



Venezuela: Crónicas de un default anunciado

Desde que se inició el año la expectativa del mercado se centraba en los meses de abril, octubre y noviembre, con la duda sobre si las autoridades mantendrían la voluntad de pagar los cuantiosos compromisos de deuda externa y, más importante, sobre si tenían la capacidad financiera para poder honrar los mismos.

Una vez superados abril y octubre, llegó la última prueba, noviembre y el vencimiento del PDVSA 17n por \$1,121 millones, al igual que el pago correspondiente a intereses de 7 títulos.

Títulos	Monto (En millones de \$)
Cupones Venez 19	\$96,7
Cupones Venez 24	\$102,9
Cupones PDVSA 27	\$80,6
Cupones Venez 25	\$61,1
Cupones Venez 26	\$176,2
Cupones PDVSA 20	\$143,1
Cupones PDVSA 22 N	\$90

Desde inicios de octubre, las autoridades mantuvieron el discurso sobre la voluntad de pago. Al llegar el vencimiento del PDVSA 17n honraron el compromiso, pero con una jornada de retraso, lo que activó los Credit Default Swaps (CDS) y encendió las alarmas de los inversionistas. Las siguientes jornadas solo trajeron más preguntas e incertidumbre, ya que el evento de crédito tomó al mercado por sorpresa. Con 7 cupones en período de gracia, y 7 títulos con el plazo vencido, los bonos venezolanos alcanzaron durante noviembre su menor nivel histórico, acompañados de una drástica disminución en la volatilidad.

**Rendivalores Casa de
Bolsa, C.A.**

**Reporte mensual de
deuda venezolana**

Autor

Alejandro Guilarte

Analista financiero

aguilarte@rendivalores.com

www.rendivalores.com

El caos es una escalera

“Los mercados pueden mantener su irracionalidad más tiempo del que usted puede mantenerse solvente”

Al iniciar noviembre, y con varios títulos en período de gracia, el consenso del mercado parecía indicar que las autoridades buscarían alargar al máximo posible los plazos pautados para honrar los pagos. Una teoría bastante mencionada señalaba que podrían estar buscando hacer default selectivo con los bonos soberanos, mientras que se mantendrían cumpliendo los compromisos de PDVSA, lo que les daría la oportunidad de proteger a la industria generadora del flujo de cajas en divisas y a la vez disminuir el riesgo de perder CITGO, cuyas acciones respaldan al bono PDVSA 2020.

Al final, el caos fue protagonista. Con el paso de los días cualquier teoría se rompió, y la confusión reinó luego de que Nicolás Maduro anunciara que reestructuraría y refinanciaría la deuda externa, escenarios que son diametralmente opuestos. Hasta la fecha se mantiene la incertidumbre sobre el plan de las autoridades para alcanzar sus objetivos, aunque los últimos comentarios parecen indicar que el ejecutivo favorecería intentar, al menos como primer acercamiento, una negociación amistosa con sus acreedores.

“No hay viento favorable para un barco sin rumbo”

J-302922372

 **RENDIVALORES**

Refinanciamiento vs. reestructuración

Refinanciamiento	Reestructuración
1 Es un proceso voluntario	1 No es un proceso voluntario
2 Implica emitir deuda nueva para pagar otras obligaciones	2 Implica cambiar las condiciones de la deuda vigente
3 Suele ser amigable con los inversionistas	3 Afecta negativamente la reputación del emisor
4 No provoca un evento crediticio	4 Es considerada un evento de crédito

   @Rendivalores

“Refinanciar la deuda, en las condiciones actuales, resulta prácticamente imposible”

“La situación se ha complicado al incumplir los períodos pautados en 7 títulos”

Los eventos recientes no son más que una consecuencia del endeudamiento descontrolado. En los últimos 19 años, la deuda externa se incrementó aproximadamente 500%, pasando de \$20 mil millones en 1998 a cerca de \$120 mil millones en 2017. La emisión de deuda, contraída cuando el petróleo estaba en máximos históricos, se salió de control, y ahora se pagan las consecuencias.

Si se pagó ELECAR, se pagará todo lo demás

El vencimiento de los cupones de Elecar provocó un default técnico, sin embargo, el mismo día en que se dio a conocer la noticia, la compañía confirmó que había iniciado la transferencia de los recursos 2 días antes de que se conociera el evento de crédito. A pesar del retraso, se confirmó la voluntad de honrar los compromisos de deuda.

