



6 de abril de 2018

**RENDIVALORES**

Venezuela:

**¿Se apaga la luz?**

## Venezuela: ¿se apaga la luz?

Abril podría ser el catalizador que necesita la deuda venezolana para salir del status quo. Durante los últimos meses los bonos han recuperado la mayoría del terreno perdido desde que se anunció la [renegociación de la deuda externa](#). Sin embargo, esta recuperación ha estado acompañada de incertidumbre y contradicciones, y tenemos pocas razones para creer que los compromisos del mes serán honrados.

**RENDIVALORES**

**Algunos datos sobre el Bono Elecar 2018**

- Emitido en 2008 con cupón de 8,5%
- Tiene un valor facial de \$650 millones
- S&P le asigna una calificación de CC con perspectiva negativa
- Es la emisión de renta fija venezolana más grande aparte de los bonos soberanos y de PDVSA

Fecha de vencimiento: **10 de abril**

El título Elecar 2018 es el primer bono que vence en el año, así como fue el primero de los títulos venezolanos que entró en default durante 2017, pese a que esta situación se revirtió de manera casi inmediata. Las condiciones han cambiado desde entonces, y con 17 bonos vencidos más 2 en período de gracia, todo indica que su vencimiento no se pagará.

**Rendivalores**  
**Casa de Bolsa**

**Reporte mensual de**  
**deuda venezolana**

Autor  
**Alejandro Guilarte**  
Analista financiero  
aguilarte@rendivalores.com

Editor  
**Geronimo Mansutti**  
Gerente de finanzas  
gmansutti@rendivalores.com

**www.rendivalores.com**

## Primer quiebre del año: vencimiento de Elecar

Adicional a los cuantiosos pagos del mes en títulos soberanos y de PDVSA, el mercado se enfocará en el vencimiento del bono Elecar 2018. El título de Corpoelec, con vencimiento el próximo **10 de abril**, supone un desembolso por \$650 millones más los intereses (\$27,6 millones).

***“El mercado se mantiene escéptico respecto a que este pago sea honrado”***

Según S&P el título se encuentra altamente vulnerable a entrar en default (CC), lo que coincide con las perspectivas del mercado. La mayoría de los inversionistas se mantienen bastantes escépticos respecto a la posibilidad de que dicha obligación sea honrada, no sólo por la precaria situación financiera en la que se encuentra el gobierno venezolano y por las sanciones financieras de EE.UU. que han complicado la operatividad de los pagos, sino también por las particularidades asociadas a este bono.

### Precio del bono Elecar 2018

Desde septiembre de 2017



RENDIVALORES



Fuente: Bloomberg

***“S&P califica el bono Elecar como CC: vulnerable a entrar en default”***

Días antes de su vencimiento, el bono Elecar ha sufrido episodios de alta volatilidad. Sin embargo los mismos han estado acompañados de un volumen de operaciones bastante bajo, lo que se explica por la reducida liquidez de este papel.

## ¿Por qué el bono Elecar es distinto?

De acuerdo a TRACE (un servicio informativo de FINRA), el volumen reportado en operaciones ha promediado apenas \$2 millones durante el último mes, un monto bajo si consideramos la cercanía del vencimiento del bono. Esto también refleja el poco interés de compra de los grandes inversionistas aún pese al bajo precio de la emisión, lo que reforzaría la tesis pesimista respecto a su posibilidad de pago la próxima semana.

***“El bono Elecar no activaría inmediatamente las cláusulas de default cruzado con los demás títulos venezolanos”***

El bono Elecar es, al menos en principio, un pasivo de una corporación pública independiente que no mantiene relación con el resto de la deuda financiera venezolana. En otras palabras, un impago en el bono de Elecar no activaría inmediatamente las cláusulas de default cruzado con los bonos de la república y de PDVSA.

Aunque existe la posibilidad de que los tenedores de esa emisión intenten, luego de un impago, asociar la deuda de la compañía eléctrica al resto de la estructura del estado para buscar presionar por su pago, lo cierto es que ello iría de la mano de un largo y complicado proceso legal, cuyo éxito difícilmente podría darse por descontado. Es la razón por la que el bono de Elecar 2018 parte de una posición inicial incluso más débil que la del resto de la deuda venezolana.

***“El rendimiento al vencimiento actual de este título es típico para obligaciones en default o al borde de un evento crediticio”***

Esto explica los bajos precios en los que se ha cotizado el bono recientemente, encontrándose en estos momentos cerca del 37,8%, lo que se traduciría en un YTM (una medida de rendimiento al vencimiento al vencimiento anualizada) de más de 10.000%, niveles que generalmente están reservados para obligaciones en default o al borde del mismo.

## Punto y final

***“Un pago de Elecar no movería demasiado al mercado, pero un impago podría ser la última señal que necesitan los tenedores para acelerar la deuda”***

***“Incumplir el pago del Elecar podría ser la última señal que impulsaría a los tenedores a acelerar la deuda”***

Wilmington Trust, el trustee de los bonos de Elecar 2018, publicó el pasado mes de noviembre un comunicado en el que la empresa eléctrica nacional era declarada en default, luego de que se venciera el período de gracia del Elecar por \$27 millones. Con el paso de las jornadas, y pese a los problemas con los agentes de pago, los fondos empezaron a llegar a las cuentas de los inversionistas, tratando de revertir lo más pronto posible esta situación.

En aquella oportunidad algunos participantes del mercado argumentaron que cumplir los compromisos de Elecar podría implicar un incremento en la probabilidad de que se pagasen el resto de los intereses acumulados de los títulos soberanos y de PDVSA. Sin embargo, esto no ocurrió así, y se siguieron acumulando cupones a la lista de obligaciones atrasadas.

En nuestra opinión, la situación actual deja ver un impago como el escenario más probable. Pagar el compromiso del próximo 10 de abril no se traduciría en alguna ventaja relevante para el ejecutivo venezolana, que igual seguiría aislado de los mercados financieros internacionales. Por el contrario, un impago del Elecar si representaría un punto de inflexión para la deuda externa venezolana.

Sin ninguna novedad en torno a la renegociación de la deuda, y con la poca credibilidad de las autoridades, el impago del bono dejaría una clara señal a los inversionistas de que no cumplirán con los compromisos de deuda, incrementando la ya elevada probabilidad de que tampoco se cumplan los vencimientos de los títulos soberanos en agosto, octubre y diciembre, lo que podría terminar convirtiéndose en el último empujón que necesitan los tenedores de deuda venezolana para que se inicien los procesos de aceleración de la deuda.