

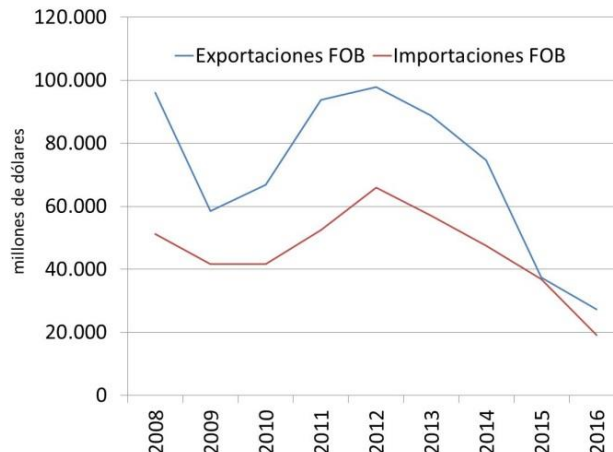
17 de Noviembre de 2017

## Venezuela y PDVSA

Finalmente esta semana Venezuela y PDVSA entraron en default. Los incumplimientos crediticios, sobre todo soberanos, suelen ser un hecho poco frecuente, más aún en condiciones financieras internacionales extremadamente favorables. Resulta prácticamente increíble ver como Venezuela entró en default en un mundo saciado de liquidez, donde Perú consigue financiamiento a 10 años levemente arriba del 3%. La compañía estatal PDVSA, que explora, explota y comercializa nada menos que las reservas probadas más altas del mundo, también cayó en default. El resto de las petroleras estatales latinoamericanas (PEMEX, YPF, Ecopetrol e incluso Petrobras) obviamente sintieron el cimbronazo de la caída del crudo en su actividad, pero todas estuvieron muy lejos de incumplir con sus obligaciones financieras.

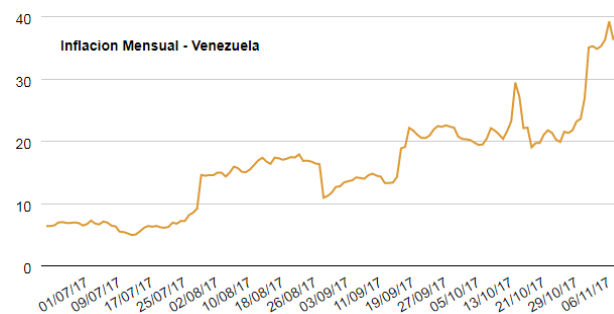
La desastrosa política macroeconómica hundió al país en una crisis muy profunda. Los números no dejan de llamar la atención. Vale remarcar que el Gobierno prácticamente destruyó las estadísticas públicas, con lo cual sólo contamos con estimaciones privadas. Según datos del FMI, la economía desde el 2013 a la actualidad se contrajo más de un 30% y casi un 40% en términos per cápita. A esto hay que agregarle, que debido a la caída en los precios del petróleo, la pérdida del poder de compra en términos de importaciones es sustancialmente más alta que la reducción del PBI medido en cantidades.

En una economía que exporta solamente petróleo e importa bienes intermedios, de capital y de consumo, la caída en el poder de compra tiene dos efectos nefastos. Por un lado genera escasez de bienes de primera necesidad como vemos en la televisión y, por otro, destruye el resto del entramado productivo al no poder importar insumos de producción. La baja en el precio del petróleo, paradójicamente, lo hace incluso más dependiente de las exportaciones de crudo. En el gráfico a continuación, notamos que desde el 2012 las exportaciones e importaciones se hunden, con una contracción acumulada superior al 70%. Entre el 2008 y 2014 las importaciones promediaron los U\$ 52.000 millones. El año pasado no llegaron a los U\$20.000 millones.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

Según la Fundación Bengoa, la pobreza superó el 80% en el 2016, prácticamente multiplicándose por dos desde el 2014. El brutal incremento en el costo de vida es la principal explicación del salto en la pobreza. En este 2017, siguiendo las estadísticas de PriceStats, la inflación viene escalando continuamente y ya se arrima al umbral del 40% mensual. Dados los parámetros contemporáneos, el país sufre una severa hiperinflación.



Fuente: www.inflacionverdadera.com

La producción de petróleo, fuente de ingresos de PDVSA y de divisas para el país continúa cayendo. Desde el 2014 la producción cayó más de un 30%. Según los últimos datos de la OPEP, la producción rondaría los 1,95 millones barriles diarios, alcanzando el valor más bajo desde fines de la década de 1980. La crisis repercutió también en la productividad de los pozos. Más aún, si bien no hay cifras ciertas, para los próximos meses parte de las divisas futuras provenientes de las exportación ya están comprometidas por los adelantos de Rusia a la Petrolera estatal venezolana.

Hasta ahora nada nuevo. Con esta coyuntura el mercado continuaba comprando deuda y Venezuela y PDVSA pagando sus obligaciones. Sin

embargo, en las últimas semanas el panorama cambió. Primero, con el anuncio de Maduro, íntegramente declarativo en términos internos, donde habló confusamente de refinanciar y reestructurar la deuda, justo en la semana que amortizó el vencimiento de PDVSA 2017 por un monto cercano a los U\$1.200 millones. El lunes 13 fue la fecha clave, dado que vencía el periodo de gracia de los 30 días posteriores al corte de cupón de bonos de Venezuela y de PDVSA.

Al no pagar los vencimientos, las calificadoras de riesgo pusieron los bonos en default. Ayer ISDA confirmó el incumplimiento crediticio, con lo cual se deben gatillar los seguros de crédito (credit default swap). Unos días antes también habían entrado en default los bonos de la compañía Eléctrica de Caracas. De acá hasta finales del 2018, afrontaba erogaciones por U\$6.000 millones de Venezuela y U\$3.000 de PDVSA. Cuenta con reservas por un importe equivalente.

