



Venezuela: contra la espada y la pared

La burbuja de optimismo en la que se encontraban los bonos venezolanos finalmente estalló en julio. Tras varios meses ignorando las protestas y conflictos en el país, el mercado finalmente abrió los ojos luego de que la Casa Blanca anunciara que estaría evaluando la implementación de posibles sanciones económicas, las cuales podrían afectar al sector petrolero, el único generador de divisas en el país.

El desplome que le siguió a esta noticia fue espectacular. El Índice Rendivalores de Deuda Venezolana cerró el mes con una caída de 15,5%. Los bonos no sufrían una disminución tan acentuada desde febrero de 2016, cuando la cesta venezolana de petróleo llegó a cotizarse en un alarmante mínimo multianual de \$21,6 por barril.

Rendivalores Sociedad de Corretaje de Valores

Reporte mensual de deuda venezolana

Gerónimo Mansutti
Gerente de finanzas
gmansutti@rendivalores.com

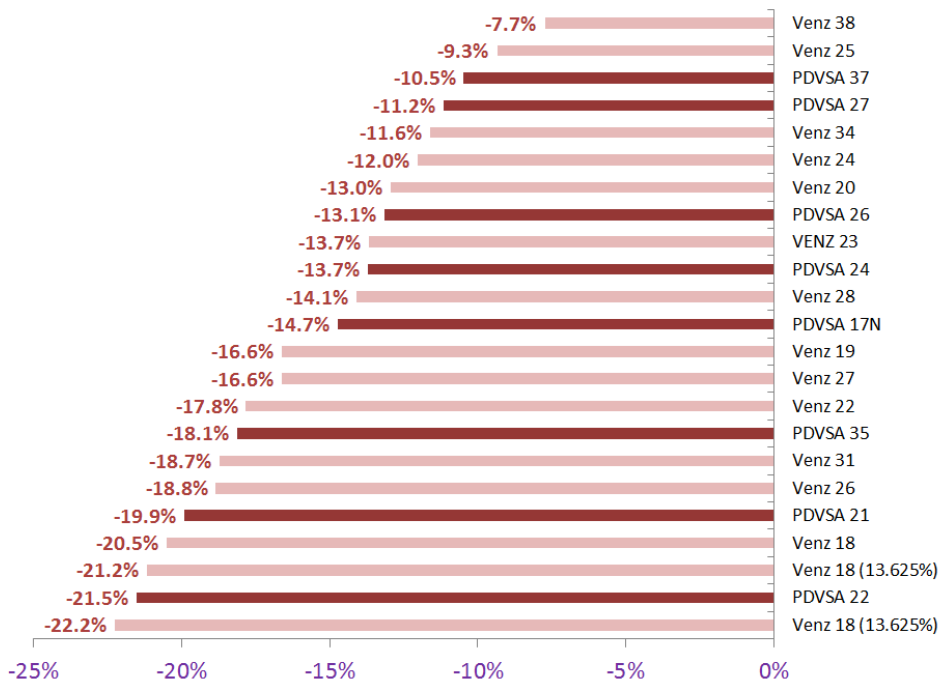
www.rendivalores.com

Variación en el precio de los bonos venezolanos

Durante julio de 2017



RENDIVALORES



Mujeres y niños primero...

Las 5 etapas del duelo del PDVSA 17N

Ningún bono ejemplifica mejor el extraño comportamiento que ha tenido el mercado este año que el PDVSA 17N, emisión que vence el 2 de noviembre. Su evolución ha seguido un patrón curiosamente similar al de las 5 etapas del duelo del famoso modelo psicológico expuesto por Kübler-Ross (1969).

“El bono subió en abril y mayo, ignorando por completo la crisis política”

La primera etapa es la de la negación: cuando empezó la crisis política en abril, con el país incendiado y el petróleo cayendo, el bono tuvo un buen mes, cerrando el periodo en positivo. Lo mismo sucedió en mayo; la crisis se intensificó y el petróleo no se recuperó, y aun así el bono volvió a avanzar. El papel, que cerró marzo cotizándose cerca de \$84, llegó a operar a finales de abril por encima de \$91.

