



Venezuela:

Lo único que sabemos es que no sabemos nada

Lo único que sabemos es que no sabemos nada

Octubre fue un mes de preocupación e incertidumbre, euforia e inestabilidad. El atraso en el pago de los cupones de algunos bonos causó un desplome espectacular de tres jornadas consecutivas durante la penúltima semana del mes. La falta de información oficial generó miedo, y a su vez, volatilidad en los precios, que habían tenido un comportamiento relativamente estable desde julio.

Obligaciones pagadas		Cupones en período de gracia		
Títulos	Monto (En millones de \$)	Títulos	Monto (En millones de \$)	Culmina período de gracia
Amortización PDVSA 2020	\$841,8	Elecar 18	\$27,6	9 de nov.
Cupones PDVSA 37	\$41,2	PDVSA 27	\$80,6	11 de nov.
Vencimiento PDVSA 17N	\$1.121,4	Venz 19	\$96,7	12 de nov.
Cupones PDVSA 17N	\$47,6	Venz 24	\$102,9	12 de nov.
		Venz 25	\$61,1	20 de nov.
		Venz 26	\$176,2	20 de nov.
		PDVSA 20	\$143,1	26 de nov.
		PDVSA 22N	\$90,0	27 de nov.

El mercado reaccionó con fuerza ante cualquier información o indicio que reafirmara su percepción sobre la voluntad de pago de PDVSA. Luego de pasar varios días en caída, como resultado de la entrada en período de gracia de varios cupones, el primer avance significativo del mes se dio tras el pago del cupón del PDVSA 2037 y la afirmación de algunos analistas sobre la intención de pago de la amortización del PDVSA 2020 por parte de la petrolera. La depresión del mercado se tornó rápidamente en euforia, recuperando en un solo día la mayor parte lo perdido en las tres jornadas anteriores.

Rendivalores Sociedad de Corretaje de Valores**Reporte mensual de deuda venezolana**

Autor

María Daniela Pérez

Analista financiero

mperez@rendivalores.com

Editor

Gerónimo Mansutti

Gerente de finanzas

gmansutti@rendivalores.com

www.rendivalores.com

“Los movimientos en los bonos estuvieron respaldados por un alto volumen de operaciones”

Tanto los progresos como las caídas observadas estuvieron respaldadas por un elevado volumen de operaciones. La respuesta agresiva de los inversionistas ante la situación generó el viernes 27 uno de los volúmenes más elevados en la historia de la deuda venezolana. Esto hizo que, a pesar de las grandes caídas, el mes cerrara levemente en positivo.

No obstante, a principios del mes de noviembre, el presidente Nicolás Maduro anunció una reestructuración y refinanciamiento de la deuda externa. Aunque junto a ese anuncio confirmó el pago del PDVSA 17N, las noticias sobre el posible evento crediticio superaron el efecto positivo del pago, generando una caída promedio de 22,7% en un solo día.

“PDVSA confirmó el pago del bono 17N, pero también se anunció una reestructuración de la deuda”



¿Cómo lograron pagar en octubre?

“Luego de las declaraciones de Maduro sobre la reestructuración de deuda, se confirmaron los problemas de capacidad de pago”

Venezuela sobrevivió a los grandes compromisos de deuda de octubre, pagando pese a sus problemas de liquidez y las dificultades operativas. Las sanciones han supuesto para las autoridades un verdadero reto a la hora de concretar los pagos, ya que se vieron obligadas sustituir los canales utilizados tradicionalmente. Esto explicaría el atraso en la recepción de los fondos de pagos confirmados, como fue el caso de la amortización del PDVSA 2020, recibidos dos días después.

En relación a los cupones llevados a período de gracia, inicialmente los analistas pensaban que se podría tratar de una estrategia de priorización de pagos. Sin embargo, luego de las declaraciones de Maduro sobre la reestructuración de deuda, ganan fuerza los argumentos que señalan a los problemas de capacidad de pago como el principal causante del atraso.

En años anteriores, Rusia había brindado apoyo económico a Venezuela cuando el país tenía grandes compromisos de deuda. Analizando los estados financieros de PDVSA, encontramos reflejados ingresos correspondientes a un aumento de deuda con la petrolera rusa Rosneft justo cuando se acercaban grandes pagos de capital. Lo mismo sucedió en abril de este año con el vencimiento del bono PDVSA 17V.

“Los analistas pensaban que el atraso en el pago de cupones eran parte de una estrategia”

En esta ocasión, aunque Rusia no proporcionó recursos económicos a la estatal petrolera, sí le dio oxígeno al suavizar los términos de pago de la deuda bilateral, como lo anunció el ministro de finanzas ruso, Anton Siluanov. Los nuevos términos de la reestructuración por parte de Rusia, que se aplicarán a un monto de \$3 miles de millones sobre la deuda total con el país, no han sido anunciados.

Es de esta forma, retrasando pagos relativamente pequeños y obteniendo algo de apoyo por parte de sus aliados políticos, como creemos que Venezuela logró cumplir con los grandes pagos del mes.

¿Y ahora?