Mucho se debatía sobre las cláusulas de cross-default (incumplimiento cruzado). Según algunas opiniones de Bancos Internacionales, los bonos de PDVSA están más complicados en términos de cross-default, cláusulas de acción colectiva y otras particularidades legales de los prospectos. Con lo cual, PDVSA estaba más complicada en incumplir sin que ello gatille las cláusulas de incumplimiento sobre otras deuda de Venezuela (bonos y otros préstamos). Mucho gris en este tópico, otras opiniones no concuerdan con esto. Esto quedó atrás, dado que ambos emisores incumplieron.

Luego del anuncio de Maduro, las paridades cayeron abruptamente. Algo recuperaron en las ruedas siguientes, pero volvieron a retroceder con el incumplimiento formal del lunes. En promedio, las paridades de los bonos medianos cayeron entre un 25% y 30%. Como era de esperar, los títulos cortos bajaron aún más y los largos algo menos (ya negociaban con muy baja paridad).

Hoy la curva está completamente invertida. Los títulos cortos muestran rendimientos exorbitantes arriba del 100% mientras que los bonos medianos/largos rinden entre un 30% y 60%. En estos escenarios, poco importa el rendimiento y el mercado negocia paridad. Cuanto estoy pagando cada nominal y cuanto recuperaría ante una eventual reestructuración. Hoy las paridades van entre el 22% y 35%, se pagan entre 0.22 y 0.35

centavos de dólar por cada bono, apostando a recuperar algo más.



Fuente: Bloomberg

Ticker	Cupón	Vencimiento	Rescate	P.	Div	BB	Rtg	Ask	Rend A.
VENZ	9.250	09/15/2027	BULLET	VE	USD	CC+		30.050	34.394
VENZ	7.750	10/13/2019	BULLET	VE	USD	DDD+		32.080	86.624
VENZ	12.750	08/23/2022	SINKABLE	VE	USD	CC+		30.245	55.535
VENZ	11.750	10/21/2026	BULLET	VE	USD	CC+		29.760	42.673
VENZ	13.625	08/15/2018	BULLET	VE	USD	CC+		37.255	218.315
VENZ	7.000	12/01/2018	BULLET	VE	USD	CC+		40.705	123.194
VENZ	11.950	08/05/2031	SINKABLE	VE	USD	CC+		27.940	43.081
VENZ	9.250	05/07/2028	BULLET	VE	USD	CC+		27.375	36.706
VENZ	9.375	01/13/2034	BULLET	VE	USD	CC+		26.500	35.759
VENZ	8.250	10/13/2024	BULLET	VE	USD	DDD+		26.500	40.580
VENZ	9.000	05/07/2023	BULLET	VE	USD	CC+		27.625	46.381
VENZ	7.000	03/31/2038	BULLET	VE	USD	CC+		25.415	27.896
VENZ	13.625	08/15/2018	BULLET	VE	USD	CC+		43.792	175.062
VENZ	6.000	12/09/2020	BULLET	VE	USD	CC+		26.020	63.904
VENZ	7.650	04/21/2025	BULLET	VE	USD	CC+		26.465	37.620

Ticker	Cupón	Vencimient.	BB	R.	Rescate	Div	Ask	Rend	Ask al v.
PDVSA	8.500	10/27/2020	CC-		SINKABLE	USD	82.594	16.171	
PDVSA	12.750	02/17/2022	NR		SINKABLE	USD	36.855	49.621	
PDVSA	9.750	05/17/2035	C+		SINKABLE	USD	31.211	31.645	
PDVSA	6.000	11/15/2026	C+		SINKABLE	USD	26.404	30.072	
PDVSA	6.000	05/16/2024	C+		SINKABLE	USD	26.237	36.160	
PDVSA	5.375	04/12/2027	DD+		BULLET	USD	27.549	26.805	
PDVSA	9.000	11/17/2021	C+		SINKABLE	USD	33.134	48.250	
PDVSA	5.500	04/12/2037	DD+		BULLET	USD	27.080	21.427	
PDVSA	6.000	10/28/2022	NA		SINKABLE	USD	21.427	50.419	
PDVSA	8.500	10/27/2020	CC-		SINKABLE	USD	81.388	16.777	
PDVSA	6.000	05/16/2024	C+		SINKABLE	USD	26.215	36.184	
PDVSA	12.750	02/17/2022	NR		SINKABLE	USD	36.766	49.729	
PDVSA	6.000	11/15/2026	C+		SINKABLE	USD	26.163	30.289	
PDVSA	9.750	05/17/2035	C+		SINKABLE	USD	31.518	31.349	
PDVSA	9.000	11/17/2021	C+		SINKABLE	USD	32.307	49.324	

Fuente: Bloomberg

Claramente estamos en precios de default y con paridades incluso por debajo de las tasas de recupero promedio de los defaults soberanos. Pero este incumplimiento tiene la particularidad de que

por el momento, es prácticamente imposible reestructurar. Las sanciones internacionales de USA complican cualquier eventual negociación, ya que para reestructurar hay que emitir nuevos bonos, y las sanciones se lo prohíben. En teoría podría reestructurar fuera de USA y con bancos no americanos. A priori, luce complejo.

Lo único claro es que este conflicto recién comienza y el final luce muy distante y abierto. En el camino, como siempre, veremos mucha volatilidad y oportunidades de trading.

Buen fin de semana,

**Juan Battaglia**  
*Economista Jefe*