100, la mayoría de los datos registrados caracterizan los precios por estar a descuento.

4.4 Análisis Horizontal

Tabla 9: Análisis horizontal de las variables
volumen, precio y rendimiento

2.012			
	Observaciones	Media	Std. Dev
Volumen	182	2,512,276	138,658
Rendimiento	182	11.60	0.08
Precio	182	143.90	0.42
2.013			
	Observaciones	Media	Std. Dev
Volumen	250	5,388,233	266,301
Rendimiento	250	10.48	0.11
Precio	250	147.75	0.48
2.014			
	Observaciones	Media	Std. Dev
Volumen	246	8,525,876	334,954
Rendimiento	246	14.36	0.19
Precio	246	132.46	1.01
2.015			
	Observaciones	Media	Std. Dev
Volumen	237	4,635,892	212,990
Rendimiento	237	30.43	0.22
Precio	237	87.03	0.54
2.016			
	Observaciones	Media	Std. Dev
Volumen	248	4,218,137	182,598
Rendimiento	248	31.59	0.37
Precio	248	94.68	0.91

En la tabla 9 se comparan el comportamiento de la media y de la desviación estándar de las variables en estudio en cada año. Para el año 2.013, las medias del el volumen y el precio aumentaron con respecto al 2.012 y el rendimiento disminuyó; las volatilidades de las tres variables aumentaron. En el año 2.014, las medias del volumen y el rendimiento aumentan con respecto al 2.013 pero el precio promedio disminuye; sin embargo las volatilidades de las tres variables aumentan con respecto al 2.013.

La media del volumen y del precio para el año 2.015 disminuye con respecto al 2.014, mientras el rendimiento aumenta. Para el año 2.016 el volumen continuó disminuyendo, el precio aumentó y el rendimiento continuó aumentando.

4.4.1 Correlaciones

4.4.1.1 Año 2.012

Tabla 10: Correlación año 2.012

	Volumen	Rendimiento	Precio
Volumen	1		
Rendimiento	-0.5158	1	
Precio	0.5801	-0.9691	1

Para el año 2.012 el volumen con respecto al rendimiento tiene una correlación negativa, al aumentar el volumen afecta negativamente el rendimiento disminuyendo en aproximadamente 50%. El volumen con respecto al precio tiene una relación positiva, al aumentar el volumen aumenta el precio en aproximadamente 60%. El rendimiento tiene una relación negativa con el precio, al aumentar el rendimiento, disminuye el precio en aproximadamente 95%; esta relación es consecuente ya que el aumento del rendimiento corresponde con la disminución de los precios.

4.4.1.2 Año 2.013

Tabla 11: Correlación año 2.013

	Volumen	Rendimiento	Precio
Volumen	1		
Rendimiento	0.243	1	
Precio	-0.381	-0.874	1

Para el año 2.013 el volumen tiene una correlación positiva baja con respecto al rendimiento, al aumentar el volumen aumenta aproximadamente 24% el rendimiento; el volumen y el precio tienen una correlación negativa, al aumentar el volumen disminuye el precio. La correlación entre el rendimiento y el precio también es negativa, al aumentar el rendimiento, disminuye el precio en aproximadamente 87%

4.4.1.3 Año 2.014

Tabla 12: Correlación año 2.014

	Volumen	Rendimiento	Precio
Volumen	1		
Rendimiento	0.1825	1	
Precio	-0.2704	-0.878	1

El año 2.014 mostró una correlación parecida al año 2.013. El volumen tiene una correlación positiva con el rendimiento, considerablemente baja (18%) y negativa con respecto al precio (27%). El rendimiento por su parte, al igual que el año 2.013 presentó una correlación negativa con respecto al precio, al aumentar el rendimiento el precio disminuye en aproximadamente 87%

4.4.1.4 Año 2.015

Tabla 13: Correlación año 2.015

	Volumen	Rendimiento	Precio
Volumen	1		
Rendimiento	-0.0504	1	
Precio	0.1159	-0.2549	1

El año 2.014 tiene una correlación similar al año 2.012 con respecto a los signos de relación; el volumen está relacionado indirectamente con el rendimiento y directamente con el precio. Sin embargo, las relaciones son muy débiles, el volumen afecta en 5% al rendimiento y en 10% al precio. El rendimiento continúa teniendo una relación inversa con respecto al precio.

4.4.1.4 Año 2.016

Tabla 14: Correlación año 2.016

	Volumen	Rendimiento	Precio
Volumen	1		
Rendimiento	-0.1232	1	
Precio	-0.0264	-0.6931	1

Para el año 2.016 las correlaciones no son parecidas a los años anteriores. Los valores de correlación son bajos, al igual que el año 2.015. El volumen está relacionado negativamente con el rendimiento y el precio, al aumentar el volumen el rendimiento disminuye en un 12% y el precio disminuye en un 2%.

Capítulo V

Comportamiento de los fondos de inversión

En este capítulo se analizan las tenencias de los fondos en estudio y su comportamiento a lo largo del periodo 2.012 - 2.017. Se mostrará si existe un aumento, o por el contrario una disminución, de las tenencias como porcentaje del total de la cartera durante el período y el valor agregado que genera la deuda venezolana en el portafolio correspondiente

5.1 Recolección de datos

Los valores correspondientes a las tenencias de deuda venezolana por cada fondo fueron obtenidos a través de Bloomberg Finance LP, de acuerdo a la información suministrada por cada fondo diariamente. A su vez ésta información fue contrastada con el reporte financiero anual que genera cada uno de estos fondos.

La tenencia es estudiada con frecuencia anual; para el período 2.012 - 2.016 se tendrán 5 períodos comenzando el primer día hábil del año y culminando en el último día hábil del mismo año. La tenencia puede variar durante el año en curso, no necesariamente será la misma que reporta al cierre del año.

Para totalizar el rendimiento se hizo una suma por período de la tenencia porcentual de cada bono venezolano según el tiempo de tenencia. Para medir el rendimiento que genera la tenencia de deuda venezolana en cada fondo, se analizó el rendimiento generado (en cada período) de cada bono dentro del año ponderado por el porcentaje que representa dentro de la cartera.

