

## **Resumen ejecutivo**

Durante los últimos años, la posición de Pasivos en Divisas del Sector Público SP<sup>1</sup> -entendida de manera amplia- ha pasado a jugar un papel protagónico a lo interno de la opinión pública y - con un énfasis particular- dentro de la discusión inherente al camino propuesto en materia de política económica en tiempos recientes.

No obstante, a pesar de su relevancia, la misma ha sido una de las variables más afectadas por la manipulación a la que han sido sometidas ciertas cifras económicas de carácter oficial desde el año 2015. A la par de un rezago notorio en el calendario de publicación - PDVSA, el Banco Central de Venezuela (BCV), Ministerio de Finanzas (Mefbp), entre otros-, la propia opacidad que caracteriza a las diferentes series y la arquitectura del Sector Público Restringido (SPR) dificultan de manera importante el análisis del cuadro externo y fiscal venezolano, así como obstaculizan el ejercicio de proyección y el estudio normativo de la política económica.

Ante esta realidad, el objetivo de la Asamblea Nacional (AN) es enfrentar este vacío desde una perspectiva oficial, documentando la evolución agregada y composición del stock de Pasivos en Divisas del SP durante los últimos 20 años, siendo este informe un diagnóstico del monto y no un documento de reconocimiento de dichos pasivos. Haciendo uso de múltiples fuentes - oficiales y estimaciones independientes - encontramos que, tras registrar un pico cercano a los USD 149.296 millones en 2016 (5,6 veces las exportaciones) el stock de pasivos en divisas del SPR cerró en torno a los USD 130.633 millones en 2018 (4,3 veces las exportaciones).

## **Introducción y motivación**

En lo que a la estructura contable de la deuda denominada en moneda extranjera se refiere, Venezuela se posiciona en el extremo dentro de la región, y en términos de exportaciones como el país más endeudado a nivel mundial. El rezago en la publicación de cifras oficiales - siendo los cuadros externo y fiscal los más afectados - y la propia arquitectura institucional que acompañó el proceso de endeudamiento de los regímenes de Hugo Chávez (1999-2013) y Nicolás Maduro (2013-presente), suponen trabas de envergadura para el análisis de la política fiscal y el rol de los pasivos en divisas adquiridos por el Estado venezolano durante veinte años.

A pesar de que este set de complicaciones ha acompañado de manera incesante las diferentes discusiones en torno a la realidad económica venezolana durante este período, los años subsiguientes al 2015 merecen una mención aparte. Siguiendo la pauta del Banco Central de

---

\*Este informe fue realizado con el apoyo y la colaboración del equipo de investigadores compuesto por: Gorka Lalaguna, Sebastián Carreño, Mariana Campos, Américo Orsi, Adriana Martella.

<sup>1</sup>Limitada en algunos casos a “deuda externa”.

Venezuela (BCV)<sup>2</sup>, a partir de este punto, instancias tales como el Ministerio de Finanzas (Mefbp)<sup>3</sup>, la Oficina Nacional del Tesoro (ONT)<sup>4</sup> y Petróleos de Venezuela (PDVSA)<sup>5</sup> dejaron de publicar de manera sistemática diferentes indicadores que, aunque de manera limitada, representaban una pieza central dentro de lo que era la aproximación al stock de Pasivos en Divisas del SPR<sup>6</sup>.

El retraso en las publicaciones oficiales representa solo una cara de la moneda. La propia estructura del SPR<sup>7</sup>, así como la distorsión vigente sobre el tipo de cambio<sup>8</sup> y el uso de vehículos de endeudamiento que escaparon del escrutinio parlamentario y cuyos gastos se hacían de forma arbitraria desde el poder ejecutivo, se unen a la larga lista de elementos que entorpecen el análisis.

En este sentido, al menos desde 2015, el set de cifras que explica el acontecer económico venezolano se encuentra huérfano de un mapa que nos ayude a entender lo que ha sido la evolución de los diferentes compromisos en divisas del Estado venezolano. Al ser necesario por motivos de contraloría – a ser ejercida por la Asamblea Nacional (AN) – y con el objetivo de alimentar el debate actual en torno al sentido de la política económica y el camino a seguir durante los próximos años, desde la subcomisión de Crédito y Deuda Pública de la Comisión de Finanzas de la AN, nos hemos tomado la tarea de desarrollar este reporte como un aporte fundamental a la constitución de dicho mapa, siendo este informe un diagnóstico del monto y no un documento de reconocimiento del stock de Pasivos en Divisas del SP.

---

<sup>2</sup>A la par de indicadores tales como el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), Producto Interno Bruto (PIB), entre otros, la última publicación de la autoridad monetaria -en detalle- de Balanza de Pagos (BP), Posición Inversión Internacional, Deuda Externa (valor nominal y de mercado), etc., corresponde al año 2015.

<sup>3</sup> Con un retraso significativo en la publicación de las estadísticas vinculadas a la deuda total del Gobierno Central (GC), la serie referente al stock de deuda externa terminó de publicarse a mediados del año 2017 -teniendo sólo una referencia clara del año 2016.

<sup>4</sup> A mediados del año 2017, la ONT dejó de publicar la serie semanal de gasto ejecutado por parte del GC -incluyendo los diferentes pagos relacionados a la deuda interna.

<sup>5</sup> A pesar de que la última publicación de los Estados Financieros Consolidados (EE. FF) de PDVSA sea aquella referente al año 2016, un extracto del Balance de la Deuda Financiera se hace público (última actualización disponible al cierre del 2018)

<sup>6</sup>Este último concepto -y las palabras que no lo componen- es el resultado de la política económica sobre la cual se enmarcaron los últimos años. A diferencia de otros países, Venezuela cuenta con diferentes pasivos denominados en divisas, correspondientes a una serie importante de esquemas -tanto a nivel externo como interno- que juegan un papel importante en lo que ha sido la evolución del cuadro externo venezolano durante los últimos años y, por consiguiente, a futuro. Es por esto que limitar el análisis a la “Deuda Externa del SPR” omitiría una serie de partidas que mantienen una incidencia central dentro del cuadro externo venezolano.

<sup>7</sup>En el caso de partidas específicas – el Fondo Conjunto Chino Venezolano (FCCV), por ejemplo- existen ciertos pasivos que, al estar contraídas por organismos específicos vinculados al GC y PDVSA, eluden ciertas publicaciones que son responsabilidad de varios organismos oficiales (Mefbp, BCV, PDVSA, etc.)

<sup>8</sup>La apreciación del tipo de cambio real (TCR) inherente a fijar el tipo de cambio en un entorno de inflación elevada, impone complicaciones de importancia para valorar de manera adecuada pasivos que, a pesar de estar denominados en divisas, se publican en Bolívares (VEF/VES).

Haciendo uso de diferentes fuentes oficiales y con el apoyo de diversos estimados de carácter independiente<sup>9</sup>, se observa que el nivel de pasivos en divisas del sector público pasó de USD 22.586 millones al cierre del año 1999 (1,1 veces las exportaciones de dicho año)<sup>10</sup>- a USD 149.296 millones en 2016 (5,6 veces las exportaciones) para cerrar en torno a USD 130.633 millones en 2018 (4,3 veces las exportaciones). Adicionalmente, sale a relucir una reducción significativa del mismo, producto de la pérdida de acceso a los mercados internacionales, así como a la amortización de préstamos contratados con otras fuentes de financiamiento no convencional; a raíz de un deterioro generalizado de un cuadro externo que terminaría de empujar a al Estado venezolano a un escenario de impago o *default* en un tramo importante de sus pasivos a finales del año 2017.