En junio, comenzó la etapa de la ira. En esta segunda etapa, una de las emociones predominantes de acuerdo a Kübler-Ross es la frustración. Y esto fue justo lo que vivió el mercado: con el conflicto interno extendiéndose y sin una solución cercana a la vista, los inversionistas empezaron a perder la paciencia y el 17N sufrió una primera caída, cerrando el mes en torno a \$87.

Dicha caída se quedó corta respecto al desplome de julio, correspondiente a las etapas de negociación y depresión en el modelo Kübler-Ross. La posibilidad de que EE.UU. imponga sanciones despertó al mercado, que entró en pánico y sufrió una ola de ventas. El bono PDVSA 17N ahora se cotiza en \$76, lo que se traduce en un exorbitante rendimiento al vencimiento de 133%. Pareciera que el mercado espera, hoy más que nunca, un evento crediticio en el corto plazo.

“La posibilidad de que Estados Unidos imponga sanciones al sector petrolero despertó al mercado, que entró en pánico y sufrió una ola de ventas”

Rendimiento al vencimiento del PDVSA 17N

Desde enero de 2017



¿Es inevitable un default este año?

Depende. Aunque resulta evidente que el mercado asigna una mayor probabilidad a que ocurra este año respecto a ocasiones anteriores, y pese a que un impago ocurrirá tarde o temprano si no se realizan reformas estructurales que saquen al país de la depresión económica en la que se hunde desde 2014, lo cierto es que aún hay margen de maniobra para evitar el evento crediticio en el corto plazo.

“Aún hay margen de maniobra para evitar el evento crediticio en el corto plazo”

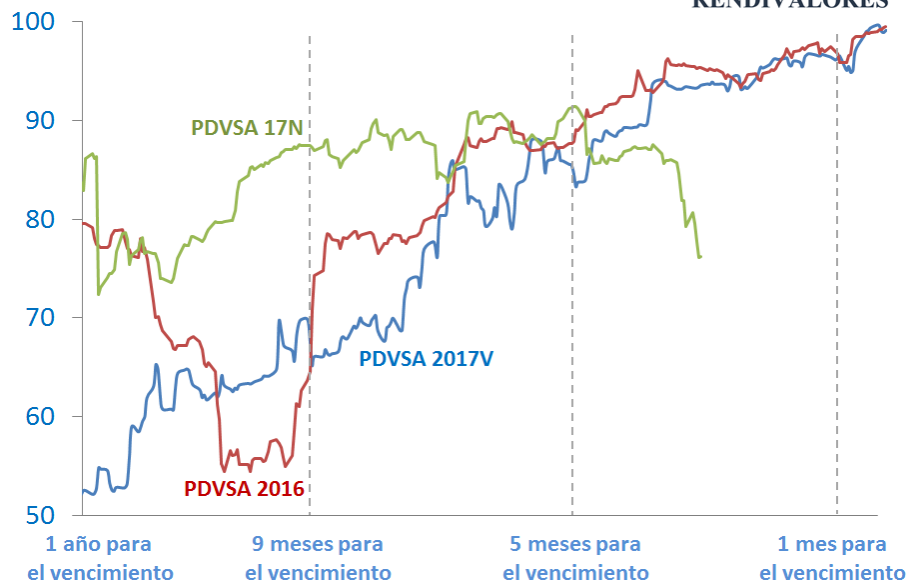
El problema es que ese margen de maniobra es bastante limitado. Estaría sujeto, entre otras cosas, a la dureza de las sanciones que anuncie EE.UU., variable que es el *wild card* clave para el mercado en estos momentos. Un embargo petrolero dificultaría mucho que PDVSA y la república honraran sus compromisos externos este año. No sería misión imposible, pero casi.

Evolución del precio de bonos seleccionados

Desde 1 año antes de su vencimiento



RENDIVALORES



Oeoeo la Constituyente va... A provocar el desplome del PDVSA 17N

“Conforme la situación económica se deteriora, la voluntad de pago se debilita”

Por supuesto, no solo hay que evaluar la capacidad de pago sino también la voluntad. Conforme la crisis económica se agrava, dicha voluntad se va debilitando. Sin sanciones agresivas por parte de Estados Unidos, un default no sería nuestro escenario base, pero debido a las restricciones de liquidez que tiene el gobierno, tampoco puede ser totalmente descartado.