5.2 Tenencia y rendimiento de cada fondo de inversión

5.2.1 Blackrock

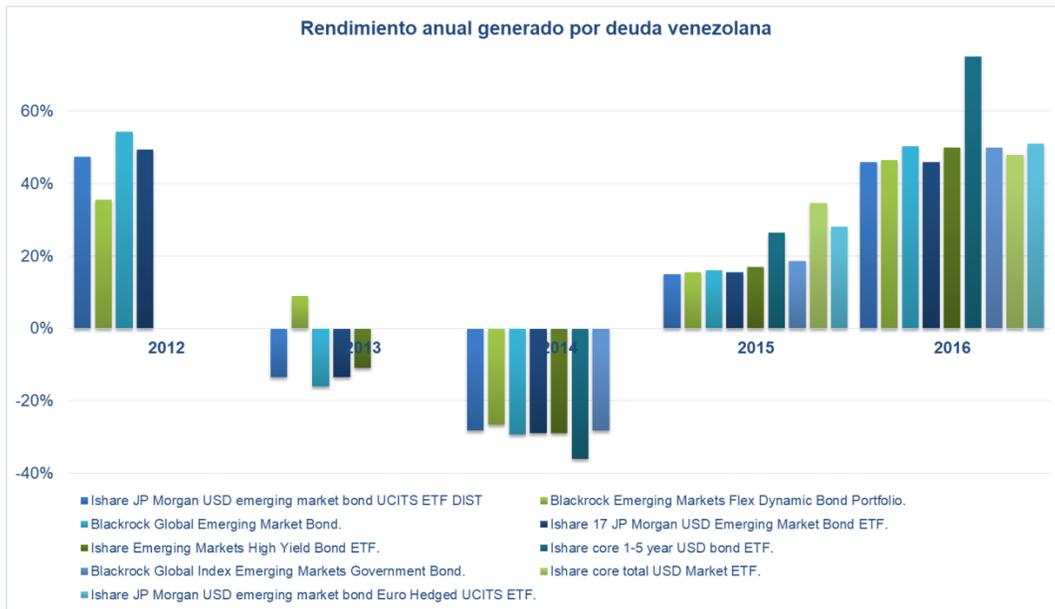
Los valores presentados en la tabla 15 corresponden al porcentaje de tenencia de deuda venezolana anual de cada fondo. N/A significa No Aplica, y la explicación es que el fondo no existía para el año en estudio. El comportamiento sigue el siguiente esquema: 3 de 5 fondos disminuyen el porcentaje de tenencia del año 2012 al año 2013; 5 de 6 fondos disminuyen el porcentaje de tenencia de deuda venezolana del año 2013 al año 2014; 6 de 7 fondos aumentan el porcentaje de tenencia del año 2014 al año 2015, adicionalmente en el 2015 comienza a operar un nuevo fondo con tenencia venezolana. Para el último periodo del año 2015 al año 2016, 8 de 9 fondos aumentan la tenencia de deuda venezolana

Tabla 15: Tenencia de deuda venezolana como porcentaje del fondo. Blackrock

Fondo	Porcentaje del portafolio de tenencia en deuda Venezolana				
	2012	2013	2014	2015	2016
Ishare JP Morgan USD emerging market bond UCITS ETF DIST	4.21	4.48	2.16	2.32	3.21
Ishare JP Morgan USD emerging market bond Euro Hedged UCITS ETF.	N/A	N/A	N/A	2.53	2.59
Blackrock Global Emerging Market Bond.	5.86	4.15	3.3	4.14	5.83
Blackrock Global Index Emerging Markets Government Bond.	N/A	4.093	1.93	2.085	2.262
Ishare JP Morgan USD Emerging Market Bond ETF.	3.66	4.47	2.372	2.39	4.97
Ishare Emerging Markets High Yield Bond ETF.	14.87	14.14	8.69	5.53	4.97
Ishare core 1-5 year USD bond ETF.	N/A	N/A	0.08	0.13	0.13
Ishare core total USD Market ETF.	N/A	N/A	0.19	0.09	0.22
Blackrock Emerging Markets Flex Dynamic Bond Portfolio.	8.01	4.39	5.74	6.78	8.7

El rendimiento anual que generó la deuda venezolana en cada fondo está representado en el gráfico 13. En los años 2.012, 2.015 y 2.016 el rendimiento generado supera el 15%. En los años 2.013 y 2.014 títulos de deuda venezolana generaron pérdidas aproximadamente entre -10% y -40%. Sin embargo, en la tabla 11 se resalta que, aún con los pérdidas obtenidas en los años 2.013 y 2.014, los fondos de inversión de Blackrock continuaron con inversiones en bonos venezolanos.

Gráfico 12.: Rendimiento porcentual generado por deuda venezolana. Blackrock
 Período: 2.012 – 2.016



Creación propia

5.2.2 T Rowe

La tenencia de deuda venezolana medida en valor porcentual de cada fondo de T Rowe se muestra en la tabla 16. Del 2.012 al 2.013, 2 de 3 fondos aumentaron el porcentaje de tenencia mientras que del 2.013 al 2.014 ambos fondos que aumentaron en el periodo pasado, disminuyeron el porcentaje de

tenencia. Del año 2.014 al año 2.015 fondos aumentan el porcentaje de tenencia y otros dos disminuyen; por último del 2.015 al 2.016, 3 fondos aumentan la tenencia y uno disminuye.

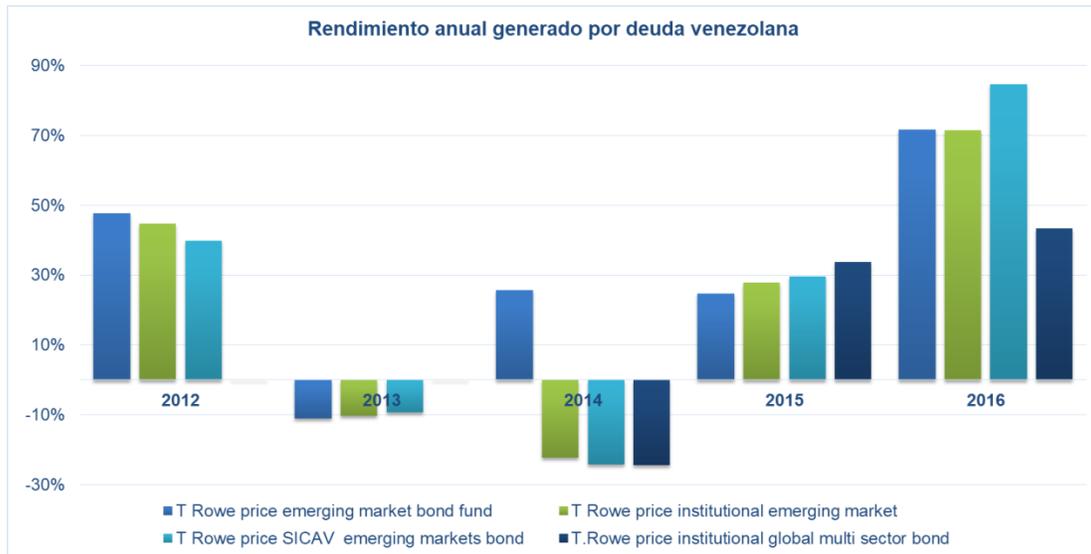
Tabla 16: Tenencia de deuda venezolana como porcentaje del fondo. T Rowe

