



Prohibida su reproducción y/o distribución

Sanciones: más allá de la retórica, ¿De dónde obtenemos las divisas?

El pasado viernes, siguiendo la advertencia realizada días antes de las elecciones para la Asamblea Nacional Constituyente (ANC), el gobierno de los Estados Unidos (EE. UU.) decidió dar un paso al frente y escalar en el conjunto de sanciones impuestas al Gobierno Venezolano e imponer así restricciones de carácter financiero a las operaciones en divisas del sector público.

La narrativa del gobierno estadounidense es sencilla: En su intento por aferrarse al poder, el gobierno de Nicolás Maduro ha cometido una serie de abusos a los Derechos Humanos (DDHH) y libertades fundamentales de los venezolanos, llevando al país al caos propio de un estado fallido con una crisis humanitaria sin precedentes.

Esta serie de elementos ha hecho necesario un incremento significativo en la presión internacional, dado el establecimiento de una ANC ilegítima, capaz de cambiar todas las normas existentes y suspender indefinidamente cualquier proceso electoral, altos niveles de corrupción en las diferentes ramas del gobierno y una escalada en la violencia y persecución política.

¿Quién se encuentra sancionado y por qué?

En primer lugar, es fundamental entender a quién va dirigida la sanción y cuál es el alcance de la misma. A ojos de lo expuesto en la Orden Ejecutiva (OE) promulgada por la Casa Blanca, el “Gobierno venezolano”, parte sancionada y principal protagonista en los diferentes documentos, es un término amplio que incluye al Gobierno Central (GC), cualquier subdivisión política o persona vinculada al mismo, el Banco Central de Venezuela (BCV), Banco de Desarrollo (Bandes) y Petróleos de Venezuela S.A. (Pdvs).

Según expone la Oficina de Control de Activos Foráneos (OFAC), el Gobierno de Venezuela se encuentra liquidando activos a un descuento significativo a costa del pueblo venezolano. En este sentido, las sanciones apuntan a prevenir que personas

estadounidenses¹ contribuyan a financiar esta dinámica, procurando no afectar en gran medida al mercado y los diferentes inversionistas.

A pesar de ser asimétricas en su ejecución (dependiendo de la rama del gobierno) el objetivo es el mismo: Limitar las posibilidades de nuevo endeudamiento y las diferentes operaciones a crédito por parte del gobierno, así como reducir su margen de maniobra en los mercados internacionales.

¿Qué contemplan las sanciones?

Como mencionamos anteriormente, el objetivo primordial de las sanciones es servir de freno a nuevas operaciones de endeudamiento y/o liquidación de activos por parte del gobierno venezolano. No obstante, el alcance de las sanciones varía dependiendo de la rama del sector público de donde nos posicionemos. En este sentido, la OE separa a Pdvsa del resto del gobierno venezolano dividiendo en dos el alcance de las sanciones.

Para el caso de Pdvsa, la OE emitida por la Casa Blanca prohíbe a cualquier persona entrar en algún tipo de transacción, proveer financiamiento o transar deuda relacionada a la estatal petrolera si la misma fue emitida luego de la entrada en vigor de la OE (25/08)² y si contempla un vencimiento superior a los 90 días.

En lo que a transacciones con las demás ramas del Gobierno venezolano se refiere, la prohibición es similar, con la única excepción de que el lapso de vencimiento permitido para la emisión de nueva deuda³ es de 30 días. Es importante destacar que esta diferenciación en los tiempos clarifica que el sistema financiero americano puede emitir cartas de crédito a Pdvsa por un lapso hasta de 90 días sin mayores inconvenientes. Dicho de otra manera, la OE permite la comercialización del petróleo venezolano ante la inhibición del sistema financiero internacional.

¹ A efectos de la OE, una "Persona" hace referencia a cualquier individuo o entidad, entendiéndose la última como cualquier tipo de "Partnership, Trust, Joint Venture, Association, Corporation, Group, Subgroup or Other Organization"

² A efectos de la presente nota, y siguiendo el vocabulario propuesto en los diferentes documentos relacionados, el prefijo *Nuevo* le antecede a cualquier instrumento emitido luego del 25/08, entrada en vigor de la OE.

³ De acuerdo con la OFAC, cuando se hace referencia al término "Deuda" se incluyen Bonos, préstamos, extensiones de crédito, garantías sobre un préstamo o colaterales, notas de crédito, aceptaciones bancarias, giros, notas de descuento y papeles comerciales

Adicionalmente, vale la pena destacar que las restricciones se extienden operaciones con cualquier tipo de acción, capital o *Equity*⁴ relacionada al “gobierno venezolano” colocada en el mercado luego de la entrada en vigor de la OE.

Por otra parte, la OE prohíbe explícitamente la realización de transacciones que involucren bonos emitidos por el Gobierno venezolano (incluyendo Pdvsa) antes del 25/08, así como cualquier tipo de transacción que involucre el pago de dividendos u otro esquema de distribución de ganancias al “gobierno venezolano” por parte de cualquier entidad controlada, directa o indirectamente, por el mismo.

Para cerrar, prohíbe la compra de instrumentos financieros y demás papeles emitidos o relacionados al “gobierno venezolano” distintos a aquellos catalogados como nueva deuda con un vencimiento menor a 90 días (para el caso Pdvsa) o 30 días (demás ramas del gobierno)⁵. Como veremos más adelante, en la misma OE se establecen una serie de licencias que exoneran a casi todos los papeles que se estaban previo al 25/08/2017.