Este pago llegó cuando varios analistas ya lo daban por perdido, debido a que el riesgo asociado a un impago de este título es el más bajo, al menos al compararse con un impago de PDVSA o la república.

Con este panorama, lo más lógico habría sido continuar pagando los intereses mientras empezaba a renegociarse la deuda, pero la situación se ha ido complicando al incumplir los períodos pautados en al menos 7 títulos. El inicio del proceso de pago de varios de los cupones que se encuentran en período de gracia ya fue confirmados por los autoridades, mientras que sobre otros no hay ningún tipo de información.

En nuestro reporte anterior, se mencionó la posibilidad de que esto se tratara de una estrategia financiera: las autoridades hacen anuncios que derrumban el mercado para poder recomprar deuda y así reducir la carga financiera. Otros consideran que es una estrategia política: dadas las acusaciones de continuar disminuyendo las importaciones para poder pagar la deuda externa, se hace el anuncio para mejorar la imagen del gobierno y las negociaciones se tratarían de un refinanciamiento amigable, similar al canje del PDVSA 2020 en 2016.

Un pequeño agujero hunde un barco

El gobierno se ha encargado de culpar a los bajos precios del petróleo de los problemas que atraviesa el país, sin embargo, poco se habla de la producción petrolera.

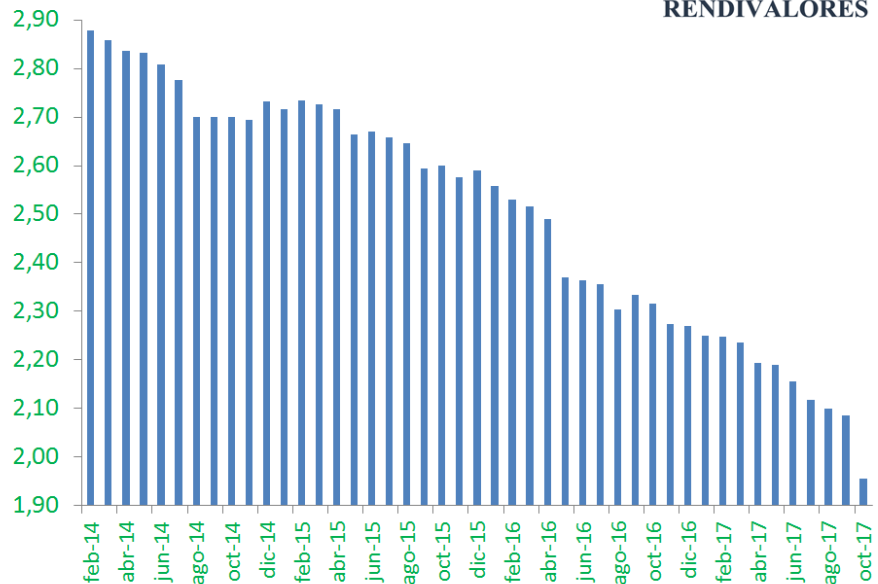
En Venezuela, la producción de crudo acumula 13 meses consecutivos de caída (actualizado hasta octubre, según lo reportado por Venezuela a la OPEP). En el último reporte disponible de la OPEP se vio reflejado una caída en la producción de 130 mil barriles diarios. Si lo calculamos con el precio promedio del WTI a octubre (\$51,59), Venezuela dejaría de percibir, solo por esta caída, unos \$134 millones por mes.


“El mejor negocio del mundo es el petróleo, y el segundo mejor negocio del mundo, el petróleo mal gestionado”

“La producción de crudo acumula 13 meses consecutivos de caída”

Producción de petróleo de Venezuela

Millones de barriles diarios



  @Rendivalores



RENDIVALORES

Fuente: OPEP

Los ingresos por esos 130 mil barriles perdidos hubieran servido para pagar, por ejemplo, los \$80,6 millones de intereses del bono PDVSA 27, uno de los títulos por los que se declaró un evento crediticio de la petrolera. La producción de petróleo venezolano ha caído 30% en los últimos 5 años, por lo que concluimos que el problema no solo son los precios, sino el maltrato a la industria petrolera nacional.