Es importante destacar que, dado el contexto actual –marcado por un set importante de restricciones impuestas a la AN limitando su capacidad de ejercer su función contralora- el set de datos –y análisis- aquí presentado no puede considerarse como información oficial –o definitiva- en torno al estado actual de pasivos con los que cuenta el Estado venezolano.

El informe parte de una breve descripción de la arquitectura de los pasivos en divisas del SP y seguido por el detalle de cada uno de los pilares que lo sostiene, el informe concluirá con una foto actualizada de la misma y una breve conclusión.

## Metodología

Para lograr los objetivos planteados en el presente informe sobre el estado de la deuda externa del país, se utilizó data basada en información pública y privada, así como estimaciones para determinar los valores futuros de los principales indicadores de interés.

Será considerada información pública toda aquella publicada por los entes dedicados a informar sobre los temas de interés para la investigación, estas organizaciones pueden ser públicas o privadas. Entre las instituciones oficiales nacionales se encuentran:

- Banco Central de Venezuela <sup>11</sup>
- Ministerio del Poder Popular para las Finanzas <sup>12</sup>
- Asamblea Nacional de la República Bolivariana de Venezuela<sup>13</sup>
- Petróleos de Venezuela S.A.<sup>14</sup>

---

<sup>9</sup>Desde la subcomisión queremos agradecer a Ecoanalítica, al Centro para el Desarrollo Internacional de la Universidad de Harvard y a CEDICE Libertad, por su apoyo invaluable desde distintos ámbitos para la elaboración del presente informe.

<sup>10</sup>A pesar de que el ratio deuda (o pasivos) como porcentaje del PIB sea, quizás, la métrica más común para tener una idea de la capacidad de pago/sostenibilidad de una economía, el caso venezolano merece un comentario aparte. Producto de las dificultades inherentes a estimar el PIB en USD -dado el set de distorsiones en ciertos precios relativos de la economía, incluyendo el tipo de cambio- y a partir de una capacidad de pago estrictamente ligada a la generación de caja vía exportaciones, el ratio deuda/exportaciones sale a relucir como un indicador más acertado.

<sup>11</sup> <http://www.bcv.org.ve/estadisticas/deuda-externa>

<sup>12</sup> <http://www.mppf.gob.ve/deuda-externa/>

<sup>13</sup> [http://www.asambleanacional.gob.ve/comisiones/\\_comision-permanente-de-finanzas-y-desarrollo-economico](http://www.asambleanacional.gob.ve/comisiones/_comision-permanente-de-finanzas-y-desarrollo-economico)

<sup>14</sup> [www.pdvsa.com/](http://www.pdvsa.com/)

- Instituto Nacional de Estadística<sup>15</sup>
- Oficina Nacional de Crédito Público.<sup>16</sup>

Entre las internacionales se encuentran

- Corporación Andina de Fomento<sup>17</sup>
- Banco Interamericano de Desarrollo<sup>18</sup>
- Departamentos de comercio exterior de los socios comerciales de la República
- Fondo Monetario Internacional<sup>19</sup>
- Banco Mundial<sup>20</sup>
- Oficina de Control de Activos Extranjeros de Estados Unidos (OFAC por sus siglas en inglés).

Instituciones privadas dedicadas a informar sobre los indicadores de interés pueden incluir firmas nacionales e internacionales:

- Ecoanalítica<sup>21</sup>
- Observatorio de Gasto Público del Centro de Divulgación del Conocimiento Económico, CEDICE Libertad <sup>22</sup>
- Bloomberg News<sup>23</sup>
- Reuters <sup>24</sup>

Lo referente al resumen financiero y el estado de la deuda es de conocimiento público, por su parte las partidas relacionadas a acuerdos de financiamiento bilaterales corresponden a estimaciones y supuestos, lo mismo ocurre con algunas partidas específicas de la balanza de pagos.

---

<sup>15</sup> [http://www.ine.gov.ve/index.php?option=com\\_content&view=category&id=28&Itemid=31](http://www.ine.gov.ve/index.php?option=com_content&view=category&id=28&Itemid=31)

<sup>16</sup> <http://www.oncp.gob.ve/index.php/web-links/debt-statistic-quarterly-report/external-debt.html>

<sup>17</sup> <https://www.caf.com/es/>

<sup>18</sup> <https://www.iadb.org/es/>

<sup>19</sup> <https://www.imf.org/external/spanish/index.htm>

<sup>20</sup> <https://datos.bancomundial.org/pais/venezuela?view=chart>

<sup>21</sup> <http://ecoanalitica.com/informes>

<sup>22</sup> <https://cedice.org.ve/observatoriogp/deuda-externa/>

<sup>23</sup> <https://www.bloomberg.com/>

<sup>24</sup> <https://lta.reuters.com/noticias/venezuela>

## ¿Cómo está estructurado el mapa?

A pesar de que existan diferentes aproximaciones a lo que sería el stock de pasivos en divisas del SP, a lo largo del presente informe partiremos del siguiente esquema:

- I. Sector Público Restringido
  - 1. Gobierno Central
    - 1.1 Deuda externa directa (bruta)
      - Tenedores de Bonos (deuda soberana) y Obligaciones
      - Bancos comerciales u Otras Instituciones Financieras
      - Deuda Bilateral
      - Deuda Multilateral
    - 2. PDVSA
      - 2.1. Deuda financiera
        - Tenedores de bonos –Casa Matriz.
        - Otros.
      - 2.2. Deuda no financiera
        - Empresas mixtas – Socias PDVSA
        - Proveedores
        - Anticipos de crudo (Rosneft)
    - 3. Fondo Chino
  - II. Nacionalizaciones y deuda comercial –sector privado.

A continuación, se presenta la descripción del estatus de estas partidas y, en consecuencia, del estado de la deuda de la República y PDVSA estimada al cierre del año 2018.

### **I. Sector Público Restringido**

En líneas generales, el Sector Público Restringido contempla el agregado del Gobierno Central (GC) y demás empresas públicas no financieras –con un énfasis particular en PDVSA.

