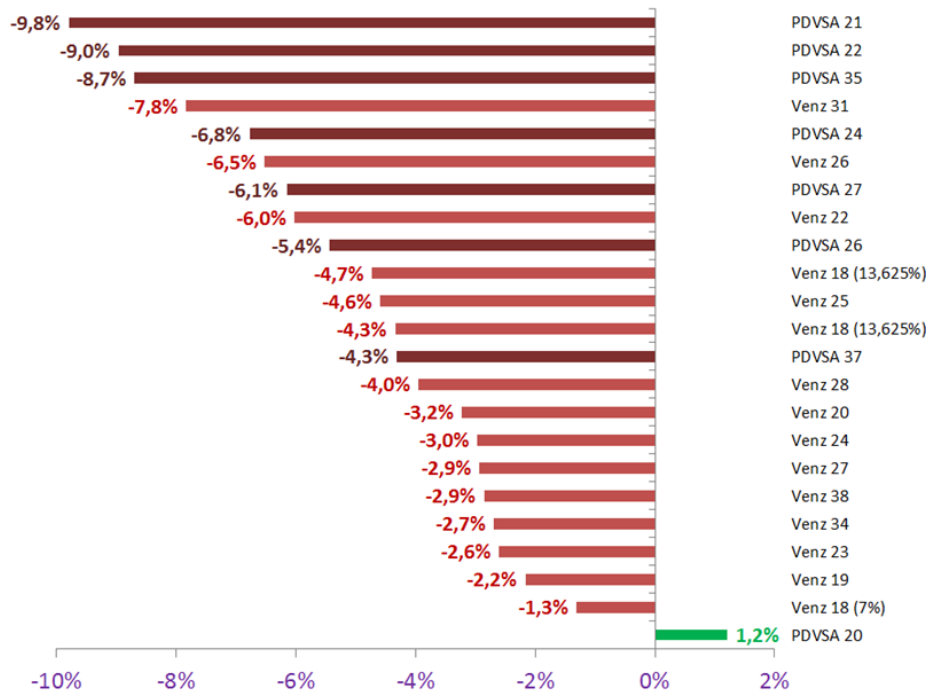


**Unos sí y otros no**

Abril estuvo marcado por el impago del bono Elecar 2018 y el cumplimiento de los intereses del PDVSA 20, que ha sido la única obligación de deuda externa pagada puntualmente en todo el año. El pago del cupón del P20¹, mientras se siguen acumulando los intereses atrasados de todas las demás obligaciones parece indicar que entramos en una etapa en la que Venezuela se mantendrá en default selectivo, dándole prioridad al pago de algunas emisiones por encima de otras.

Variación en el precio de los bonos venezolanos

Durante abril de 2018



La adopción de esta estrategia se vio reflejada en el movimiento de los precios de los bonos venezolanos. Mientras el PDVSA 20 fue el único que subió en abril, las emisiones de alto cupón que se hubiesen beneficiado más de una normalización en la situación fueron las que sufrieron la mayor caída.

¹ Único bono colateralizado al estar respaldado por el 50,1% de las acciones de CITGO

Rendivalores
Casa de Bolsa

Reporte mensual de
deuda venezolana

Autor
Jesús Palacios
Analista financiero
jpalacios@rendivalores.com

Editor
Gerónimo Mansutti
Gerente de finanzas
gmansutti@rendivalores.com

www.rendivalores.com

El primer cupón pagado a tiempo de 2018

El anuncio del pago fue hecho por el ministro de Finanzas, Simón Zerpa, quien informó que se había iniciado la transferencia de los \$107,3 millones a tiempo.

Con este anuncio el gobierno respondió a las noticias sobre al menos dos grandes grupos de tenedores del bono que se estarían organizando para estudiar las posibles acciones en caso de un impago. El principal grupo de inversionistas contrató a Millstein & Co como asesor financiero.

“El ministro de finanzas, Simón Zerpa, confirmó que el pago de los \$107,3 millones correspondientes a los cupones del PDVSA 2020 se habría realizado”

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

La infografía de Rendivalores, con el logo en la parte superior, presenta el título "PDVSA comienza a pagar intereses del bono P20". El contenido se divide en cuatro secciones de texto:

- La firma de custodia estadounidense DTC habría recibido los fondos para procesar el pago del bono PDVSA 2020
- El Ministro de Finanzas, Simón Zerpa, confirmó la realización de la transferencia por \$107 millones
- El siguiente paso sería transferir el dinero a lo sistemas de compensación que enviarían los fondos a los inversionistas
- Este ha sido el único cupón pagado este año, probablemente por estar garantizado por Citgo. Aún habrían 18 desembolsos atrasados

En la parte inferior de la infografía se encuentran los iconos de redes sociales (Twitter, Instagram, Facebook) y el handle @Rendivalores. En la esquina superior derecha del gráfico se indica el código J-30292372.