Fondo	Porcentaje de tenencia de deuda venezolana				
	2012	2013	2014	2015	2016
T Rowe price emerging market bond fund	9,44%	9,89%	7,36%	4,98%	7,06%
T Rowe price institutional emerging market	4,41%	4,96%	4,14%	4,94%	6,85%
T Rowe price SICAV emerging markets bond	4,54%	3,90%	4,80%	17,40%	17,21%
T Rowe price institutional global multi sector bond	N/A	N/A	0,38%	0,18%	0,27%
T Rowe Price fund SICAV global multisector bond			N/A		

El rendimiento anual que generó la tenencia de deuda venezolana (tabla 12) es representado en el gráfico 13. Los papeles de deuda venezolana que tenían T Rowe Price Emerging Market Bond Fund, T Rowe Price Emerging Market Bond Fund y T Rowe Price Institutional Emerging Market en el 2.012 generaron entre el 30% y el 50%; aunque el rendimiento fue elevado en el 2.012 en la tabla 12 se puede ver que T Rowe Price Institutional Emerging Market disminuye su tenencia para el año 2.013. Los años 2.013 y 2.014 generaron rendimiento negativo para los fondos (entre 10% y -20%); sin embargo para el año 2.015, los fondos siguen manteniendo deuda venezolana en su portafolio y dos de los cuatro fondos aumentaron su tenencia. Los años 2.015 y 2.016 generaron rendimientos positivos entre el 20% y el 85%.

Gráfico 13: Rendimiento porcentual generado por deuda venezolana. T Rowe

Período: 2.012 – 2.016



Creación propia

5.2.3 Ashmore

Los resultados de la tabla 17 corresponden a los fondos pertenecientes a Ashmore, los resultados responden al siguiente comportamiento: el único fondo operativo para el año 2.012 es Ashmore SICAV Emerging Markets Debt Fund que disminuye el porcentaje de su portafolio de deuda venezolana para el año 2.013; para el período 2.013 – 2.014 2 de 3 fondos disminuyeron la tenencia, del 2.014 al 2.015 4 de 5 fondos al igual que del 2.015 al 2.016. Los últimos dos fondos comenzaron a operar en el año 2.017.

Tabla 17: Tenencia de deuda venezolana como porcentaje del fondo. Ashmore

Fondo	Porcentaje de tenencia de deuda venezolana				
	2012	2013	2014	2015	2016
Ashmore SICAV emerging markets debt fund.	6,15%	4,76%	3,43%	2,55%	12,66%
Ashmore SICAV emerging markets sovereign debt fund.	N/A	5,95%	3,53%	3,56%	12,15%
Ashmore emerging markets total return fund.	N/A	1,81%	3,43%	6,04%	5,18%
Ashmore SICAV emerging markets total return fund.	N/A	N/A	1,07%	1,16%	8,81%
Ashmore SICAV emerging markets total return fund UCITS ETF	N/A	N/A	N/A	N/A	5,20%
Ashmore emerging markets sovereign debt funds.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Ashmore SICAV emerging markets multi asset fund.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

El gráfico 14 muestra el rendimiento generado por la deuda venezolana en cada fondo de Ashmore. En el año 2.012 solo uno de los fondos en estudio estaba en operación y el rendimiento que le generó Venezuela estuvo cerca del 45%, sin embargo para el año 2.013 (tabla 14) disminuye el porcentaje de tenencia de deuda venezolana. Para el 2.013 el rendimiento disminuye notablemente, generándole a Ashmore SICAV Emerging Markets Debt Fund una pérdida de aproximadamente -10%. El bajo rendimiento del año 2.013 pudo influir en la disminución porcentual de deuda venezolana en dos de los portafolios para el año 2.014, los bonos de deuda venezolana generaron pérdidas de más de -25%; sin embargo los mismos fondos mantienen sus fondos con papeles venezolanos para el año 2.015 en el que el rendimiento generado es aproximadamente 25%. Para el año 2.016 un nuevo fondo comienza a operar e integra a Venezuela en su portafolio, para este período el rendimiento está por encima del 45%.

Gráfico 14: Rendimiento porcentual generado por deuda venezolana. Ashmore

Período: 2.012 – 2.016



Creación propia

5.2.4 Fidelity

Los resultados de la tabla 18 corresponden a los fondos pertenecientes a Fidelity que son tenedores de deuda venezolana. Se observa que del año 2.012 al año 2.013 en ambos disminuyó el valor porcentual de tenencia, del 2.013 al 2.014 comienza a operar un tercer fondo, en este periodo 2 de 3 fondos disminuyen de nuevo la tenencia, del 2.014 al 2.015 los 3 fondos aumentan para volver a disminuir en el siguiente período 2.015 al 2.016

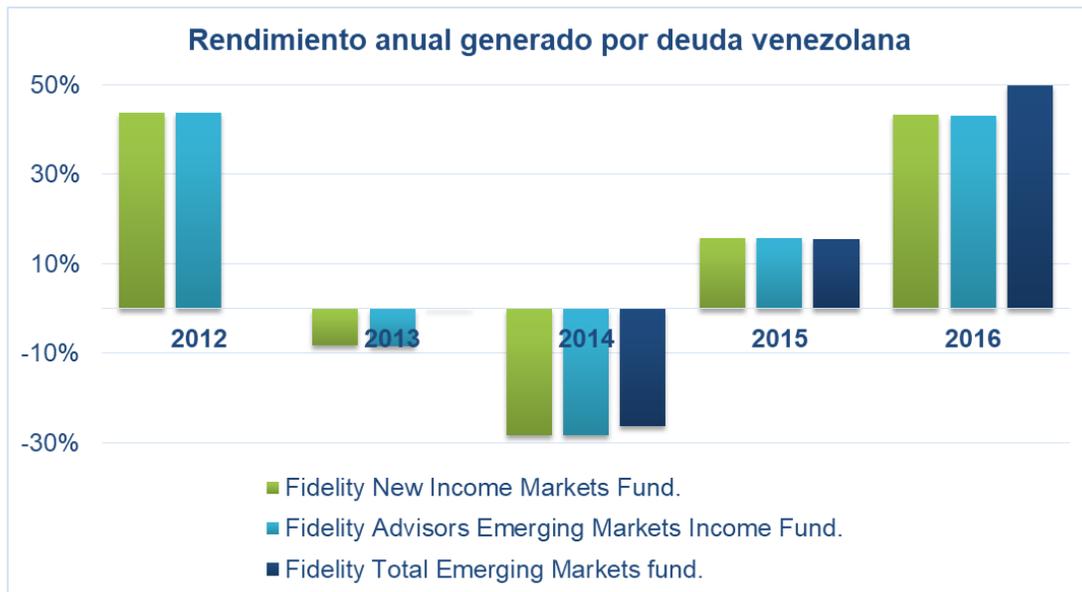
Tabla 18: Tenencia de deuda venezolana como porcentaje del fondo. Fidelity