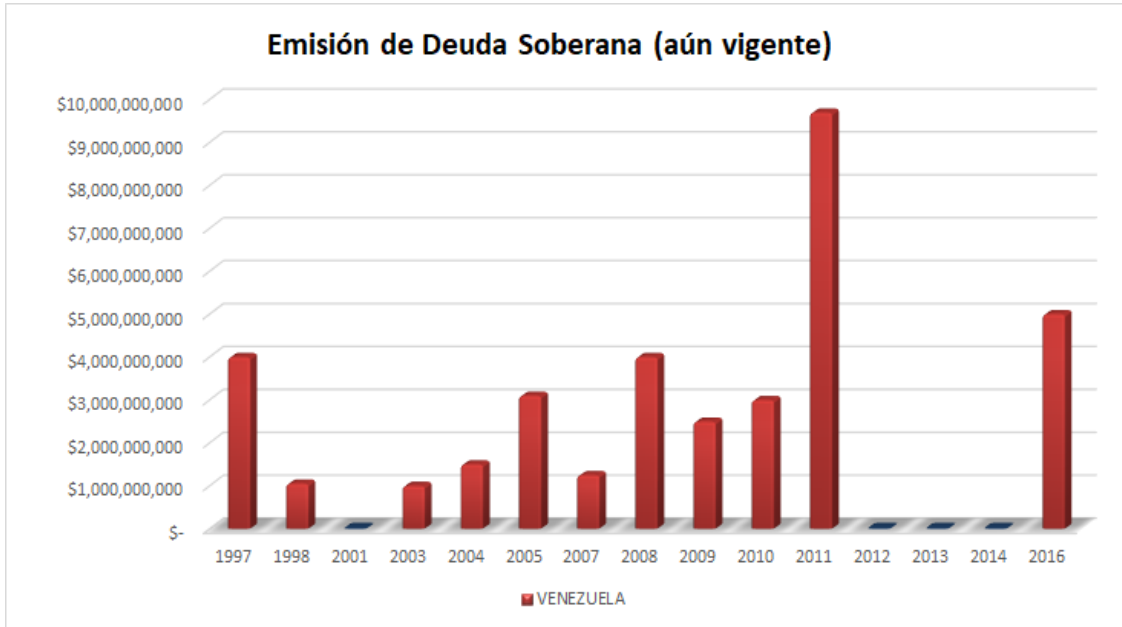
#### **1. Gobierno Central**

##### ***1.1. Deuda externa directa***

Si se analiza la situación de endeudamiento del Gobierno Central, la partida individual de endeudamiento en divisas más grande corresponde a las deudas adquiridas con tenedores de bonos. Se trata de una deuda que se contrajo casi exclusivamente entre los años 2006 y 2016 bajo el pretexto de impulsar proyectos de carácter económico y social. Otras partidas de menor impacto incluyen las deudas contraídas con el gobierno central ruso y algunos organismos multilaterales como la Corporación Andina de Fomento, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo.

○ *Tenedores de Bonos (deuda soberana) y Obligaciones*

De la deuda aún vigente, entre 1997 y 2016 el Gobierno Central emitió obligaciones por USD 36.100 millones distribuidos en 15 bonos soberanos que transan en mercados financieros internacionales. Los años en que se emitió el mayor nivel de deuda fueron 2008 (USD 4.000 millones) 2011 (USD 9.695 millones) y 2016(USD 5.000 millones). Los vencimientos de los bonos aún vigentes se ubican entre 2018 y 2038.

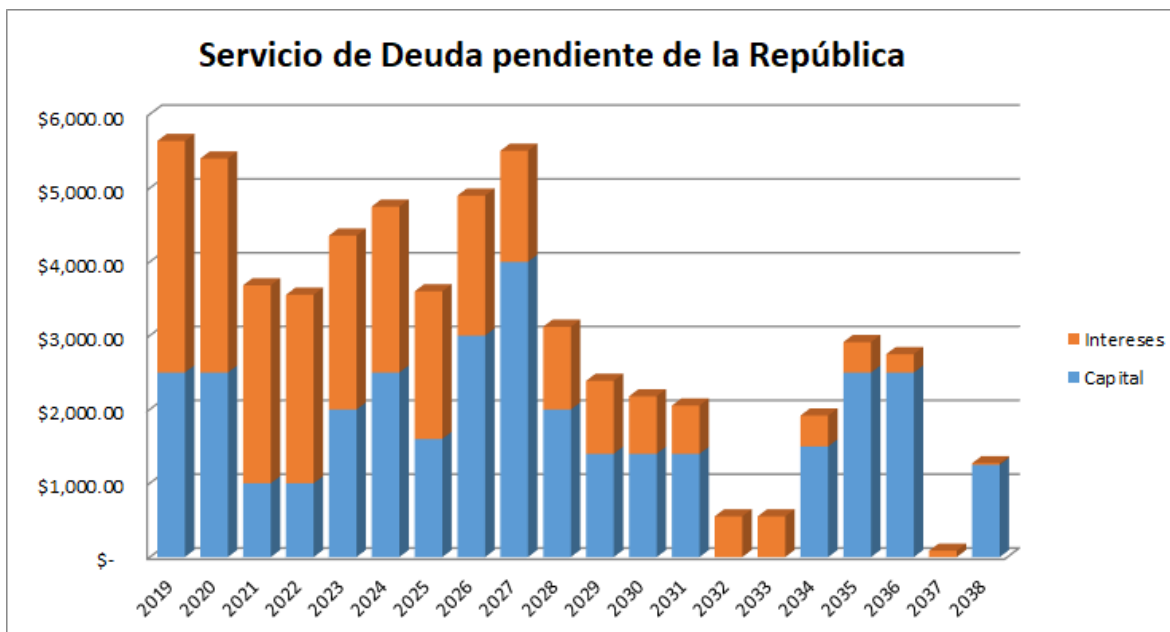


Luego de la caída de los precios del petróleo que tuvo lugar en el año 2014 y que llevó a la cesta de crudo venezolano a transar alrededor de los USD 22 (78% por debajo de sus máximos de 2014) el gobierno venezolano decidió implementar una política de recorte de importaciones buscando liberar caja para afrontar los pagos de la deuda externa. La caída de la producción petrolera -cuyo efecto ha superado la recuperación parcial de los precios del petróleo- y el deterioro del acceso de Venezuela a los mercados internacionales, condujeron a que a partir de octubre del 2017 la República suspendiera el pago de sus obligaciones a los tenedores de bonos.

Para mayo del año 2019, los compromisos sobre los que se han incumplido pagos de la República se ubican alrededor de USD 5.541 millones en intereses y USD 2.052 millones en capital correspondiente a los títulos VENZ 13,5% 15/08/2018 y VENZ 7% 12/01/2018.

Por tratarse de deuda soberana, los títulos que componen esta partida cuentan con cláusulas de acción colectiva (CACs) que permiten la negociación y modificación de términos de pago si al menos el 75% u 85% de los tenedores está de acuerdo, dependiendo de las especificaciones de cada contrato.

A continuación, un bosquejo de los compromisos programados para la República por concepto de sus bonos soberanos aún vigentes en el mercado.



○ ***Deuda Bilateral***

Partida en que la porción más grande del endeudamiento corresponde a compromisos con el gobierno central ruso<sup>25</sup>. A diferencia de lo que se pueda pensar, esta partida no incluye el financiamiento otorgado por China ya que esa deuda fue adquirida a través del Banderes y es pagada por PDVSA.

En líneas generales, en un contexto marcado por el default generalizado a un número importante de pasivos –y a la par de una reestructuración de la deuda bilateral vigente para con el gobierno ruso<sup>26</sup>- estimamos que, tras registrar un pico próximo a los USD 4.003 millones (2016), al cierre del 2018, la deuda bilateral se ubique en torno a los USD 2.915 millones.

○ ***Deuda Multilateral***

Compromisos correspondientes a financiamiento obtenido por parte de la Corporación Andina de Fomento, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo. En caso de la Corporación Andina de Fomento, préstamos adicionales se han otorgado para que la República pueda cumplir con obligaciones anteriormente adquiridas buscando que la calificación de crédito de la organización –cuya cartera de préstamos concentra un 15% en colocaciones en Venezuela - no se vea afectada. Al cierre del 2018 estimamos esta partida se ubique en torno a los USD 4.980 millones.