Otro evento que pasó por debajo de la mesa fue la supuesta llegada de los cupones atrasados del PDVSA 2022n, que fueron comprados por Goldman Sachs a precios muy

“Tanto el P20 como el P22N eran los bonos más delicados, por la garantía del 50,1% de CITGO y debido a la concentración del otro en manos de Goldman Sachs”

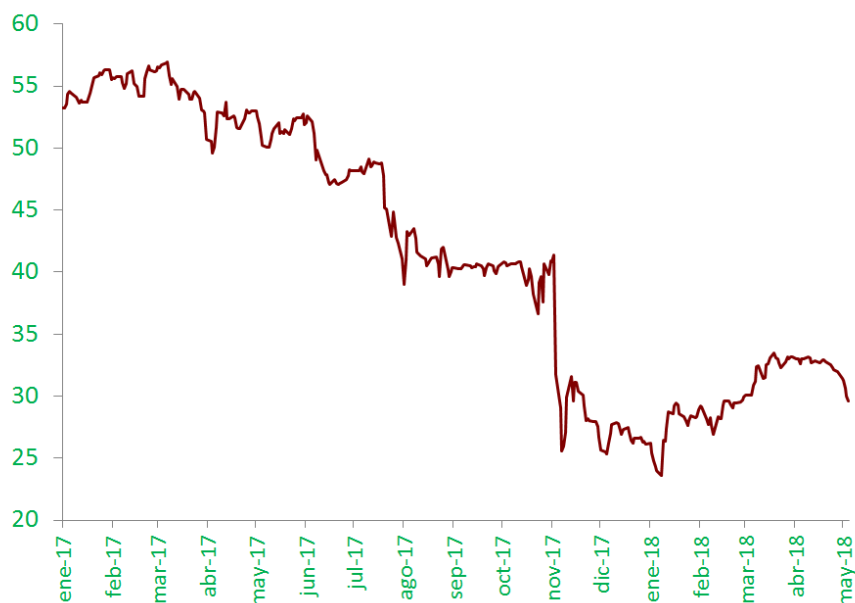
favorables para el banco a mediados de 2017, y cuyo pago por unos 90 millones de dólares debía ser realizado en octubre pero aparentemente no habría llegado hasta los últimos días de abril. Tanto el P20 como el P22N eran más delicados que los demás, el primero por la garantía del 50,1% de las acciones de CITGO, y el segundo debido a la concentración del mismo en manos de Goldman Sachs, que al tener un porcentaje tan elevado del bono podría haber acelerado por su cuenta.

Índice Rendivalores de Deuda Venezolana

Desde enero de 2017



RENDIVALORES



“Este pago desmonta el discurso oficial de las autoridades, que hasta ahora culpaban a los problemas operativos del atraso”

Estos eventos no solo reafirman la hipótesis de que Venezuela ha decidido realizar pagos selectivos para cubrir los compromisos que pueden representar mayores riesgos para el Estado, sino que además desmonta el discurso de las autoridades, que afirmaban que eran las sanciones financieras y el bloqueo de Euroclear y Clearstream lo que impedía que PDVSA y Venezuela honrasen sus obligaciones con los tenedores.

“Durante los últimos seis meses se acumularon 26 cupones vencidos, sumando más de \$3.000 millones adeudados”

La hipótesis del bloqueo de fondos por parte de la proveedora de servicios financieros Euroclear y Clearstream, que funcionan como intermediarios de las transferencias de fondos de Venezuela a los tenedores de bonos, fue mencionada por primera vez por el Presidente Maduro en noviembre pasado. Más adelante, las autoridades habrían señalado que había un monto importante que habría sido transferido y se supuestamente estaba congelado en dichas instituciones. Sin embargo, al haber podido realizar los pagos del PDVSA 20 a tiempo y sin ningún problema, se desestimaría el principal argumento del gobierno venezolano durante los últimos seis meses, periodo durante el cual se acumularon 26 cupones vencidos entre los que agotaron el periodo de gracia y los que se encuentran en aún en él, sumando algo más de \$3.000 millones adeudados.