Fondo	Porcentaje de tenencia de deuda venezolana				
	2012	2013	2014	2015	2016
Fidelity New Income Markets Fund.	10,37%	8,66%	7,18%	7,40%	7,33%
Fidelity Advisors Emerging Markets Income Fund.	10,15%	8,59%	7,23%	7,39%	7,29%
Fidelity Total Emerging Markets fund.	N/A	1,46%	2,00%	3,66%	1,75%

El rendimiento que generó Venezuela dentro de los fondos de inversión de Fidelity está en el gráfico 15. Para el año 2.012 el rendimiento supera el 40%, sin embargo ambos fondos disminuyen la tenencia de deuda venezolana en valor porcentual para el año 2.013. Aunque los años 2.013 y 2.014 generaron rendimientos negativos para ambos fondos, en el año 2.015 los fondos aumentan el valor porcentual de tenencia de deuda venezolana. Para los años 2.015 y 2.016 el rendimiento es de aproximadamente 15% y 45% respectivamente.

Gráfico 15: Rendimiento porcentual generado por deuda venezolana. Fidelity

Período: 2.012 – 2.016



5.2.5 Goldman Sachs

En la tabla 19 están los fondos pertenecientes a Goldman Sachs con tenencia de deuda venezolana en el período en estudio. A diferencia de los fondos estudiados anteriormente, Goldman Sachs tiene como máximo aproximadamente 5% de sus inversiones en deuda venezolana en el mismo fondo. Del año 2.012 al año 2.013, nueve de nueve fondos disminuyen el valor porcentual de tenencia, mientras que del 2.013 al 2.014 solamente 3 fondos aumentan el valor porcentual de tenencia. Sin importar el panorama político en el período del 2.014 al 2.015 todos los fondos aumentan el valor porcentual

de tenencia de deuda venezolana. Para el 2.016 únicamente dos fondos continuaron aumentando, la mayor parte de los fondos disminuyeron la tenencia de deuda venezolana.

Tabla 19: Tenencia de deuda venezolana como porcentaje del fondo.

Goldman Sachs

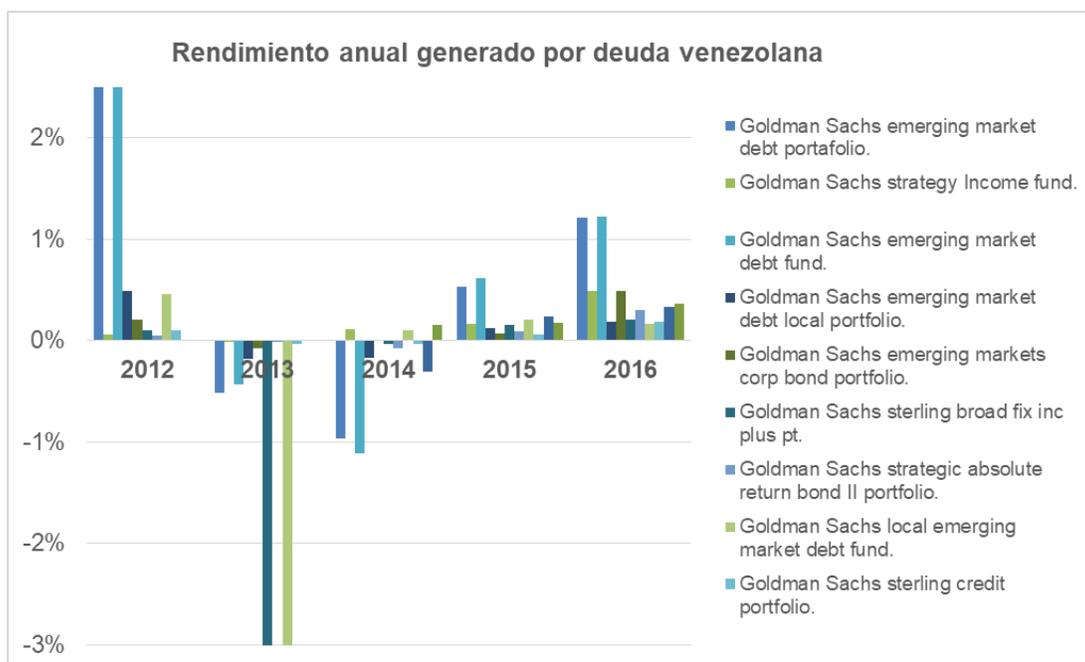
Fondo	Porcentaje de tenencia de deuda venezolana				
	2012	2013	2014	2015	2016
Goldman Sachs emerging market debt portafolio.	5,13%	3,91%	3,46%	4,44%	3,00%
Goldman Sachs strategy Income fund.	0,12%	0,01%	0,47%	1,33%	1,24%
Goldman Sachs emerging market debt fund.	5,02%	3,21%	3,93%	5,20%	2,92%
Goldman Sachs emerging market debt local portfolio.	1,20%	0,90%	0,70%	0,93%	0,43%
Goldman Sachs emerging markets corp bond portfolio.	0,45%	0,39%	0,00%	1,15%	1,58%
Goldman Sachs sterling broad fix inc plus pt.	0,26%	0,21%	0,15%	0,56%	0,58%
Goldman Sachs strategic absolute return bond II portfc	0,15%	0,01%	0,28%	0,73%	0,82%
Goldman Sachs local emerging market debt fund.	0,89%	0,78%	0,65%	1,59%	0,37%
Goldman Sachs sterling credit portfolio.	0,31%	0,22%	0,16%	0,28%	0,32%
Goldman Sachs dynamic emerging market debt fund.	N/A	N/A	1,05%	1,74%	0,80%
Goldman Sachs emerging market debt blend portfolio.	N/A	N/A	1,03%	1,46%	0,83%

El rendimiento que generó los papeles de deuda venezolana son presentados en el gráfico 16. En los años 2.012, 2.015 y 2.016 la deuda venezolana generó rendimientos positivos a los fondos de Goldman Sachs, aproximadamente entre el 0,2% y el 3%; aunque el rendimiento es más bajo que los fondos presentados anteriormente, siguen siendo atractivos de inversión. El rendimiento va a variar dependiendo del riesgo que asuma el fondo. La deuda venezolana entre los años 2.013 y 2.014 generó rendimientos negativos (entre -3% y -0,1%); en algunos casos estos rendimientos negativos también son menores a los fondos presentados anteriormente

Gráfico 16: Rendimiento porcentual generado por deuda venezolana.