Las declaraciones del día 2 de noviembre nos dejaron en el aire. Maduro mencionó tanto refinanciamiento como reestructuración, que son cosas muy diferentes, sin dar más explicaciones y encargando al vicepresidente Tareck El Aissami de la operación. En las próximas semanas creemos que podríamos encontrar alguno de los siguientes escenarios:

Escenario #1

Venezuela cumple con el pago de los cupones en período de gracia antes de su vencimiento, sin reestructurar ni refinanciar estos. Luego, negocia los futuros pagos. En base a lo que han comentado las autoridades hasta ahora, este parece ser el escenario más probable. El plazo de vencimiento del período de gracia de algunos cupones no es lo suficientemente largo para finalizar la negociación con los acreedores, así que, asumiendo que la administración verdaderamente no desea declarar un incumplimiento de pago (como han afirmado anteriormente) no tendrían otra opción que pagar las obligaciones de corto plazo.

El caso de Elecar es más complicado; el impago en este bono no activaría la cláusula de *Cross-Default* de PDVSA ni de Venezuela, lo que podría reducir las probabilidades de que su cupón sea cancelado. Sin embargo, las implicaciones de un default selectivo con Elecar podrían resultar más costosas que pagar el interés del bono, ya que existe la posibilidad de que los inversionistas logren conectar directamente las obligaciones de esta filial de PDVSA con la deuda del resto de la compañía. En este escenario, podría producirse de una aceleración del resto de la curva. El elevado riesgo asociado a esta situación nos lleva a pensar que lo más probable es que las autoridades decidan pagar los intereses de la compañía eléctrica en esta ocasión.

“Asumiendo que la administración verdaderamente no desea declarar un incumplimiento de pago, no tendrían otra opción que pagar las obligaciones de corto plazo”

“El impago en el bono de Elecar no activaría la cláusula de Cross-Default de PDVSA ni de Venezuela”

Escenario #2

No se cancela ningún cupón en período de gracia hasta renegociar la deuda y Venezuela entra en default. En este caso ocurriría un evento crediticio y, como la deuda de PDVSA tiene *Cross-Default*, es probable que se empiece el proceso de apropiación de los activos de Citgo que respaldan la deuda del P20.

El 3 de noviembre, el vicepresidente invitó a los inversionistas a una reunión en los próximos 10 días para renegociar los términos de la deuda. El primer indicio sobre lo que pasará en estas negociaciones se podrá observar antes de la reunión, ya que el vencimiento del período de gracia de los cupones de Elecar, PDVSA 27, 19 y 24 se da unos días antes. Si no realizan el pago y ocurre el evento de crédito antes de la reunión, las autoridades se mostrarían en una posición de desventaja para negociar, al encontrarse en default oficial por el impago de cupones. Eso hace que pensemos que este escenario tiene menor probabilidad de ocurrencia.

“Los últimos anuncios podrían responder a una estrategia financiera”

Escenario #3

Algunos analistas creen que se trata 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.



RENDIVALORES

Cronograma de pagos de la deuda externa venezolana

Noviembre		
Fecha	Concepto	Monto (\$)
2/11/2017	Vencimiento del PDVSA 17N	1.121.415.370
2/11/2017	Cupones del PDVSA 17N	47.660.153
7/11/2017	Cupones del Venez 23	90.000.000
7/11/2017	Cupones del Venez 28	92.500.000
15/11/2017	Cupones del PDVSA 26	135.000.000
16/11/2017	Cupones del PDVSA 24	150.000.000
17/11/2017	Cupones del PDVSA 21	107.740.782
17/11/2017	Cupones del PDVSA 35	146.250.000
Desembolso total para noviembre		1.890.566.305

J-302922372

Fuente: cálculos propios

“Ya que PDVSA decidió pagar las amortizaciones de capital, no parecería lógico que dejara de pagar los cupones”

¿Y si no pagan?

Hay dos procesos que se inician cuando el emisor deja de pagar una deuda: la activación de los Credit Default Swaps (CDS) y la aceleración de la deuda por parte de los inversionistas.

Al suceder el impago, los inversionistas en CDS estiman a través de una subasta el posible valor rescate que determinará el prestatario. El CDS, que funciona como un seguro, cubre el complemento del valor rescate estimado en la subasta.

No obstante, en el caso de Venezuela, hay algunas consideraciones que hacer respecto al proceso de la activación de los CDS. La Asociación Internacional de Swaps y Derivados (ISDA), encargada de declarar el evento crediticio, anunció que no se realizarían subastas para los instrumentos afectados por las sanciones financieras impuestas por la administración de Trump.

***“Los inversionistas
están preocupados y
hay confusión en el
mercado”***

Por otra parte, la aceleración sí se podría activar en cuanto se observe el evento crediticio. Se requiere el 25% de los inversionistas a favor para iniciar el proceso, que obligaría legalmente al estado a hacerle frente no solo a los últimos pagos, sino también al resto de sus obligaciones crediticias.

Dado que el gobierno evidentemente no tendría la capacidad para enfrentarse a una carga financiera de esa magnitud, se vería obligado a negociar con los inversionistas. Además, estaría presente el agravante correspondiente a la posibilidad de inicio de un proceso judicial, a través del cual los inversionistas buscarían asegurar la obtención de la mayor cantidad de recursos posibles, mejorando su posición de negociación.

En conclusión, el sentimiento que domina a los inversionistas en estos momentos es la preocupación. Aunque el movimiento de precios parece indicar que el mercado espera un evento de crédito bastante duro para los tenedores, lo cierto es que los pocos comentarios realizados por las autoridades hasta ahora señalan que su actitud respecto al proceso de reestructuración que está por arrancar no será tan agresiva como se espera. Sin embargo, la falta de detalles y la confusión en los términos empleados han llenado de confusión al mercado, que difícilmente podrá estabilizarse mientras no haya mayor claridad en cuanto a las operaciones financieras que afectarán a la deuda venezolana.