<sup>25</sup> De acuerdo con la última publicación hecha por la ONT (2T2017) esta partida representa cerca del 76,4% del total de la deuda bilateral contraída por el Estado venezolano.

<sup>26</sup> A pesar de no ofrecer detalles sobre el acuerdo, el Estado venezolano –durante el 4T2017- reestructuró sus compromisos vigentes con el gobierno ruso procurando pagos “*mínimos*” por los próximos diez años.

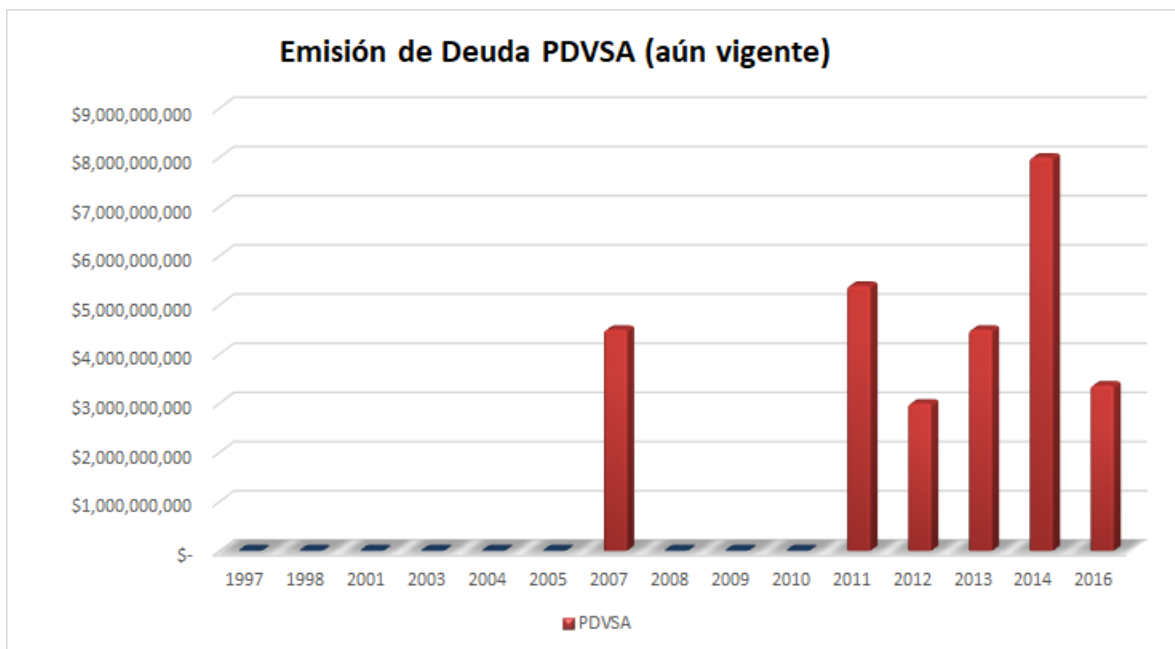
## 2. PDVSA

### 2.1. Deuda financiera

Tal y como ocurre en el caso del gobierno central, la partida individual de mayor peso en el haber de pasivos de PDVSA es la de bonos emitidos por la compañía. Títulos corporativos emitidos con el objetivo de financiar proyectos que fomentaran el desarrollo de la industria petrolera del país.

#### ○ *Tenedores de bonos –Casa Matriz.*

De la deuda aún vigente, entre los años 2007 y 2016, PDVSA recibió financiamiento por USD 28.700 millones correspondientes a la emisión de 9 títulos corporativos que hoy en día transan en mercados internacionales. Los años en que se realizaron las emisiones más grandes fueron 2011 (USD 5.400 millones) y 2014 (USD 8.000 millones). Los vencimientos de estos títulos están planteados entre los años 2021 y 2035.



En paralelo al cese de pagos de la República, se produjo en octubre del 2017 una disrupción en el flujo de pagos de capital e intereses de la deuda emitida por PDVSA. Al cierre de mayo del 2019, los compromisos sobre los que se han incumplido pagos de PDVSA se ubican alrededor de los USD 3.577 millones correspondientes a intereses únicamente.

Un título en particular es la excepción. PDVSA ha seguido honrando los pagos sobre el bono PDVSA 8,5% 10/27/2020, una emisión de USD 3.300 millones que se realizó en el 2016 como parte de una renegociación de títulos con vencimiento en el 2017. Lo que hace que este título reciba un trato particular la decisión de la compañía y el gobierno de no honrar sus obligaciones es un colateral del 51% de las acciones de CITGO que los tenedores de este título podrían reclamar en caso de impago.

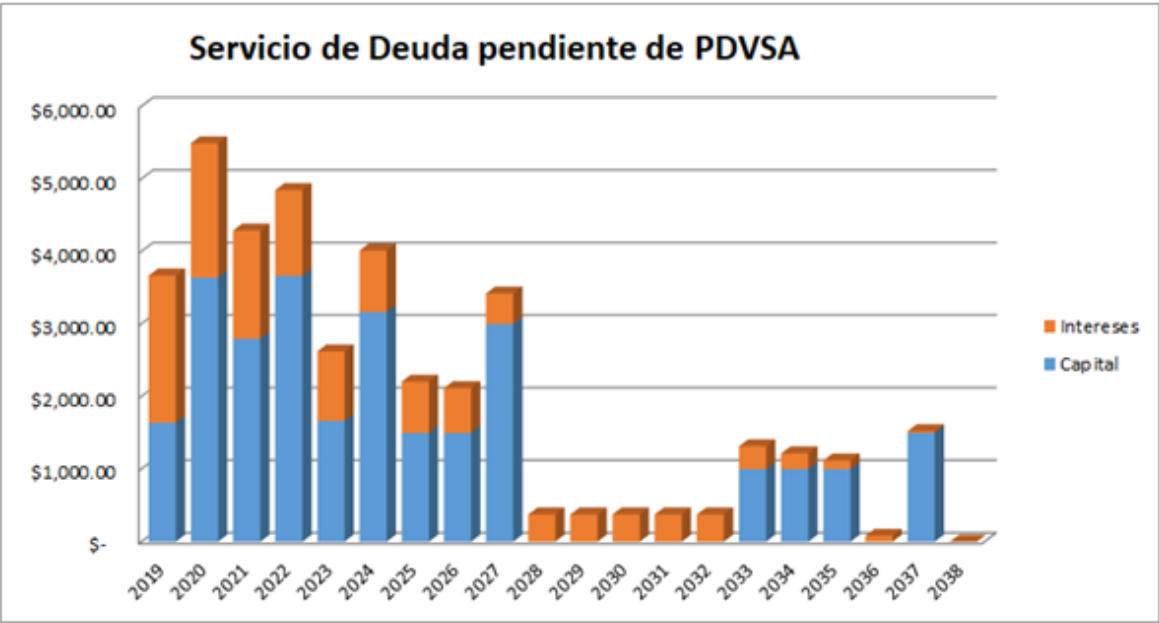


Desde el momento del default hasta mayo 2019, PDVSA realizó desembolsos por un total de USD 2.256 millones correspondientes a amortizaciones de capital e intereses del bono PDVSA 2020. Este título aún mantiene un capital pendiente de USD 1.680 millones que deben ser pagados en dos desembolsos iguales en octubre del 2019 y del 2020.