Goldman Sachs

Período: 2.012 – 2.016



Creación propia

5.2.6 Allianz

Para septiembre 2.017, Allianz, tiene aproximadamente 6 fondos con tenencia de deuda venezolana; sin embargo, para el período en estudio solamente se pudo conseguir como muestra el fondo presentado en la tabla 20. El fondo aumenta el valor porcentual de tenencia de deuda venezolana del año

2.012 al 2.013 y del año 2.015 al 2.016. Al igual que varios fondos analizados anteriormente, disminuye el valor porcentual de tenencia del año 2.013 al 2.014.

Tabla 20: Tenencia de deuda venezolana como porcentaje del fondo.

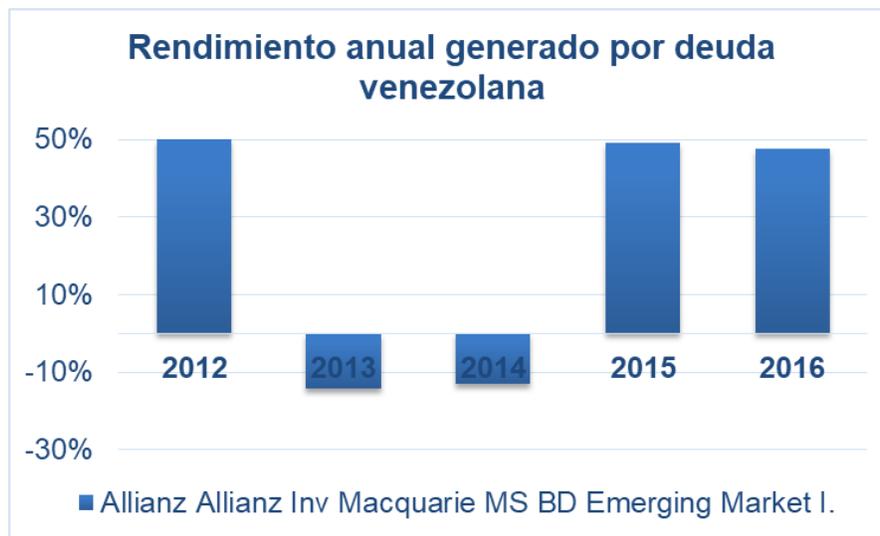
Allianz.

Fondo	Porcentaje de tenencia de deuda venezolana				
	2012	2013	2014	2015	2016
Allianz Allianz Inv Macquarie MS BD Emerging Ma	6,89%	7,08%	4,27%	4,14%	2,21%

El rendimiento que generaron los papeles de deuda venezolana en el fondo de Allianz está en el gráfico 17. En el 2.012 el rendimiento alcanza aproximadamente el 50%; para el año 2.013 el fondo aumenta el valor porcentual de tenencia de deuda venezolana (tabla 16) pero el rendimiento negativo de ese año y del año 2.014 fue aproximadamente de -10%. Siendo ambos años de rendimiento negativo, el fondo continúa con inversión en papeles de deuda venezolana. Para los años 2.015 y 2.016 el rendimiento fue de más del 40%.

Gráfico 17: Rendimiento porcentual generado por deuda venezolana. Allianz

Período: 2.012 – 2.016



Creación propia

5.2.8 Grantham Mayo

Para septiembre 2.017, Grantham, tiene aproximadamente 5 fondos con tenencia de deuda venezolana; sin embargo, para el período en estudio solamente se pudo conseguir como muestra el fondo presentado en la tabla 21. El fondo en estudio tiene un comportamiento similar al fondo Allianz Allianz Inv Macquarie MS DB Emerging Market I; aumenta el valor porcentual de tenencia de deuda venezolana del año 2.012 al 2.013 y del 2.015 al 2.016 y disminuye el valor porcentual del año 2.013 al 2.014 y del 2.014 al 2.015.

Tabla 21: Tenencia de deuda venezolana como porcentaje del fondo.

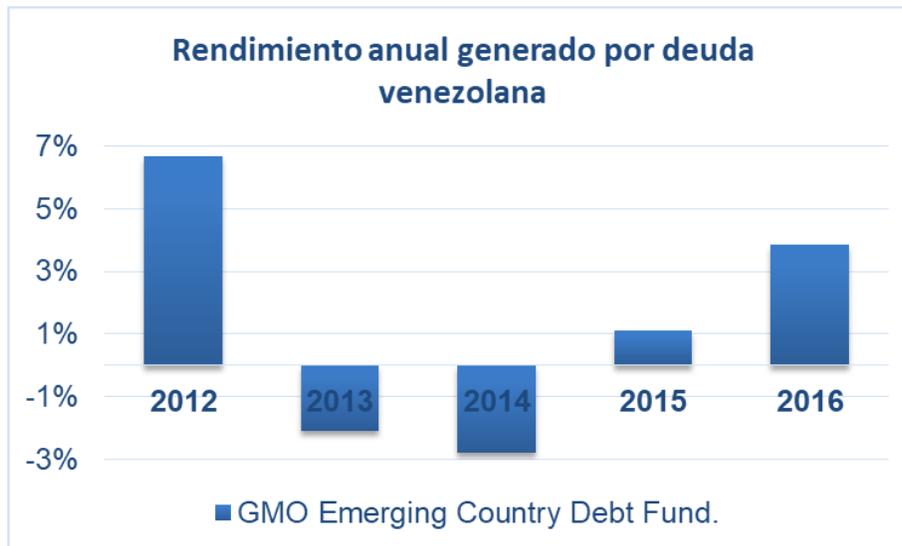
Grantham

Fondo	Porcentaje de tenencia de deuda venezolana				
	2012	2013	2014	2015	2016
GMO Emerging Country Debt Fund.	12,63%	17,48%	8,32%	6,55%	8,49%

El rendimiento que generó la deuda venezolana para el fondo está en el gráfico 18. Los años 2.012, 2.015 y 2.016 el rendimiento estuvo entre el 2% y el 7% aproximadamente. Para los años 2.013 y 2.014 el rendimiento generado fue negativo.

Gráfico 18: Rendimiento porcentual generado por deuda venezolana. Grantham

Período: 2.012 – 2.016



Creación propia

5.2.9 Pictet

Pictet, para septiembre 2.017, tiene aproximadamente 6 fondos de inversión tenedores de deuda venezolana; sin embargo para el período en estudio solamente se pudo obtener los 2 fondos presentados en la tabla 22. Ambos disminuyen el valor porcentual de tenencia durante el período en estudio: del año 2.012 al año 2.013, también del año 2.013 al 2.014, del año 2.014 al 2.015. En el último período Pictet Global Emerging Debt mantiene la misma proporción de tenencia de deuda mientras que Pictet Emerging Sovereign bond fund mother fund, nuevamente disminuye.