¿Qué hay después del huracán?

El volumen de transacciones en el mercado de bonos marcó máximos multianuales desde finales de octubre hasta mediados de noviembre. Hacia finales del mes, el monto de operaciones llegó a reducirse hasta un 88% respecto a los máximos alcanzados en las jornadas de mayor volatilidad, según los estimados de TRACE.

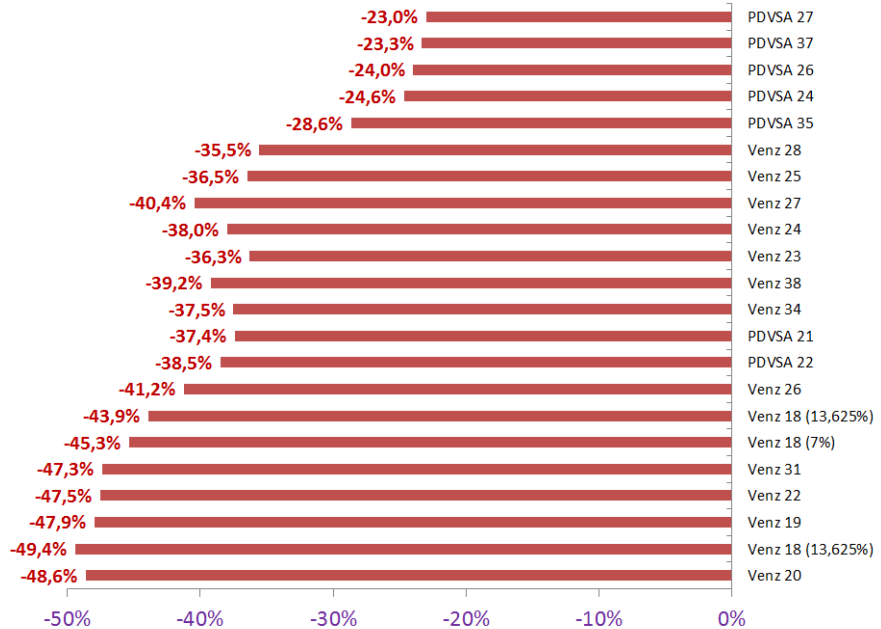
“Los títulos de deuda venezolana alcanzaron su menor nivel histórico la primera semana del mes”

Los títulos de deuda venezolana alcanzaron su menor nivel histórico la primera semana del mes. Luego se recuperaron un poco tras la confirmación del pago del PDVSA 17n, y nuevamente retrocedieron. La curva de bonos parece estar nivelándose en su valor alcanzando durante la 2da semana del mes.

Variación en el precio de los bonos venezolanos
Durante noviembre de 2017



RENDIVALORES



“Los bonos considerados defensivos han tenido las menores caídas”

Como era de esperarse, los bonos de corto plazo y con alto cupón son los que han sufrido la mayor caída en el último mes, destacando el Venz 18 (13,625%) con una pérdida cercana de 49%. Por otro lado, los de menor caída han sido los considerados defensivos, de largo plazo y bajo cupón.

¿Qué viene?

Aún queda pendiente cumplir con todos los títulos que se encuentran vencidos y en período de gracia, al igual que los pagos de deuda pautados para diciembre. Aunque son un monto menor, se deben honrar compromisos de deuda por \$80 millones, los cuales no se pueden pasar por alto.

“El 2018 será difícil, aún más si no se revierte el default”

Durante el año entrante se deben honrar más de \$8.018 millones de deuda externa. Si las autoridades pagan los cupones, tendrían tiempo entre diciembre y enero para negociar con los acreedores. El primer gran desembolso del año llega en agosto, cuando se deba honrar la primera amortización del PDVSA 20.

Pagos de bonos Soberanos y PDVSA
2018, en millones de \$



“Agosto, octubre y diciembre serán clave en 2018”

Llegará el 2018, con o sin default y con los bonos en su menor nivel histórico, pero llegaremos. La falta de confianza juega un rol importante en los próximos eventos, al igual que los préstamos y renegociaciones de deuda bilateral que pueda conseguir Venezuela, pero sin un cambio de política económica va a ser imposible sostener la situación actual.