

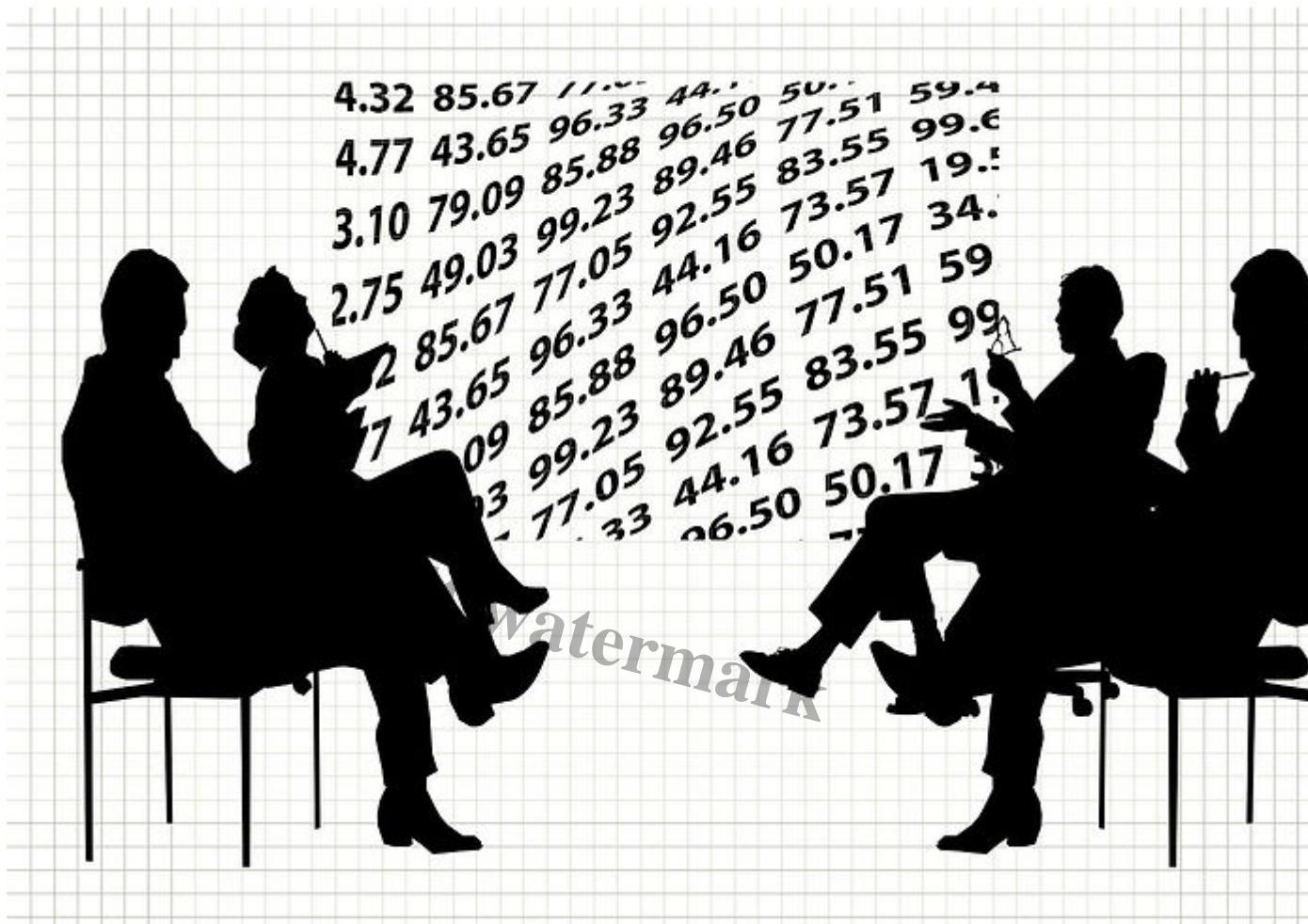


¿Cuánto perderán los inversores en una reestructuración de la deuda venezolana?

Descripción

Los escenarios indican que los acreedores deben prepararse para una rebaja muy importante en el monto a fin de que la carga se haga sostenible para el país.

Daniel Cadenas*



Pixabay

Hace un par de semanas, la agencia de noticias Bloomberg afirmó³ que Venezuela estaba «lista para negociar» su deuda externa. La base de esta afirmación: la contratación de Rothschild & Co. como asesor financiero para auditar la maraña de bonos, préstamos y juicios que, según Bloomberg, suman la asombrosa cifra de 154 mil millones de dólares.