Tabla 22: Tenencia de deuda venezolana como porcentaje del fondo.

Pictet

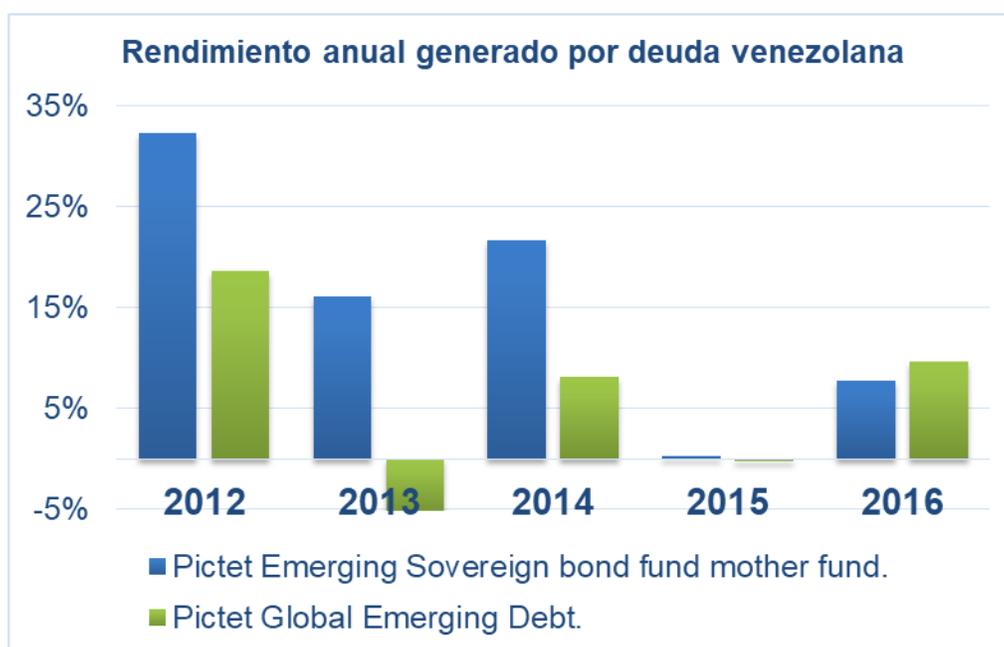
Fondo	Porcentaje de tenencia de deuda venezolana				
	2012	2013	2014	2015	2016
Pictet Emerging Sovereign bond fund mother fund.	5,66%	5,28%	3,11%	2,25%	2,20%
Pictet Global Emerging Debt.	4,92%	3,88%	2,92%	1,98%	1,98%

El rendimiento generado por papeles de deuda venezolana está en el gráfico 19. El rendimiento para ambos fondos en el año 2.012 está entre el 15% y el 25%; para el año 2.013 el rendimiento para un fondo fue positivo (16% aproximadamente) y para el otro fondo fue negativo (-5%). El año 2.014,

a diferencia de la mayoría de los fondos analizados, tiene altos rendimientos (aproximadamente entre el 7% y el 20%). Sin embargo, a diferencia de los demás fondos analizados, el rendimiento para el año 2.015 es menor al año 2.014 (menos del 2%) y para el año 2.016 es de aproximadamente 10% para ambos fondos.

Gráfico 19: Rendimiento porcentual generado por deuda venezolana. Pictet

Período: 2.012 – 2.016



Creación propia

5.2.10 Sunlife

El valor porcentual correspondiente a la tenencia de deuda venezolana de cada fondo está en la tabla 23. El comportamiento de ambos fondos tiene la misma estructura; durante el período en estudio ambos fondos disminuyeron el valor porcentual de tenencia de deuda venezolana. Para el año 2.012 ambos fondos tenían aproximadamente el 11% de su cartera en deuda venezolana y ya para el año 2.016 ambos fondos tenían solo aproximadamente el 2%.

Tabla 23: Tenencia de deuda venezolana como porcentaje del fondo.

Sunlife

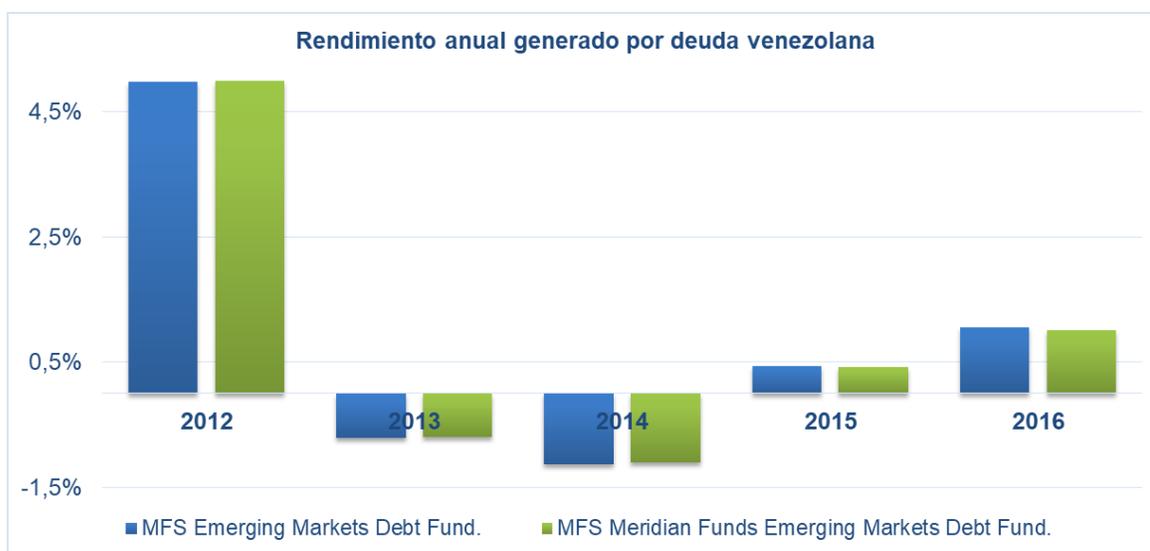
Fondo	Porcentaje de tenencia de deuda venezolana				
	2012	2013	2014	2015	2016
MFS Emerging Markets Debt Fund.	11,16%	6,33%	3,94%	3,51%	2,70%
MFS Meridian Funds Emerging Markets Debt Fund.	11,19%	6,22%	3,81%	3,38%	2,55%

El rendimiento generado por papeles de deuda venezolana está en el gráfico 20. Ambos fondos siguen un comportamiento similar y el rendimiento es aproximadamente cercano. Para el año 2.012 para ambos fondos, los papeles de deuda venezolana generan un rendimiento positivo de aproximadamente 5%. Para los años 2.013 y 2.014 la deuda venezolana genera pérdidas para ambos fondos de entre -0,5% y -1% aproximadamente; sin embargo ambos fondos mantienen capital invertido en deuda venezolana. Para los años

2.015 y 2.016 obtienen rendimiento positivo entre 0,2% y 1,5% aproximadamente.