A diferencia de los títulos soberanos, al ser corporativos, los bonos de PDVSA no cuentan con cláusulas de acción colectiva, es decir, para negociar y modificar términos de pago de estos bonos el 100% de los tenedores debe estar de acuerdo con la modificación.

Otro instrumento que destaca en el portafolio de títulos emitidos por PDVSA es el papel con vencimiento en el año 2022 y cupón de 6%. Esta emisión de USD 3.000 millones fue realizada en el 2014. El único comprador de este bono fue el Banco Central que lo mantuvo en su posición hasta el segundo trimestre del 2017 cuando la totalidad de la emisión fue vendida a un descuento del 69% al banco de inversión estadounidense Goldman Sachs.

A continuación, el cronograma de los compromisos programados para la PDVSA por concepto de sus bonos corporativos aún vigentes en el mercado.



- ***Tenedores de bonos –PDV Holding/Citgo<sup>27</sup>.***

Partida correspondiente a dos emisiones realizadas por Citgo Holding INC y por Citgo Petroleum Corp.

En el año 2014 Citgo Petroleum Corp emitió un bono por un total de USD 650 millones, el título tiene su vencimiento en el 2022 y representa compromisos de USD 40.625 millones anuales por concepto de intereses. El título tiene una opción de rescate de parte del emisor a diferentes precios todos los años a partir del 2018 y hasta su vencimiento.

Por su parte, en el 2015 Citgo Holding INC emitió un título con vencimiento al 2020 por un total de USD 1.874 millones. Este título implica USD 200 millones en pagos de intereses anuales.

Los pagos de estos títulos no se han interrumpido en ningún momento y -hasta el momento de la redacción- se siguen realizando.

## ***2.2. Deuda no financiera***

En adición a una serie de compromisos de carácter financiero, PDVSA, producto de su propia gestión operativa y estrategia de negocios, ha acumulado una serie pasivos con diferentes socios y proveedores que, dada su envergadura y el rol de la industria petrolera en la dinámica económica venezolana, mantienen un papel fundamental de cara al análisis del corto y mediano plazo.

- ***Empresas mixtas – socias de PDVSA***

De acuerdo con estimados de la firma Ecoanalítica, durante los últimos años<sup>28</sup> la estatal petrolera venezolana, a raíz de un dramático deterioro del cuadro externo<sup>29</sup>, optó por restringir en el cobro de los dividendos inherente a su operación de las diferentes empresas mixtas que hacen vida en el país. En este sentido, observamos que, partiendo de un nivel cercano a los USD 6.350 millones (2013), este pasivo llegó a ubicarse en torno a los USD 12.091 millones en 2017 para cerrar alrededor de los USD 8.098 millones en el año 2018.

Gracias a los derechos de explotación y exploración aún vigentes en la relación contractual –y los costos de salida asociados al sector petrolero- un número importante de estas empresas han decidido mantener al vínculo con PDVSA y mantener ese set de pasivos en sus registros<sup>30</sup>.

---

<sup>27</sup> La presencia de este set de pasivos en el presente informe es de carácter meramente referencial y no se considera al momento de totalizar el stock agregado de pasivos del SP.

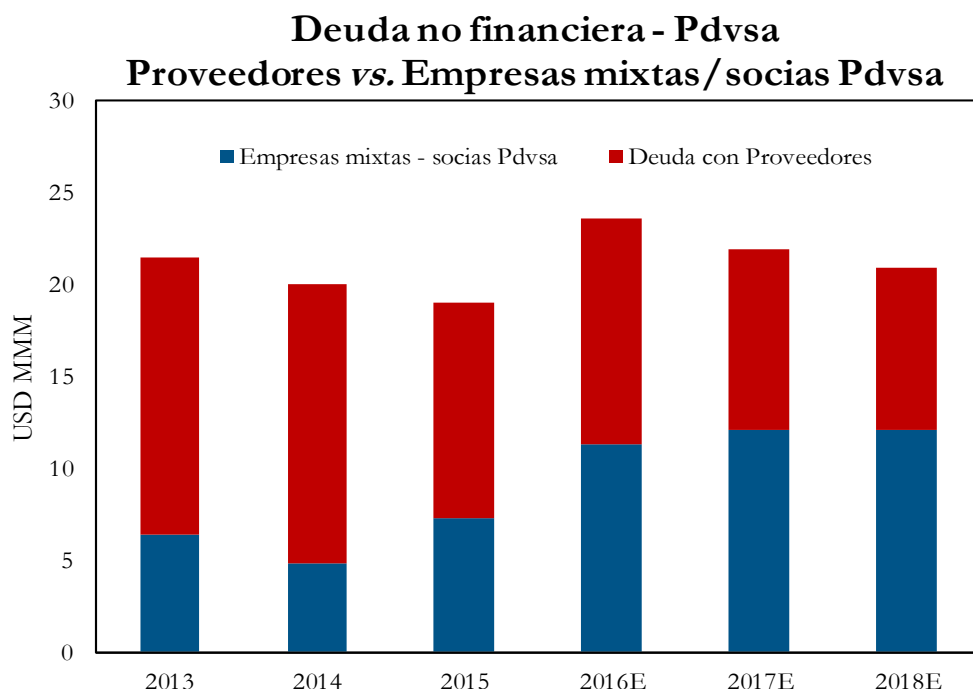
<sup>28</sup> Con un énfasis particular en el período 2014-2018.

<sup>29</sup> Principalmente a raíz de una contracción significativa en el precio petrolero y el deterioro sostenido de la producción.

<sup>30</sup> Es importante destacar que la Asamblea Nacional no ha tenido acceso directo a dichos contratos y los diferentes pagos inherentes a ellos. En este sentido no se ha podido corroborar de manera oficial los datos presentados.

○ **Deuda con proveedores y contratistas<sup>31</sup>**

A la par de una abultada deuda con sus socios privados, PDVSA acumula un set de cuentas por pagar con diferentes proveedores que, desde distintos ámbitos, se han visto involucrados en la dinámica productiva durante los últimos años<sup>32</sup>. Según estimados de Ecoanalítica, luego de registrar un pico cercano a los USD 15.207 millones en 2014, este set de cuentas por pagar se ha venido contrayendo de manera sistemática durante los últimos años hasta cerrar en un monto próximo a los USD 8.841 millones en 2018<sup>33</sup>.



Fuentes: Ecoanalítica

○ **Anticipos recibidos de clientes (Rosneft)**

Desde el año 2014, Rosneft, habría asistido a PDVSA a través de ciertos “*anticipos de crudo*”<sup>34</sup> por un monto cercano a los USD 6.500 millones. De manera sistemática, PDVSA habría honrado -

<sup>31</sup> A pesar de que un tramo de estos compromisos esté denominado en moneda local, la estimación considera, exclusivamente, aquel denominado en moneda extranjera.

<sup>32</sup> En este punto salen a relucir organizaciones tales como Halliburton, Schlumberger, entre otras.

<sup>33</sup> Ante un cierre paulatino del acceso a los diferentes mercados internacionales -a raíz del dramático recrudescimiento de la restricción externa-, las dificultades de PDVSA para refinanciar diferentes tramos de este set de compromisos derivó en una contracción dramática de los mismos. Adicionalmente, un grupo importante de estos proveedores (Schlumberger y Halliburton, por ejemplo) han optado por asumir la pérdida inherente a estos pasivos al asignarle una baja probabilidad al potencial cobro de estos.

