

Canje de Bonos Efectos sobre la deuda externa de Pdvsa



Oferta de Swap de Pdvsa

VP Control Gestión de Negocios

Por: Jean Gutiérrez
jlgutierrez@bod.com.ve

El 16 de septiembre, Petróleos de Venezuela (Pdvsa) anunciaba de manera oficial, a través de un comunicado, la oferta de *Swap* de bonos Senior con vencimiento en 2017 por bonos que vencen en 2020. ¿Pero qué es exactamente un *Swap*?, ¿qué objetivo se persigue con esta operación financiera?, ¿qué beneficios le otorga al país? Responder estas preguntas es vital para entender por qué este proceso estuvo sobre la palestra durante los últimos meses.

Un *Swap* no es más que un canje o permuta, en el que el emisor de deuda, en este caso Pdvsa, propone una oferta de

intercambio (a los tenedores de bono) en los términos de su deuda de corto plazo por mejores condiciones de los bonos, con el objetivo de obtener mayor liquidez y aliviar su carga financiera para trasladarla a otro plazo. En el **Gráfico No. 1** se puede observar cómo está distribuida actualmente esta deuda de acuerdo a su plazo de vencimiento, evidentemente hay un mayor peso en el corto plazo.

Esta oferta se realiza con carácter voluntario, lo que quiere decir que la oferta por parte de Pdvsa debía ser lo suficientemente buena como para que los propietarios de los bonos aceptaran el intercambio de al menos 50% del capital de

los bonos sujetos al canje.

A pesar de que el 16 de septiembre de este año se anunció una oferta, no fue hasta el 26 de septiembre que la petrolera venezolana anunció lo que sería la oferta final del canje de bonos. En la misma se ofrecería mejorar las condiciones del bono con vencimiento en abril de 2017 (Pdvsa2017) y del bono con vencimiento en noviembre del mismo año (Pdvsa2017N) por otro bono con vencimiento en 2020 (Pdvsa2020) de cupón 8,5%.

Entre ambos títulos contabilizan un capital de \$7.100 millones, la diferencia que presentan es que en el caso del bono de abril, su cupón mejora de 5,25% a 8,5% con el canje, mientras que el Pdvsa2017N mantiene su cupón en 8,5%.

Además, se ofrece como respaldo de este canje, un 50,1% de participación de su empresa filial Citgo Holding Inc. Este punto es particularmente importante, porque a pesar de que no se sabe a ciencia cierta el valor de esta empresa (firmas especializadas la valoran entre \$4.000 y \$6.000 millones), la inclusión de esta empresa como respaldo le permite a los tenedores de bonos poseer una cobertura

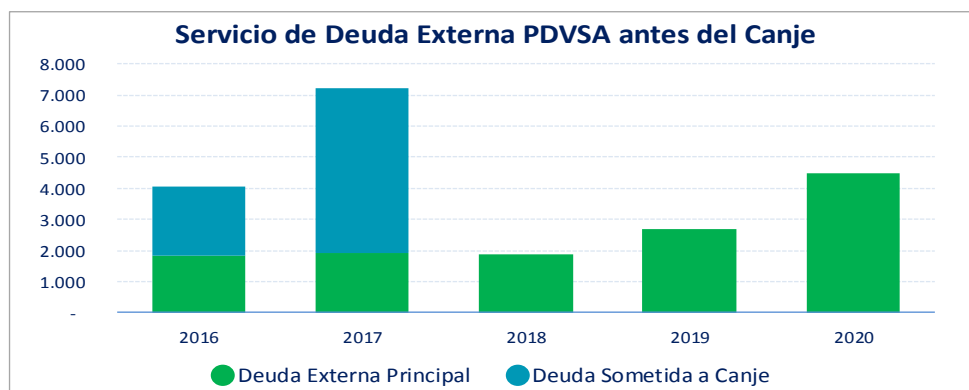


Gráfico No. 1 – Fuente: Banco Central de Venezuela (BCV)

en caso de que no se cumpla el pago de los títulos a la fecha de su vencimiento.

En principio había dudas con respecto a qué tan atractiva podía ser esta oferta para los inversores. Esta duda se confirmó con el paso de los días, ya que el plazo para el vencimiento de la oferta de canje llegó a extenderse hasta tres veces, en vista de que no lograba concretarse ese 50% necesario para ejecutar la operación.

La tardanza en ejecutarse el canje tiene que ver con la disposición al riesgo de los inversores. Quienes presentan apetito por el riesgo, interpretan el ascendente riesgo país de Venezuela y la mejora en las condiciones de los bonos, como una oportunidad para obtener mayor rendimiento de sus inversiones en títulos de deuda. Mientras que, aquellos adversos al riesgo prefieren mantener su posición, sobre entendiendo que se encuentra subyacente un riesgo de default.