Gráfico 20: Rendimiento porcentual generado por deuda venezolana

Período: 2.012 – 2.016



Creación propia

5.3 Valor agregado de los títulos de deuda venezolana dentro de los fondos de inversión

Para calcular el valor agregado que generó la deuda venezolana dentro del rendimiento del fondo cada año, se tomaron los valores correspondientes al rendimiento que generó dentro del fondo la deuda venezolana y se contrastó

con el total generado por el fondo. Los rendimientos utilizados fueron obtenidos por Bloomberg Finance y contrastados con el balance general reportado por cada fondo.

Tabla 24: Rendimiento de cada fondo correspondiente a Venezuela

Período 2.012 – 2.016

FONDO	2012	2013	2014	2015	2016
Ishare JP Morgan USD emerging market bond UCITS ETF DIST	3%	-2%	-4%	15%	5%
Ishare JP Morgan USD emerging market bond Euro Hedged UCITS ETF.	2%	-1%	-26%	-12%	3%
Blackrock Global Emerging Market Bond.	3%	-3%	-3%	80%	4%
Blackrock Global Index Emerging Markets Government Bond.	3%	-2%	-4%	15%	5%
Ishare JP Morgan USD Emerging Market Bond ETF.	N/A	-3%	-9%	9%	3%
Ishare Emerging Markets High Yield Bond ETF.	N/A	N/A	-31%	35%	82%
Ishare core 1-5 year USD bond ETF.	N/A	N/A	-4%	15%	5%
Ishare core total USD Market ETF.	N/A	N/A	N/A	-14%	13%
Blackrock Emerging Markets Flex Dynamic Bond Portfolio.	N/A	N/A	N/A	2%	4%
T Rowe price emerging market bond fund	2%	-2%	8%	1%	5%
T Rowe price institutional emerging market	2%	-2%	-6%	7%	5%
T Rowe price SICAV emerging markets bond	2%	-2%	-10%	10%	7%
T.Rowe price institutional global multi sector bond	N/A	N/A	-10%	2%	3%
Ashmore SICAV Emerging Markets Debt Fund.	18%	-15%	-6%	27%	34%
Ashmore SICAV Emerging Markets sovereign debt fund.	N/A	28%	-7%	14%	26%
Ashmore Emerging Markets total return fund.	N/A	4%	-22%	12%	38%
Ashmore SICAV Emerging Markets total return fund.	N/A	N/A	-27%	37%	2%
Ashmore SICAV Emerging Markets total return fund UCITS ETF	N/A	N/A	N/A	N/A	22%
Fidelity New Income Markets Fund.	27%	-25%	-15%	35%	38%
Fidelity Advisors Emerging Markets Income Fund.	27%	-32%	-15%	21%	28%
Fidelity Total Emerging Markets fund.	N/A	N/A	-5%	2%	4%
Goldman Sachs emerging market debt portafolio.	13%	-10%	-10%	5%	11%
Goldman Sachs strategy Income fund.	1%	-3%	1%	9%	18%
Goldman Sachs emerging market debt fund.	12%	-7%	-12%	14%	11%
Goldman Sachs emerging market debt local portfolio.	4%	-5%	-5%	1%	2%
Goldman Sachs emerging markets corp bond portfolio.	1%	-4%	N/A	4%	5%
Goldman Sachs sterling broad fix inc plus pt.	0,3%	-1%	-4%	3%	3%
Goldman Sachs strategic absolute return bond II portfolio.	4%	-45%	-1%	1%	3%
Goldman Sachs local emerging market debt fund.	1%	-4%	1%	10%	8%
Goldman Sachs sterling credit portfolio.	1%	37%	-0,3%	8%	1%
Goldman Sachs dynamic emerging market debt fund.	N/A	N/A	-17%	4%	3%
Goldman Sachs emerging market debt blend portfolio.	N/A	N/A	0,4%	2%	3%
Allianz Allianz Inv Macquarie MS BD Emerging Market I.	17%	-13%	-3%	12%	7%
GMO Emerging Country Debt Fund.	36%	-15%	-21%	23%	29%
Pictet Emerging Sovereign bond fund mother fund.	12%	2%	3%	17%	14%
Pictet Global Emerging Debt.	13%	-9%	11%	-12%	10%
MFS Emerging Markets Debt Fund.	24%	-12%	-20%	25%	10%
MFS Meridian Funds Emerging Markets Debt Fund.	24%	-12%	-10%	0,4%	9%

En la tabla 24 se presenta el valor porcentual correspondiente al valor agregado que generó la deuda venezolana dentro de cada fondo de inversión en estudio, dentro del período 2.012 – 2.016. Los bonos venezolanos entre los años 2.013 y 2.014 generaron rendimientos negativos para la mayoría de los fondos, sin embargo como se demostró a lo largo de la sección 5.2, estos fondos mantuvieron sus inversiones, y en algunos casos aumentaron el valor porcentual de tenencia. Los bonos venezolanos entre los años 2.012, 2.015 y 2.016, en su mayoría, generaron rendimientos positivos que influyeron en el rendimiento del cada fondo en el valor porcentual que es presentado en la tabla 24.

Conclusiones

Según los resultados obtenidos en el capítulo IV es importante resaltar el aumento periódico del rendimiento generado por los títulos de deuda venezolana, y el aumento de la volatilidad de estos rendimientos. El volumen fue disminuyendo a lo largo del período en análisis, aumentando levemente en el 2.016. Estos resultados siguen que a mayor rendimiento, mayor riesgo (aumento de la volatilidad), disminuye el volumen ya que al aumentar el riesgo, los inversores más conservadores tenderán a no invertir en estos títulos. El comportamiento del precio fue disminuyendo durante el período, a medida que fue aumentando el rendimiento y disminuyendo el volumen.

A lo largo del capítulo V se analizó el comportamiento de las tenencias de los fondos institucionales en el período 2.012 – 2.016. Todos los fondos en análisis poseedores de deuda en el año 2.012 se mantuvieron hasta el año 2.016; otros fondos que comenzaron a operar después del 2.012, iniciaron sus operaciones invirtiendo en deuda venezolana y se han mantenido hasta septiembre 2.017. Se rechaza la hipótesis planteada, la estructura de los principales tenedores institucionales de deuda pública venezolana no varió en el periodo en estudio.