<sup>34</sup> Compra por adelantada de crudo.

a través del envío de crudo y productos- cerca de USD 4.450 millones<sup>35</sup> entre 2017 y 2018<sup>36</sup> logrando reducir el stock de este pasivo hasta 2.600 millones al cierre de este último.

<b>Anticipos de crudo (Rosneft)</b>		
<b>Esquema</b>	<b>Fecha</b>	<b>Monto (USD MM)</b>
Anticipo I	may-14	2.000
Anticipo II	nov-14	2.000
Anticipo III	may-16	500
Anticipo IV	nov-16	500
Anticipo V	nov-16/abr-17	1.500
<b>Total</b>		<b>6.500</b>
<b>Stock estimado -cierre 2018-</b>		<b>2.600</b>

Fuentes: Rosneft y Ecoanalítica

### 3. Fondo Chino <sup>37</sup>

Desde hace poco más de diez años, la República Popular de China ha jugado un papel fundamental en la dinámica de endeudamiento de los gobiernos de Hugo Chávez (2008-2013) y Nicolás Maduro (2013-presente).

Comenzando en 2008, China ha desembolsado cerca de USD 50.000 millones a Venezuela en cuestión de ocho años y mediante cuatro esquemas que en el agregado componen la figura que se conoce como el “*Fondo Conjunto Chino Venezolano (FCCV)*”<sup>38</sup>. La arquitectura del FCCV divide estos cuatro esquemas en “*tramos*” de corto plazo (A, B y C) y un préstamo a mayor escala denominado “*Gran Volumen y Largo Plazo*” cuyos desembolsos han quedado estructurados de la siguiente manera:

- *Tramo A*: USD 12.000 millones en tres desembolsos (2008, 2011, 2014)
- *Tramo B*: USD 13.000 millones en tres desembolsos (2009, 2012, 2015)
- *Tramo C*: USD 5.000 millones en un desembolso (2013)

<sup>35</sup>Entre capital e intereses, de acuerdo con estimaciones de Ecoanalítica.

<sup>36</sup>De acuerdo con los EE. FF. De PDVSA correspondientes al año 2016 hacen mención a que dichos anticipos contaban con un período de gracia vigente hasta noviembre del mismo año. Adicionalmente merece la pena mencionar que el quinto anticipo (ejecutado entre 2016 y 2017) cuenta con una garantía vigente representada en el 49,9% del capital social de CITGO Holding. Por su parte, el cuarto anticipo cuenta con un colateral definido por una opción de compra sobre acciones de ciertas empresas mixtas.

<sup>37</sup>El presente apartado fue escrito a manera de aporte por Ecoanalítica.

<sup>38</sup>Es importante destacar que los desembolsos hechos por China corresponden a tan solo una parte del agregado del FCCV. El carácter “conjunto” del fondo viene dado por una serie de desembolsos hechos por el Fondo de Desarrollo.

- *Gran Volumen y Largo Plazo*: USD 20.000 millones en dos desembolsos (2010, 2011). Un desembolso cercano a los USD 9.000 millones (2010) seguido por uno de USD 11.000 millones en 2011.

Adicionalmente, aunque con menor detalle y mayores restricciones que los desembolsos descritos anteriormente<sup>39</sup>, aún permanece en vigencia un crédito hecho directamente por China a Pdvsa durante el primer trimestre del año 2016<sup>40</sup>. En este sentido, si añadimos este último punto a los diferentes desembolsos que componen el FCCV, obtenemos un financiamiento total de USD 54.000 millones desde el año 2008.

	Desembolsos (MM USD)									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
Tramo A	4.000	-	-	4.000	-	-	4.000	-	-	
Tramo B	-	4.000	-	-	4.000	-	-	5.000	-	
Tramo C	-	-	-	-	-	5.000	-	-	-	
Gran Volumen	-	-	9.000	11.000	-	-	-	-	-	
Pdvsa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.000
<b>Total</b>	<b>4.000</b>	<b>4.000</b>	<b>9.000</b>	<b>15.000</b>	<b>4.000</b>	<b>5.000</b>	<b>4.000</b>	<b>5.000</b>	<b>4.000</b>	

Fuentes: Pdvsa, Mefbp y Ecoanalítica

## ¿Cómo funciona?

A modo resumen, el acuerdo contempla que los diferentes pagos sean hechos en base a un número determinado de barriles de crudo y productos<sup>41</sup>, dependiendo del precio del petróleo. En este sentido, todos los pagos se ejecutan de manera continua por parte de PDVSA -capital e intereses-. Es importante recordar que, a efectos de los contratos, PDVSA y la República operan como entidades jurídicas distintas. Por consiguiente, todos los pagos referentes a la porción de la deuda contraída por la República -vía el Banco de Desarrollo Económico y Social de Venezuela (Bandes)- se traducen en un beneficio fiscal para PDVSA en la medida en que los diferentes envíos pasan a ser considerados por el fisco como *pago de regalías en especies*.

En líneas generales, los diferentes tramos son amortizados de manera simultánea y cuentan con una tasa de interés diferenciada, dependiendo del horizonte temporal que contemplen<sup>42</sup>.

Con la excepción del *Gran Volumen y Largo Plazo* -cuya amortización estaba presupuestada para un lapso de diez años-, en la medida en que los tramos se amortizaban por completo (en cuestión de tres años), los mismos se renovaban de manera automática:

<sup>39</sup> Estimaciones de Ecoanalítica

<sup>40</sup> A efectos de las estimaciones posteriores, esta porción de la deuda agregada es tratada como un tramo de corto plazo considerando la falta de detalles sobre el acontecer del mismo.

<sup>41</sup> El número final de barriles que comprenderán el servicio de la deuda dependerá en gran medida de la evolución del precio del petróleo.

<sup>42</sup> Para los tramos de corto plazo (A, B y C), el esquema propone una tasa de interés variables de LIBOR (tres meses) + 250 puntos base (pb), mientras que para el Gran Volumen y Largo plazo, se tiene LIBOR (tres meses) + 450 pb.

- Luego de un desembolso inicial de USD 4.000 millones (2008), el *Tramo A* fue renovado en dos oportunidades (2011 y 2014) por USD 8.000 millones adicionales - USD 4.000 millones cada uno-. Las renovaciones se generaron, casi de manera automática, una vez que Venezuela honró el préstamo. Lo mismo ocurrió con el tramo *B*.
- Tras un pago inicial de USD 4.000 millones (2009), el *Tramo B* fue renovado en dos oportunidades por un monto agregado de USD 9.000 millones en dos desembolsos: USD 4.000 millones en 2012 y USD 5.000 millones en (2015).
- Con un monto de USD 429 millones aún por pagar<sup>43</sup>, el *Tramo C* aún no se ha amortizado por completo.

### ¿Cuál es el stock?

En este orden de ideas, de los USD 54.000 millones mencionados anteriormente, Venezuela ha cancelado cerca de USD 30.394 millones –USD 38.768 millones si consideramos el pago de intereses- entre 2008 y 2017, con un servicio de la deuda promedio cercano a los USD 3.876 millones (considerando un pico de USD 6.637 millones en el año 2014 y tres años por encima del umbral de los USD 5.000 millones).