Finalmente, el día 24 de octubre, el ministro de Energía y Petróleo, Eulogio del Pino, anunciaba que se había realizado de manera exitosa el canje de \$2.799 millones en bonos Pdvsa de 2017 por \$3.367 millones del bono Pdvsa2020. Sin embargo, el intercambio se realizó solo por 39,4%, en vista que no lograba alcanzarse lo estipulado inicialmente y esto estaba generando volatilidad en los bonos. El resultado entonces son \$568 millones de nueva deuda.

En la **Gráfica No. 2** se refleja la nueva distribución de la deuda a partir del canje, cuyo efecto se evidencia en los años 2018, 2019 y 2020. El impacto de este incremento de deuda en estos años dependerá en gran medida de los ingresos en divisas de los que disponga en ese momento el país. Por los momentos lo adecuado es analizar qué puede estar sucediendo en el corto plazo.

Implicaciones en la economía

Naturalmente una operación de canje de este tipo implica posponer los compromisos de pagos pendientes en el corto plazo, lo que automáticamente alivia la presión sobre la empresa, generando mayor disponibilidad de liquidez en el

corto plazo. Dado que Pdvsa es la principal generadora de ingresos en divisas para la nación, el canje repercute en la disponibilidad de divisas para el país, tanto para sostener los distintos programas sociales como para importar alimentos, sobre todo en el último trimestre de año, que en el caso venezolano, históricamente es la época que presenta mayor consumo.

Por tanto, era de vital importancia para el Gobierno venezolano lograr finiquitar esta operación. Sin embargo, hay consideraciones relevantes que deben hacerse al respecto. La primera corresponde al hecho mencionado anteriormente, el posible aumento de las importaciones. En efecto, el sector público dispondrá de mayor cantidad de divisas, pero ¿qué tan grande es esta cantidad?, pues dado el nivel de participación, estamos hablando de alrededor de \$1.775 millones.

Esta categoría se asigna cuando se interpreta que el emisor de los bonos ha incumplido con las condiciones iniciales de pago, aunque se mantiene atendiendo dichas obligaciones. La empresa calificadoradora de riesgo fundamenta su opinión bajo el concepto de que al alargar el tiempo de pago, los inversores están “recibiendo menos de lo que prometía el activo originalmente”, como lo reflejaban en su informe.

En una economía como la venezolana, en la que la mayoría de sus ingresos vienen dados por una empresa, este tipo de calificaciones afectan directamente la reputación del país. En ese sentido, el riesgo país es la variable que más se ve afectada ante este tipo de calificaciones, y es la que más compromete la capacidad del Gobierno de endeudarse ante una nueva crisis.

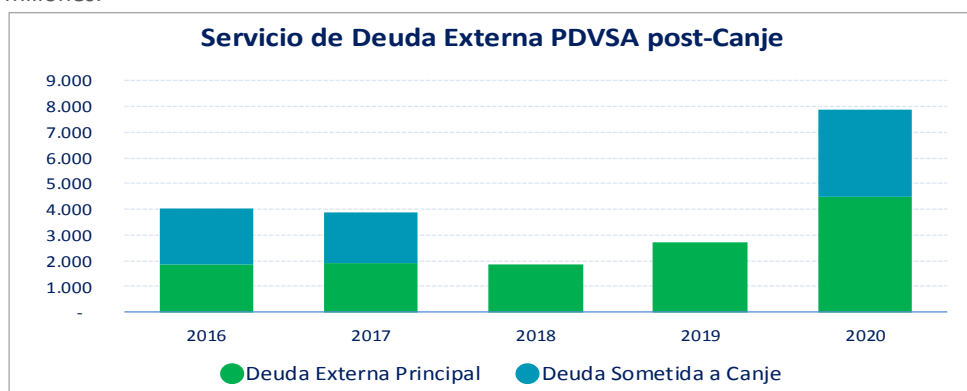


Gráfico No. 2 – Fuente: Banco Central de Venezuela (BCV)

De este primer punto se puede decir definitivamente ayuda en el flujo de caja, pero puede que resulte insuficiente, sobre todo si se toma en cuenta que a cambio de ello se está incrementando el déficit externo.

El segundo punto a considerar es el riesgo de default. A partir de la caída de los precios del petróleo, mucho se ha hablado del creciente riesgo de default que atraviesa la empresa, sin embargo, la directiva había reiterado en muchas ocasiones que ese riesgo no era tal, de hecho el ministro Eulogio del Pino celebró el acuerdo de canje como una posibilidad de mejorar la situación de la empresa. Sin embargo, la agencia internacional *Standard & Poors*, luego de ejecutarse la operación, decidió calificar los bonos que entraron dentro del canje, en “default selectivo”.

