



9 de febrero de 2018

**RENDIVALORES**

J-302922372

Venezuela:

Un juego trancado

## Venezuela: un juego trancado

El 2 de noviembre se anunció una renegociación de la deuda. Han ido pasando los meses y las autoridades no han realizado algún comunicado que tranquilice a los inversionistas, por lo que los bonos se han mantenido cerca de sus niveles mínimos.

Los intereses atrasados se mantienen con un estatus desconocido y las autoridades han evitado hacer comentarios sobre los pagos acumulados. Mientras esto ocurría, se profundizaba la crisis económica: el proceso hiperinflacionario se ha ido agravando, de la mano de fuerte caída en la producción petrolera y las reservas internacionales.

En medio de la incertidumbre, lo cierto es que no esperamos un cambio en la situación actual en el corto plazo. Los inversionistas y el gobierno parecieran encontrarse en un delicado equilibrio, en el cual ninguna de las dos partes pareciera tener incentivos para modificar su estrategia actual.

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

## Reporte mensual de deuda venezolana

Autor

**Alejandro Guilarte**

Analista financiero

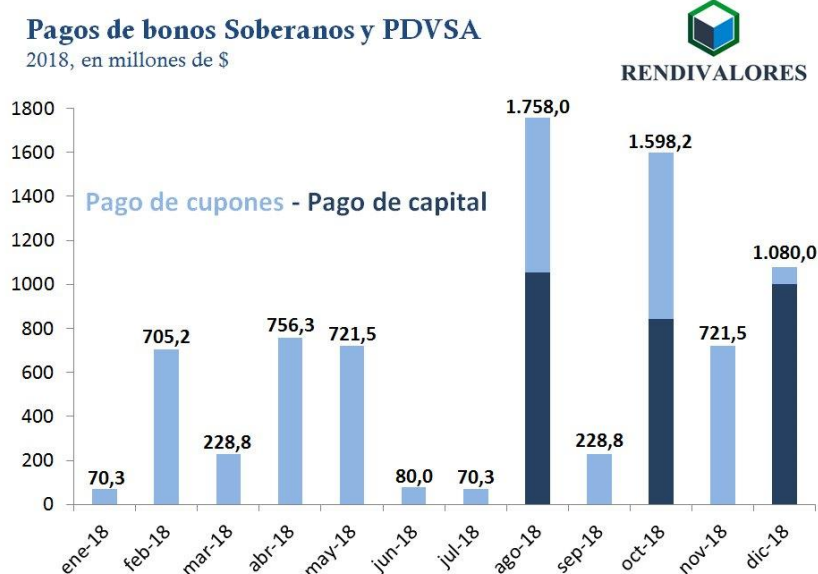
[aguilarte@rendivalores.com](mailto:aguilarte@rendivalores.com)

Editor

**Gerónimo Mansutti**

Gerente de finanzas

[gmansutti@rendivalores.com](mailto:gmansutti@rendivalores.com)



[www.rendivalores.com](http://www.rendivalores.com)

## ¿Dónde estamos?

***“El total acumulado por pagar asciende los \$1.367,7 millones”***

En el último trimestre del 2017 se anunció una renegociación de la deuda externa, la cual hasta los momentos, tiene estatus desconocido, lo que llevó a los bonos venezolanos a ubicarse en mínimos históricos. El tiempo pasa y se mantiene el hermetismo por parte de las autoridades, mientras se siguen acumulando intereses.

***“El gobierno y PDVSA han anunciado la realización de varios pagos, pero estos no han llegado a las cuentas de los inversionistas”***



A la fecha, se encuentran 8 cupones soberanos vencidos, y 5 de PDVSA. Aunque las autoridades afirman haber pagado varios bonos de PDVSA, junto al Venez 19 y 24, ya han pasado más de dos meses desde el vencimiento del período de gracia de varios títulos, y los fondos aún no han sido recibidos por los inversionistas.

## Bonos soberanos operando flat

Ante este panorama, la Asociación de Operadores de Mercados Emergentes (EMTA) anunció la segunda semana de enero que los bonos soberanos dejarían de operar con intereses acumulados, lo que suele ser común con las emisiones que se encuentran en default.

Este evento hizo que el precio de los bonos soberanos se adaptara. La prima que representaba el cobro de intereses aculados (que hasta el anuncio se pagaba en cash) dejó de ser cobrada, por lo que ese monto se trasladó a los precios. El avance promedio tras la noticia fue de 5%.