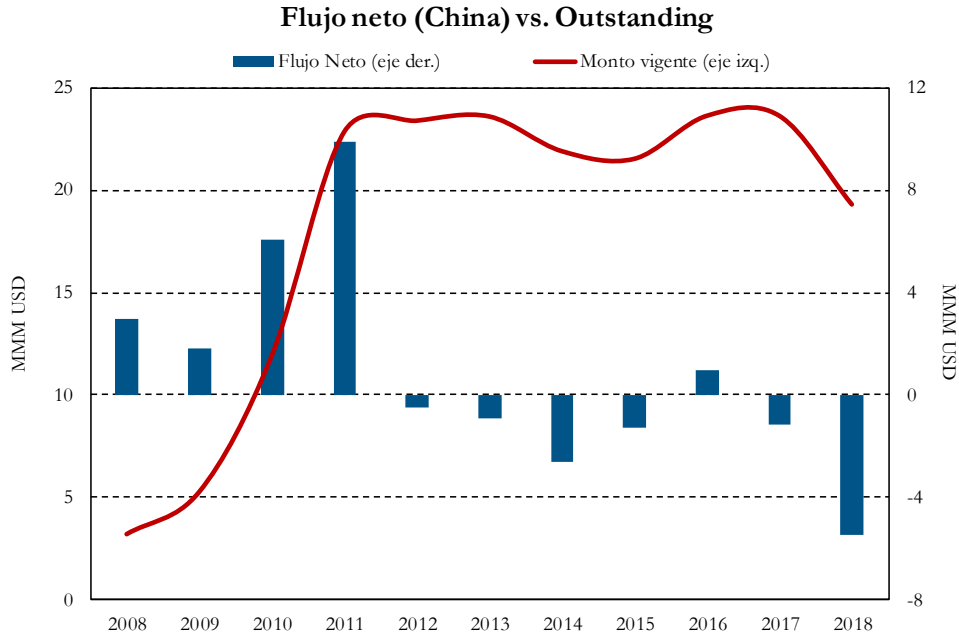
<b>Resumen Deuda Agregada China (USD MM)</b>				
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>Tramo A</b>	-	-	-	-
<b>Tramo B</b>	<b>5.000</b>	-	-	-
<b>Tramo C</b>	-	-	-	-
<b>Gran Volumen</b>	-	-	-	-
<b>Pdvsa</b>	-	<b>4.000</b>	-	-
<b>Total (Desembolsos)</b>	<b>5.000</b>	<b>4.000</b>	-	-
<b>Servicio de la deuda</b>	<b>6.256</b>	<b>3.039</b>	<b>1.169</b>	<b>5.492</b>
<b>Monto vigente</b>	<b>21.506</b>	<b>23.606</b>	<b>23.606</b>	<b>19.283</b>

Fuentes: Pdvsa, Mefbp y Ecoanalítica

Sin embargo, como hemos mencionado en informes anteriores, limitar el análisis al servicio de la deuda responde solo a un lado de la foto y no narra la historia completa. Tenemos que considerar el *flujo neto* que se obtiene al restar del financiamiento obtenido año a año –producto de los diferentes desembolsos- y el servicio de la deuda agregado para el mismo período.

Por consiguiente, a pesar de un elevado servicio de la deuda luego del año 2011 (año del último desembolso del *Gran Volumen y Largo Plazo*) la voluntad de China por refinanciar a Venezuela – traducida en la apertura de nuevos tramos y la renovación continua de los ya existentes- fue menor a los pagos que dio Venezuela desde el 2012, con excepción del año 2016. En otras palabras, si reducimos el análisis al *flujo neto* agregado de la deuda con la nación asiática, observamos que los pagos “netos” hechos por Venezuela son ligeramente negativos y solo positivos en el 2016.

<sup>43</sup>Estimado al cierre de 2018.



Fuentes: Pdvsa, Mefbp y Ecoanalítica

Ahora, esta dinámica marcada por un pago “neto” relativamente entre negativo y cero derivó en una estabilidad del monto adeudado a China durante los últimos años, e inclusive una disminución significativa en 2018. En este sentido, ante un pago “neto” cercano a los USD 917 millones entre 2012 y 2017, la deuda vigente con China ha permanecido estable en torno a un promedio de USD 22.293 millones durante el mismo período.

El período 2016-2018 merece una mención aparte. Tras un período de gracia sobre los pagos de capital otorgado por la nación china, Venezuela se propuso a cancelar tan solo los intereses devengados por el stock vigente al cierre del 1T2016 (USD 1.169 millones) hasta mayo del 2018 cuando retomó las amortizaciones pertinentes (USD 4.323 millones). En este sentido, al cierre del año 2018<sup>44</sup>, la deuda agregada para con la nación asiática se ubica en torno a los USD 19.283 millones.

<b>China (Outstanding) USD MM*</b>	
<b>Monto vigente</b>	<b>19.283</b>
<b>Tramo A</b>	1.830
<b>Tramo B</b>	4.171
<b>Tramo C</b>	429
<b>Gran Volumen</b>	9.917
<b>Pdvsa</b>	2.936

Fuentes: Pdvsa, Mefbp and Ecoanalítica

<sup>44</sup> Estimaciones de Ecoanalítica

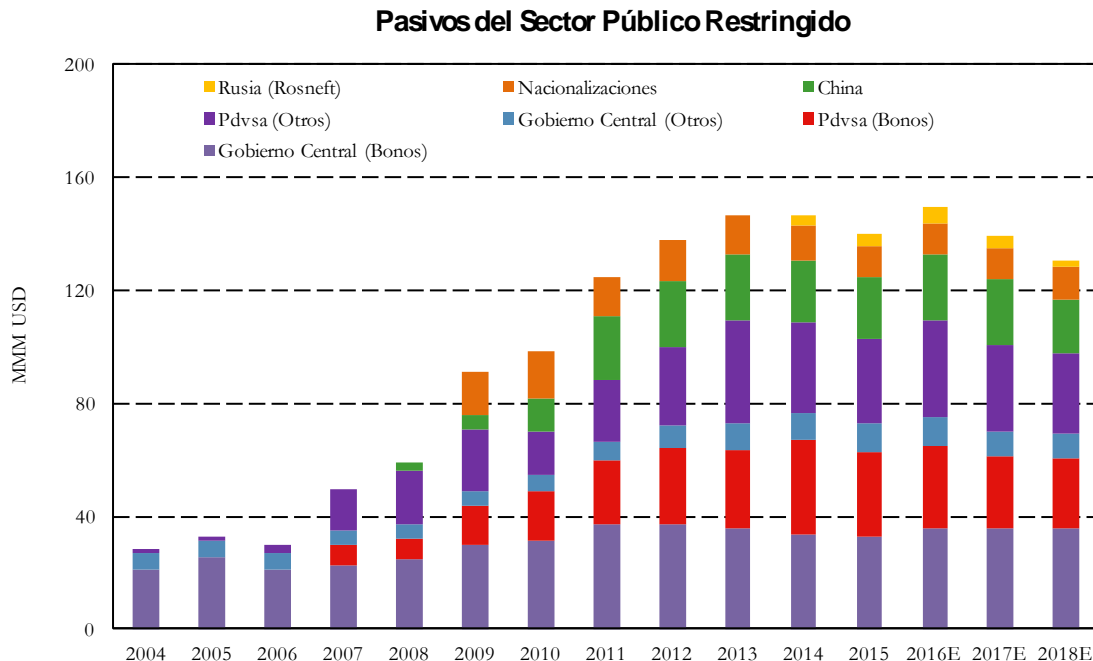
## II. Nacionalizaciones

Por último, la arquitectura del cuadro de pasivos cierra con el resultado de lo que fue el agresivo proceso de nacionalizaciones propuesto por el gobierno de Hugo Chávez desde el año 2009. Actualmente, en el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI) cuenta con un total de 45 casos de los cuales 25 han sido decididos y 20 aún quedan pendientes<sup>45</sup>. Si de esta batería de sentencias nos limitamos al resultado de las políticas perseguidas por los gobiernos de Hugo Chávez y Nicolás Maduro observamos una serie de compromisos por el orden de los USD 5.882 millones de los cuales, de acuerdo a nuestros estimados, aún queda pendiente el pago de un monto cercano a los USD 500 millones.