Más allá de todo esto, los próximos meses cobran gran importancia, porque siendo el mercado petrolero uno de los más volátiles, es difícil saber a ciencia cierta si en 2017 Venezuela podrá contar con precios más altos del barril de petróleo y por ende, de mayores ingresos. Por eso la insistencia desde el Ejecutivo nacional de concretar acuerdos con los distintos participantes y no participantes de la OPEP para lograr estabilizar al alza los precios. Del incremento de precios dependerá si fue o no fue del todo efectivo el *swap*, ya que al final del día, el margen de ganancia en el corto plazo no fue lo alto que se esperaba, pero concretándose un acuerdo de este tipo, se concluirá que se ganó el tiempo suficiente para obtener mayor volumen de divisas.

Tabla de Indicadores Semanal BOD

Resumen de Indicadores	Semana 03 al 07 Octubre	Semana 10 al 14 Octubre	Semana 17 al 21 Octubre	Semana 24 al 28 Octubre	Variación Vs Sem-1:	Tendencia
PRECIOS DEL PETROLEO (USD/BLS)						
Precio Venezuela	41,58	43,09	43,03	42,51	-1,21%	
Cesta OPEP	46,43	48,49	48,53	47,81	-1,48%	
WTI	48,89	50,51	50,52	50,05	-0,93%	
BRENT	50,95	52,26	51,84	50,90	-1,81%	
RESERVAS INTERNACIONALES Y SECTOR EXTERNO						
Reservas Internacionales (Millones de US\$)	11.865	11.990	11.800	11.807	0,06%	
Oro (US\$ por onza)	1.248,90	1.253,10	1.265,90	1.267,90	0,16%	
Liquidez y Mercado Monetario (miles de Bs.)						
Liquidez Monetaria (M2)	6.771.482.558	6.877.773.547	7.176.718.266		4,35%	
Dinero	6.643.332.571	6.750.560.717	7.046.316.728		4,38%	
Reservas Bancarias Excedentes (cierre)	656.816	594.169	1.074.749	1.164.685	8,37%	
Monto de Absorciones de Liquidez BCV (Vigente)	156.686	154.597	157.020		1,57%	
Operaciones de Inyeccion de Liquidez BCV (Vigente)	6.000	-	-		0,00%	
Tasas de Interes %						
Activa	22,23	21,59	22,40		3,75%	
Pasiva (DPF 90 días)	14,86	14,50	15,21		4,90%	
Spread	12,63	12,63	12,62		-0,08%	
Tasa Overnight Promedio	0,95	0,92	0,42	-	-100,00%	
Precio de Bonos Soberanos y PDVSA (%)						
GLOBAL 12/18N	60,50	56,00	57,00		1,00	
GLOBAL 08/18	84,00	79,50	76,00		(3,50)	
GLOBAL 10/19	70,50	66,00	64,50		(1,50)	
GLOBAL 09/20	53,00	49,75	49,50		(0,25)	
GLOBAL 08/22	66,50	62,50	63,50		1,00	
GLOBAL 07/23	51,50	47,80	50,00		2,20	
GLOBAL 10/24	49,25	45,75	49,00		3,25	
GLOBAL 04/25	48,00	44,75	47,50		2,75	
GLOBAL 10/26	63,60	56,50	60,00		3,50	
GLOBAL 09/27	54,75	52,50	54,63		2,13	
GLOBAL 05/28	52,10	48,50	51,00		2,50	
GLOBAL 08/31	61,75	56,50	60,50		4,00	
GLOBAL 01/34	52,50	49,25	51,00		1,75	
GLOBAL 03/38	46,80	43,75	46,00		2,25	
PDVSA 10/16	97,13	96,94	97,38		0,44	
PDVSA 04/17	81,75	81,06	80,44		(0,63)	
PDVSA 11/17N	85,06	86,81	83,50		(3,31)	
PDVSA 11/21	57,50	53,13	53,25		0,13	
PDVSA 02/22	66,31	60,94	62,13		1,19	
PDVSA 11/26	43,31	40,88	41,06		0,19	
PDVSA 04/27	42,25	40,56	40,38		(0,19)	
PDVSA 05/35	54,13	47,63	47,38		(0,25)	
PDVSA 04/37	42,25	39,75	40,06		0,31	

Fuente de los Datos: Tesorería BOD, BCV, ONT, MENPET