***“El factor de descuento del Petro dependerá de la cantidad ofrecida”***

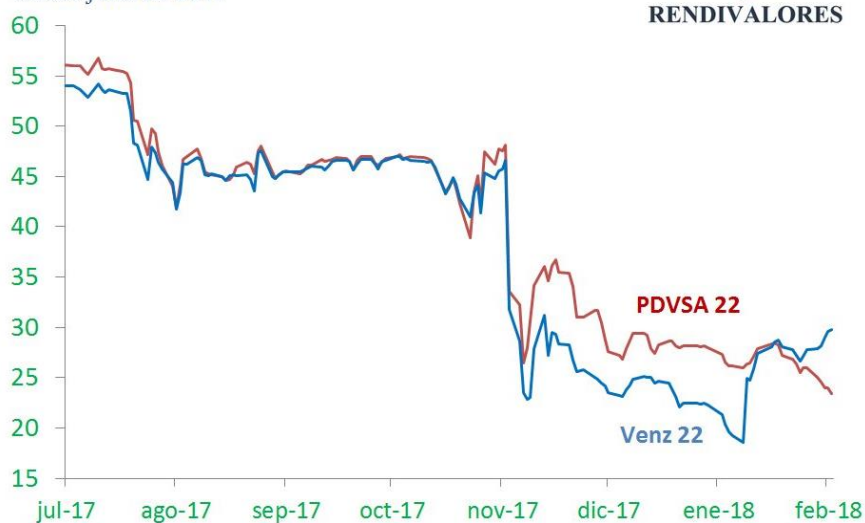
***“Los inversionistas mantienen la esperanza de que se honren los pagos de PDVSA”***

### Bonos PDVSA 2022 y soberano 2022

Desde julio de 2017



RENDIVALORES



  @Rendivalores

Fuente: Bloomberg

Pese a haber sufrido retrasos similares, los bonos PDVSA aún operan con intereses acumulados, ya que el mercado pareciera dar más probabilidades a que se honren los intereses de la petrolera, destacando el riesgo que conlleva un evento de crédito para la estatal. Las autoridades también parecieran estarle dando mayor prioridad a las obligaciones de PDVSA, al haber pagado las grandes amortizaciones de finales de 2017.

## Escenarios 2018: ¿qué nos espera?

***“Los próximos meses serán claves para el futuro de la deuda venezolana”***

***“El escenario más probable es que se sigan honrando los pagos de PDVSA”***

La situación actual pareciera ser lo que se conoce como un *game of chicken*, en el que el primer contrincante del juego en pestañear perdería. El gobierno, sea cual sea su estrategia, gana al dejar pasar el tiempo, mientras los inversionistas se enfrentan a una difícil coyuntura: aunque en teoría podrían intentar usar las cláusulas que los protegen o incluso empezar a tomar medidas legales, saben también que este tipo de acciones podría afectar negativamente la voluntad de pago del gobierno. Dado que una parte del mercado cree en las justificaciones de las autoridades, que señalan que el atraso se debe a problemas operacionales, sería previsible pensar que, mientras no llegue nueva información al mercado, la situación actual de incertidumbre y falta de novedades podría extenderse por un par de meses.

Ante esta situación, analizamos el 2018 bajo 3 escenarios que consideramos los más probables:

- **Escenario 1: default selectivo**

Las autoridades anuncian abiertamente una moratoria en los intereses acumulados de los bonos soberanos y honran los pagos de PDVSA. El escenario tendría lógica, en vista de que los bonos soberanos, a diferencia de los PDVSA, tienen cláusulas CAC que facilitarían un proceso de reestructuración. Además, pagando PDVSA se protege el flujo de caja en divisas que genera la petrolera, así como algunos de los activos más importantes de Venezuela en el exterior, como CITGO.

***“El nivel de paciencia de los grandes tenedores tendrá un rol clave durante los próximos meses”***

- **Escenario 2: pagar y renegociar**

Las autoridades honrarían los intereses vencidos (tanto soberanos como de PDVSA) y se sentarían con los inversionistas a concretar una renegociación de la deuda. Dado el panorama político y económico, este escenario sería el menos probable y quizás, el más complicado de materializarse. También sería el más amigable para el mercado, siempre que se trate de un proceso ordenado.

- **Escenario 3: default completo**

Se mantiene el estatus actual, en el que las autoridades no dan información acerca de los compromisos pendientes, los inversionistas aceleran la deuda y se declara la ocurrencia de un default con todos los títulos de la curva. Nos inclinamos a pensar que la reacción de las autoridades sería muy negativa.

Hay varios factores que pueden incidir en estos escenarios, destacando los eventos políticos que se desarrollarán durante los próximos meses. Lo que si podemos señalar es que, con las sanciones recientes y dadas las reducidas alternativas de financiamiento que tienen las autoridades para recaudar divisas (el Petro buscaría solucionar esto pero no somos particularmente optimistas respecto a su probabilidad de éxito), aunado al desplome que ha ocurrido en la producción petrolera y a unas reservas internacionales marcando mínimos multianuales, es poco probable, por no decir utópico, pensar que el gobierno podrá cerrar la brecha externa y mejorar su flujo de dólares lo suficiente como para honrar sin problemas los compromisos pendientes.