Es importante mencionar que un número importante de casos, al alcanzarse un acuerdo entre las partes involucradas y el Estado venezolano fueron dados por concluidos por el CIADI. Dadas las fuertes restricciones que ha enfrentado la AN para ejercer su función contralora y la opacidad característica de las cifras oficiales, resulta complejo llegar a un estimado prolijo de cuanto puede llegar a totalizar este set de pasivos en específico, sin embargo, ciertas fuentes lo ubican en USD 11.447 millones<sup>46</sup> al cierre del 2018.

### ¿Cuánto suma el stock de pasivos en divisas de Venezuela?

Al añadir cada una de las partidas mencionadas anteriormente, estimamos que el stock de pasivos en divisas ascendió a USD 130.633 millones al cierre del año 2018, USD 108.046 millones por encima (478,3%) del cierre propuesto para el año 1999.



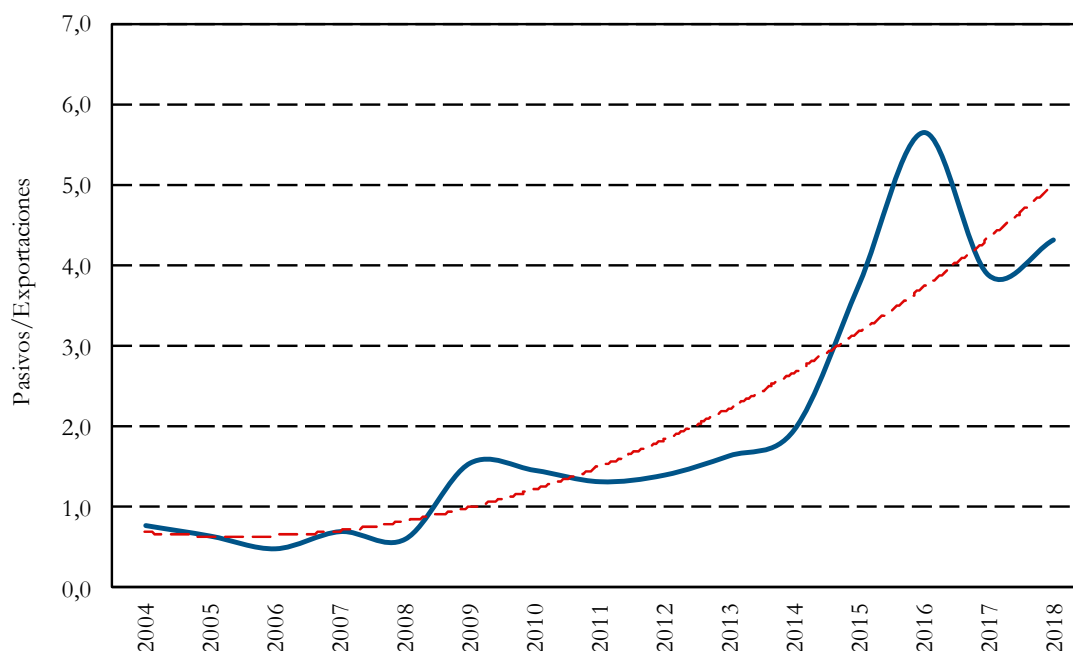
Fuentes: BCV, Pdvsa, Mefbp, Ecoanalítica y Cálculos Propios

<sup>45</sup> Pago de la indemnización, decisión de anulación, entre otros.

<sup>46</sup> Ecoanalítica.



## Ratio Deuda/ Exportaciones



Fuentes: BCV, Pdvs, Mefbp y Ecoanalítica

### Conclusiones

Es evidente que Venezuela experimentó un periodo de sobre endeudamiento que derivó en una situación de default un número importante de sus acreedores. También es evidente, al observar otras variables centrales en el análisis económico –producto interno bruto (PIB), producción petrolera, pobreza, entre otros- que dicho flujo no implicó ningún tipo de mejora para el aparato productivo nacional y garantizar una senda de crecimiento sostenida. En este sentido, el manejo futuro de este stock de pasivos debe desarrollar una estrategia clara que garantice que no se volverán a cometer los mismos errores. Todo ello debe partir de un diagnóstico –y debate- común que es la contribución que se pretende hacer con este informe.

Tomando en cuenta el análisis presentado a lo largo de este informe, se puede concluir:

- El stock de pasivos en divisas es de USD 130.633 millones al cierre del año 2018 -4,3 veces el nivel de exportaciones. De acuerdo con los Indicadores de Desarrollo del Banco Mundial, al cierre de 2017 la relación de deuda a exportaciones de Venezuela es la segunda en el mundo –siguiendo de cerca a Sudán (4,4)- y seguido por Etiopía (2,9), Jamaica (2,8), y Bhutan (2,3)
- El rezago en la publicación de cifras oficiales, la arquitectura del proceso de endeudamiento, la distorsión vigente del tipo de cambio y el uso de esquemas de escaso escrutinio parlamentario y sujetos a la arbitrariedad del ejecutivo desde el año 1999 al presente, entorpecen mayormente el análisis del stock de Pasivos en Divisas del Sector Público

- La Asamblea Nacional entre los años 1999 a 2015 no cumplió con su labor contralora, al permitirle al ejecutivo endeudarse por encima de su capacidad, y denunciar que dichos proventos no estaban siendo utilizados para la recuperación de la economía. Esto se puede evidenciar en la caída de los niveles de producción petrolero durante los años 2010-2015
- Para mayo de 2019 la República ha incumplido en USD 5.541 millones en intereses y USD 2.052 millones en capital
- Al cierre de mayo de 2019, los compromisos sobre los que se han incumplido pagos de PDVSA se ubican alrededor de los USD 3.577 millones correspondientes a intereses únicamente
- A diferencia de los títulos soberanos, los bonos de PDVSA no cuentan con cláusulas de acción colectiva, es decir, para negociar y modificar términos de pago de estos bonos el 100% de los tenedores debe estar de acuerdo con la modificación
- Desde el año 2014, Rosneft asistió a PDVSA a través de *anticipos de crudo* por un monto cercano a los USD 6.500 millones. El stock de este pasivo se encuentra en USD 2.600 millones al cierre de 2018
- China desembolsó entre 2008 y 2016 alrededor de USD 54.000 millones a Venezuela en cuestión de 8 años. La deuda agregada para con la nación asiática se ubica en torno a los USD 19.283 millones la cual se sigue pagando, demostrando cómo el *default* ha sido más bien selectivo