Sin embargo, la realidad es que Venezuela estÃ¡ lejos de estar lista para una negociaciÃ³n real. La lista de obstÃ¡culos es larga y compleja, desde las sanciones internacionales, pasando por el incumplimiento de la obligaciÃ³n por parte de Venezuela de [suministrar datos al FMI](#) como es requerido, hasta la falta de un marco legal claro para la reestructuraciÃ³n.

Pero hay una pregunta que sÃA podemos responder, aunque de forma aproximada, pero con precisiÃ3n aceptable: Â¿cuÃjnto perderÃAn los inversionistas o acreedores, en una eventual reestructuraciÃ3n? Â¿De quÃ© magnitud serÃAn las Â«quitasÂ» que sufrirÃAn sus inversiones?

Este análisis se adentra en la compleja situación de la deuda venezolana para ofrecerte una respuesta aproximada.

Verdades y mentiras

Para aterrizar las expectativas que algunos pudieran tener sobre un hipotético proceso de reestructuración de deuda externa venezolana, hay que precisar algunos hechos.

Antes de las investigaciones más recientes, basadas en [datos reales](#) u observaciones fácticas sobre incumplimientos y reestructuraciones, erróneamente se pensaba que:

- Un país que incumple su deuda no parece enfrentar sanciones graves en los mercados crediticios a mediano y largo plazo.
- Los países morosos a menudo recuperan el acceso a nuevo capital apenas un año después de la crisis de deuda y posterior reestructuración.

Asimismo se creía que los mercados de crédito tienen mala memoria, perdonan a los maus y les vuelven a prestar rápidamente sin mayores costos financieros.

Pero no es así. Las conclusiones del trabajo de investigación de [Cruces y Trebesch](#) publicado en 2011 y quizás el más completo sobre esta materia, nos sitúa en la realidad:

- Las reestructuraciones son «asuntos de rutina» en los países de ingresos bajos y medios.
- Entre 1970 y 2010 hubo nada menos que 180 reestructuraciones de deuda soberana en 68 países.
- La quita o pérdida (*haircut*) promedio para los inversionistas en todas las reestructuraciones de deuda es del 37%, lo que significa que los acreedores perdieron en la reestructuración, en promedio, 37 centavos por dólar por cada dólar invertido.
- El tamaño de la quita o pérdida ha aumentado con el tiempo, desde un valor medio de solo el 25% en los años 1980, a alrededor del 50% en los años 1990 y 2000.

El castigo

Una conclusión clave del trabajo de Cruces y Trebesch es que la quita media de todas las reestructuraciones que han ocurrido posteriores a un *default* o incumplimiento de las obligaciones (como sería el hipotético caso venezolano) es de 45%.

Esto se traduce en que los acreedores perdieron, en promedio, 45 centavos por cada dólar invertido, mientras que en los casos de reestructuraciones preventivas para evitar un *default* tienen una quita promedio de solo 24%.

Otro aspecto relevante es que mientras mayor es la quita o pérdida para los inversionistas en el proceso de reestructuración, mayores son los costos de endeudamiento después y más prolongados son los períodos de exclusión del mercado.

Los países con quitas altas experimentan diferenciales de tasas posteriores a la reestructuración que son alrededor de 200 puntos básicos más altos que los países con quitas bajas, especialmente en los años tres a siete después de la reestructuración.

La sostenibilidad

La deuda externa de un país se reestructura partiendo de la noción de que el nivel de deuda actual es insostenible, es decir, no se puede servir o repagar de forma sostenida en el tiempo.

Por tanto, una reestructuración creíble debe llevar o reducir el nivel de deuda actual a un nivel sostenible, cuyos pagos se puedan mantener en el tiempo, lo cual implica que habrá pérdidas para los inversores.

La deuda es sostenible cuando el país deudor puede continuar pagando sin una corrección irreal en sus ingresos y gastos.

Un indicador clave son las exportaciones. Las divisas para pagar la deuda provienen de lo que el país es capaz de exportar; pero no todo puede destinarse al pago de la deuda, también hay que importar lo que la economía necesita para funcionar, cancelar otros compromisos internacionales y cumplir con objetivos de política económica.

En el caso de Venezuela basta con observar el peso de la deuda pública externa como porcentaje de las exportaciones para determinar que a partir de aproximadamente 2009, el país estaba encaminándose hacia la insostenibilidad de su deuda pública externa y a un *default* inexorable.