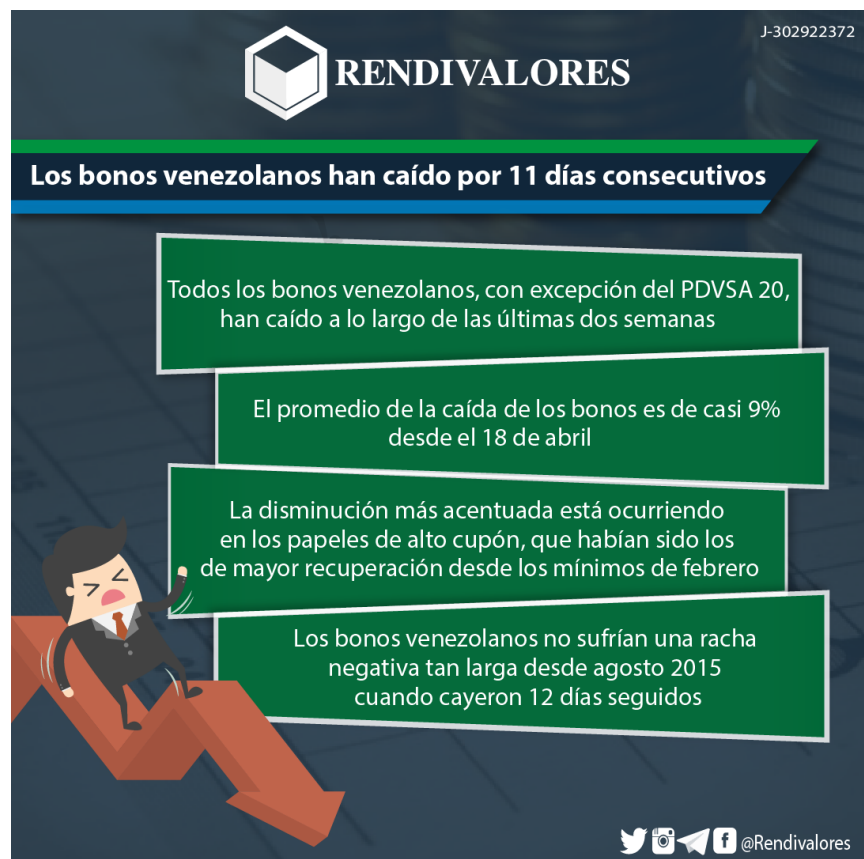
“Los otros inversionistas se preocuparían de que las autoridades se desentiendan por completo de los otros pagos”

Por lo tanto, si bien este pago contiene la posibilidad de una demanda que derivara en la pérdida por parte de PDVSA de la propiedad del 50,1% de las acciones de CITGO, incrementa las dudas de los tenedores de otros bonos venezolanos y aumenta las probabilidades de que las acciones iniciadas por los dos grupo de tenedores de bonos de Venezuela y PDVSA antes mencionados vean la coyuntura actual como una amenaza de que el gobierno venezolano se desentienda totalmente de los pagos que no generan amenazas inminentes.

Frente a este escenario, la estrategia de los tenedores en el corto plazo pasa por generar presión para que PDVSA pague algo de los cupones de bonos que adeuda, y la manera en la que parecen estar intentando eso hasta ahora sería a través de la contratación de firmas de asesoría financiera y legal.

En vista de que no se vislumbra un cambio de gobierno inminente, y ya que la reestructuración no sucederá en el corto plazo, tiene sentido presionar a PDVSA a pagar más cupones, mientras en el mediano plazo y largo plazo la intención sería una presión que concluyera con una reestructuración amistosa, hoy con pocas posibilidades.

“Los bonos con mayor cupón, que fueron los que encabezaron la recuperación de las obligaciones venezolanas después de la fuerte caída de finales de 2017, han sido los que peor desempeño han tenido”



El mercado pareciera haber asumido que no hay opciones inminentes de un cambio de gobierno a través de las elecciones presidenciales. Por esta razón los bonos con mayor cupón, que fueron los que encabezaron la recuperación de las obligaciones venezolanas después de la fuerte caída de finales de 2017, han sido los que peor desempeño han tenido durante el último mes. Pareciera entonces que los inversionistas han empezado a verse más influenciados por la desesperanza frente a la oportunidad de un cambio político en el corto plazo o una reestructuración con buen término en el corto plazo.