En el capítulo V también se analizó el rendimiento anualizado que generó la deuda venezolana a cada tenedor. Se observó que, en su mayoría los años 2.012, 2.015 y 2.016 generaron rendimientos por encima del 2% hasta, en algunos casos, del 80%. Despierta curiosidad cuando se evalúa que los años 2.013 y 2.014 generaron pérdidas de, en algunos casos, hasta 40% sobre la inversión pero el porcentaje de tenencia por fondo no cambia notablemente, en algunos casos llega a aumentar en este período.

Los periodos de incertidumbre que se generan por la duda sobre la capacidad y voluntad de pago de Venezuela, han generado la percepción de que los bonos de deuda venezolana pueden ser indeseados por sus tenedores; por el contrario, los principales tenedores institucionales han obtenido altos rendimientos, mantienen éstos títulos en sus carteras de inversión y en ocasiones han aumentado el valor porcentual de tenencia.

BIBLIOGRAFIA

Álvarez, Ana (1.988). "Crisis Económica y Manejo de la Deuda Externa en Venezuela". Deuda Externa, Renegociación y Ajuste en América Latina. Fondo de Cultura Económica, México, pp. 236-279.

Arias Fidias. (1.999). El Proyecto de Investigación. Guía para una elaboración. Caracas: Editorial Episteme.

Berthelemy J. & Lensink R. (1.992). Technical Paper W 67: "An Assessment of the Brady Plan Agreements". Research Program on Financial Policies for the Global Dissemination of Economic Growth. Organization for Economic Cooperation and Development (OECD). Washington

Fabozzi, F. J. (2006). Fixed income mathematics: Analytical and statistical techniques. New York, NY: McGraw-Hill.

Ferrucci, G. (n.d.). Empirical Determinants of Emerging Market Economies' Sovereign Bond Spreads. *SSRN Electronic Journal SSRN Journal*. doi:1.0.21.39/ssrn.597422

FOCUSECONOMICS. (n.d). GDP in Venezuela. Barcelona, España. Recuperado de <http://www.focus-economics.com/country-indicator/venezuela/gdp>

Cune, William (1.990). "Estructura, Orígenes y Administración de la Deuda pública Externa de Venezuela". La Economía Contemporánea de Venezuela. Héctor Valecillos & Ornar Bello Rodríguez, compiladores. Tomo IV, BCV, Caracas, pp. 7-55.

Gitman, L. J., & Joehnk, M. (2009). *"Fundamentos de Inversión"*. México: Pearson Educación

Hernandez, Gregorio (2.01.7). Que son los ETF. New York, EU. Artículos de bolsa. Recuperado de http://www.invertiren bolsa.info/articulo_que_son_los_etf.htm

Hilscher, J., & Nosbusch, Y. (201.0). Determinants of Sovereign Risk: Macroeconomic Fundamentals and the Pricing of Sovereign Debt. *Review of Finance*, 1.4(2), 235-262. doi:1.0.1.093/rof/rfq005

León, Armando (2002). "Deuda Externa: Inestabilidad Global". *Revista Nueva Economía*, año XI, N° 1.7. Abril, pp. 1.49-1.98.

León, Armando (2005) "La deuda pública inútil: el caso Venezuela". *Revista Nueva Economía*. Recuperado en 01. de agosto de 2.01.7, de <http://ance.msi-nfo.info/bases/biblo/texto/NE/NE.1.9.04.pdf>

Mata, Luis (1.999). *Economía Alternativa*. Fondo Editorial Tropykos, Caracas.

Molina, Carlos Alberto; Santos Miguel Angel. (2008) ¿Qué tasas de descuento se debe usar para evaluar proyectos de inversión en Venezuela? Caracas: Debates lesa, volumen XIII.

Montilla, Florencia (2007). Riesgo Pais. *Zona Económica* recuperado el 7 de septiembre de <http://www.zonaeconomica.com/riesgo-pais>

Niño, J.; Molina, R. (2.01.5). *Construcción de Índices de Rendimiento Mediante Componentes Principales*. (Tech). Caracas: Centro de Estudios de Finanzas y Economía.

Oliveros, Asdrubal; Castillo, L; Cárdenas D (2.01.5). El costo Económico de la incertidumbre en Venezuela. Revista Prodavinci. Recuperado el 5 de septiembre de 2.01.7, de <http://prodavinci.com/2.01.5/04/1.8/economia-y-negocios/el-costo-economico-de-la-incertidumbre-en-venezuela-por-asdrubal-oliveros-lesner-castillo-y-daniel-cardenas/>

Palma, Pedro. (1.987).” El Manejo de la Deuda Pública Externa de Venezuela: Necesidad de Urgentes Cambios”. El rol del estado venezolano en una nueva estrategia económica. Comisión Presidencial para la Reforma del Estado (CO-PRE), Vol. 7, Capítulo V. Arte, Caracas pp. 1.99-21.5.

Prospectiva y Prevención (2.01.7). Venezuela un país en la “carraplana” con el mayor riesgo soberano (EMBI+) entre todos los países emergentes. Recuperado el 7 de septiembre de <https://prosprev.com/2.01.7/08/26/venezuela-un-pais-en-la-carraplana-con-el-mayor-riesgo-soberano-emb-i-entre-todos-los-paises-emergentes-actualizacion-agosto-2.01.7/>

Puerta Bautista, Lorena. (2.01.5). La inversión extranjera en Venezuela: De las casas comerciales a las compañías petroleras (1.850 - 1.975). Tiempo y Espacio, 25(63), 1.5-33. Recuperado en 01. de agosto de 2.01.7, de http://www.scielo.org.ve/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1.31.5-94962.01.50001.0

Ramsey, Ben; Kariya, Justin; Goulden, Jonny; Sensel, Daniel. (2.01.5). “Venezuela and PDVSA Debt: A Guide”. 3 de agosto 2.01.7, de JP Morgan Sitio web: <http://www.innovaven.org/quepasa/ecopet1.6.pdf>

Rodriguez, Miguel (1.984). El verdadero origen del endeudamiento externo venezolano. Revista Pensamiento Iberoamericano, Caracas, abril.

Rodriguez, Miguel (1.986). "Causas y Efectos de la Inflación y de las Políticas Anti inflacionarias en Venezuela". Revista Pensamiento Iberoamericano. Caracas, abril.

Rosiello, Juan Carlos (2002). "Bonos al alcance de todos". Talleres gráficos de la casa rosada S.R.L. Chile, agosto.