Oikos Research

Por increíble que hoy nos parezca, la narrativa de consenso de los expertos locales en aquellos años era que Venezuela no tenía un problema de solvencia o estructural para servir la deuda sino uno de liquidez o coyuntural.

Esa afirmación se hacía en medio de un brutal colapso macroeconómico y a las puertas de una hiperinflación.

El m@todo

¿Cómo se determina el nivel de deuda sostenible? Una forma de estimarlo es el denominado Análisis Estático de Sostenibilidad de la Deuda, en el cual seguimos fielmente la exposición propuesta en el trabajo de [Sturzenegger y Zettelmeyer](#).

Básicamente se trata de que un país que se endeuda hoy debe tener la capacidad de generar en algún momento futuro un superávit fiscal de un monto equivalente en valor presente al endeudamiento.

Para generar un superÁvit fiscal, el gobierno debe gastar menos de lo que le ingresa, es decir, debe ahorrar para pagar a los inversores.

Para hacer las estimaciones hemos aplicado el criterio, siguiendo a Sturzenegger y Zettelmeyer, que la tasa de interÃ©s que paga la deuda y la tasa de crecimiento del producto son constantes, al igual que el superÃvit primario.

La data indica que Venezuela exhibe, en promedio, dÃficit fiscal en lugar de superÃvit, pero considerando que cualquier reestructuraciÃn contarÃ con la asistencia tÃcnica del Fondo Monetario Internacional (FMI) supondremos que es posible alcanzar un modesto superÃvit fiscal de 1% del PIB sin impactar el crecimiento y dejar de atender las necesidades sociales.

Para el crecimiento suponemos que una Venezuela posreestructuraciÃn podrÃa crecer a la misma tasa potencial o de largo plazo que lo que crecÃa en los âœbuenos aÃ±osâ€ 1960-2011. Esa tasa es de 2,9%.

Sabemos que este supuesto es muy debatible, pues es complicado y hasta poco realista suponer que la Venezuela de hoy tiene las mismas capacidades para crecer en promedio o de forma sostenida que aquella Venezuela dorada, que ya no existe; pero por ahora lo utilizaremos.

Finalmente supondremos que la tasa de interÃ©s, como porcentaje del stock de deuda, es de 8%.

Los escenarios

En el primer escenario partiremos del supuesto que algunos tienen en mente: solo se incluye en el cÃculo la deuda en bonos de la RepÃblica y de PDVSA. La sumatoria de estas dos obligaciones es de unos 68 mil millones de dÃlares o 85% del PIB.

Si bien es un supuesto irreal y en ningÃn caso podrÃa ser considerado en una reestructuraciÃn asistida por el FMI, bien vale la pena hacer el ejercicio para contrastarla con una estimaciÃn mÃs realista.

En este escenario mÃs benigno la quita o *haircut* promedio serÃa de 76% y el valor de recuperaciÃn para los inversores serÃa de aproximadamente 24%.

En el segundo escenario incluiremos todas las obligaciones de deuda pÃblica externa de Venezuela. El FMI es muy claro al respecto al seÃ±alar que âœpara evaluar adecuadamente la sostenibilidad de la deuda de un paÃs, es importante cubrir todos los tipos de deuda que representan un riesgo para las finanzas pÃblicasâ€.

Sobre el monto total de la deuda hay estimados para todos los gustos, desde 120 mil millones de dólares hasta 184 mil millones. Realizaremos el ejercicio con la cifra que ofrece Bloomberg en la nota que dio origen a este análisis: 154 mil millones de dólares o 192% del PIB.

En este caso la quita o *haircut* promedio será de 89,5% y el valor de recuperación para los inversores será de aproximadamente 10,5%.

Debe advertirse que estos son valores medios, lo que significa que la quita y el valor de recuperación de cada tipo de deuda será diferente, pero el promedio de todos los casos deberá converger a una cifra parecida a este estimado.

Estos estimados son consistentes con lo que el mercado de bonos piensa que valen hoy los bonos de deuda venezolana. Los bonos soberanos se negocian alrededor de 20 centavos, mientras que los de PDVSA se cotizan alrededor de 10 centavos.

*Daniel Cadenas es economista director de la firma Oikos Research

[Artículo de https://www.gerentesis.com/](https://www.gerentesis.com/)

X: @gerentesis



Categoría

1. Finanzas y Economía

2. Sin categorÃa

Fecha de creaciÃ³n

2024/05/27

Autor

mariociap

default watermark