“El petróleo ha subido con fuerza en las últimas semanas”

El petróleo al rescate

Con las reservas internacionales cerca de sus mínimos, la amenaza latente de sanciones internacionales, la depresión económica profundizándose y la crisis interna enrumbada hacia nuevos niveles de conflictividad, pareciera que Venezuela se enfrenta a una tormenta perfecta que le impediría hacer frente a las obligaciones que debe honrar este año. Pero este no es el caso: el petróleo ha subido con fuerza en las últimas semanas, con el WTI superando nuevamente a los \$50 por barril.

Petróleo de Texas (WTI)
\$ por barril, desde enero de 2017



Fuente: Bloomberg

El petróleo ha subido casi \$8 respecto a sus mínimos de junio

“El mercado no se ha entusiasmado con este avance como en otras ocasiones”

El avance está lejos de ser suficiente para eliminar totalmente el déficit de caja de este año, por lo que posiblemente veremos más operaciones financieras en el corto plazo. Sin embargo, sí representa un respiro inesperado para las autoridades.

Al mercado no lo ha entusiasmado este incremento en el petróleo como en otras ocasiones. La crisis política ha opacado todo lo demás, y la posibilidad de sanciones económicas aterraron lo suficiente a los inversionistas como para que estos ignoraran los precios del petróleo. Fue una reacción lógica: de nada sirve que el precio del crudo suba si no lo puedes vender.

“El conflicto político se prolongará, y ahora llegan los pagos grandes de deuda externa”

Siguiente estación: pago de cupones de agosto

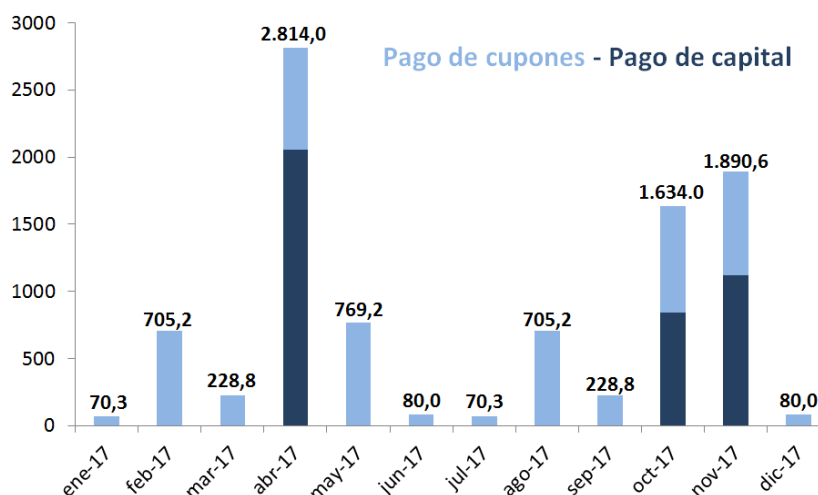
Se suponía que junio y julio serían tranquilos para los inversionistas, considerando que eran meses ligeros en cuanto a pagos de la deuda externa. Por supuesto, esta era una idea planteada antes de que explotase el conflicto político. Ahora, este no solo parece que se prolongará bastante tiempo, sino que además llegamos a la parte cargada del año, donde se concentran los grandes pagos de bonos.

Pagos de bonos Soberanos y PDVSA

2017, en millones de \$



RENDIVALORES



Entre agosto y diciembre Venezuela debe desembolsar \$4.538 millones

Aunque en agosto no hay maduraciones de capital, sí se concentran importantes pagos de intereses. El mercado estará atento no solo a si estos serán honrados (o no), sino a la puntualidad con la que se realicen los desembolsos.

“La puntualidad con la que se hagan los pagos de agosto será una señal importante de cara al resto del año”

Cronograma de pagos de la deuda externa venezolana

Agosto		
Fecha	Concepto	Monto (\$)
5/8/2017	Cupones del Venz 31	250.950.000
15/8/2017	Cupones del Venz 18 (13,625%)	71.722.749
17/8/2017	Cupones del PDVSA 22	191.250.000
23/8/2017	Cupones del Venz 22	191.250.000
Desembolso total para agosto		705.172.749