El rol de la OFAC y las diferentes licencias

A pesar de que el alcance de la orden ejecutiva es relativamente amplio, la OFAC emitió cuatro licencias con el objetivo de limitarla y ofrecer una ventana para la realización de ciertas operaciones con el gobierno venezolano⁶.

Por ahora, las cuatro licencias son de carácter general, es decir, todas las personas tienen acceso a las mismas. En este sentido, aquellas operaciones previamente prohibidas por la OE, pero avaladas en el marco de las licencias emitidas por la OFAC, están permitidas. Las Licencias son las siguientes:

⁴ De acuerdo a la OFAC, cuando se hace referencia al término “Equity” estamos hablando de cualquier tipo de evidencia que demuestre propiedad sobre algo (Acciones, recibos de depósito, etc.)

⁵ Hace referencia a “personas” naturales o jurídicas estadounidenses o que hagan vida dentro de dicho país.

⁶ Por lo general, la OFAC opera bajo dos figuras en lo que a licencias se refiere: Una licencia de carácter **general**, la cual autoriza cierto tipo de transacción a un grupo de “personas” sin la necesidad de formalizar un proceso de aplicación y, en segundo lugar, una licencia de carácter **específico** la cual es un documento emitido por la OFAC a una persona o entidad particular para realizar una transacción determinada.

Licencia General I:

Aplica para todos los contratos y acuerdos que estaban en vigencia previo al 25/08. Les otorga a las diferentes entidades (“personas”) un período de 30 días para el desarrollo de cualquier actividad prohibida bajo la OE (y sin el garante de al menos una de las cuatro licencias) y que por lo general son necesarias para la cesación de los diferentes contratos/arreglos que aún sigan vigentes.

Licencia General II:

Permite el desarrollo de todas las transacciones previamente prohibidas en la OE en aquellos casos donde la única entidad del gobierno involucrada sea Citgo Holding o cualquiera de sus subsidiarias. No obstante, el pago de dividendos permanece prohibido bajo lo expuesto en la OE. Es decir, Citgo mantiene a plenitud sus facultados operativas mientras se evita que continúe financiando a su único accionista: Pdvsa.

Licencia General III:

Sirve como apéndice a la prohibición vinculada a la compra/venta de Bonos desarrollada en la OE. La misma permite, en líneas generales, el desarrollo de transacciones con aquellos bonos detallados en la lista anexa a la Licencia que contempla todos los papeles emitidos por Venezuela, Pdvsa, las asociaciones estratégicas y Electricidad de Caracas (Elecar) (se incluye el Pdvsa22 con cupón de 6,0% recientemente comprado por Goldman Sachs y Nomura), exceptuando el Ve36 que el Estado venezolano no había logrado vender, dado que no está desmaterializado y que sigue en posesión del Banco de Venezuela (BDV).

Licencia General IV:

Opera como una suerte de Licencia de carácter humanitario. La misma permite el desarrollo de transacciones que impliquen la “emisión” de nueva deuda con motivos humanitarios (alimentos, medicinas, equipos médicos y sus respectivos repuestos).

Vale la pena mencionar que, en una serie de aclaratorias hechas por la OFAC, se permite explícitamente el mantenimiento de las diferentes cuentas corresponsales dentro de EE. UU. y el desarrollo de las operaciones en dólares dentro del sistema financiero estadounidense, por esta razón, al menos de momento, la convertibilidad al dólar de las exportaciones venezolanas no se encuentra afectada.

Adicionalmente, la OFAC hace énfasis en que la ciudadanía venezolana no se encuentra sometida a sanciones por parte de los EE. UU. y abre la ventana a transacciones y operaciones con terceras partes que no se encuentren sometidas a algún tipo de sanción de carácter personal.

Con las manos atadas

A pesar de que la OE representa fuertes restricciones para la ya limitada operación del gobierno en los mercados internacionales, las diferentes Licencias, al ser de carácter general y amplias, mitigan el impacto sobre los inversionistas y la operación petrolera estadounidense. Es decir, todo el peso de las sanciones recae sobre el sector público venezolano, sin mayor impacto sobre la posición comercial del sector petrolero, protegiendo a los actuales inversionistas sin distinción de origen.

Sin embargo, a ojos de **Ecoanalítica**, las sanciones representan un cierre definitivo de los mercados internacionales para el régimen de Nicolás Maduro, complicando sus flujos positivos de caja en los últimos meses del año, cuando concurre una concentración elevada de pagos por concepto de deuda, en el marco de una crisis humanitaria sin precedentes y un cuadro externo sumamente deteriorado.

Adicionalmente, siendo los EE. UU. la principal plaza financiera mundial, la mayoría de las entidades financieras del mundo mantienen algún tipo de operación en la misma, y, por ende, deberían también estar sujetas a las restricciones impuestas por la OE, dejando como únicos mecanismos de posible financiamiento a Rusia y China.

El elemento reputacional pesa. La prohibición de transar con instrumentos venezolanos (exceptuando aquello expuesto en las licencias), así como la incertidumbre generalizada sobre las sanciones y el hecho de ser un país sancionado, puede entorpecer la liquidación de los diferentes activos con los que, hoy, cuenta el Gobierno venezolano para hacer frente a sus compromisos (con énfasis en las operaciones con el oro, vigentes y futuras).

Este hecho no se puede pasar de largo. Hasta la fecha, la estrategia del gobierno para hacer frente a sus compromisos externos ha implicado liquidación de activos, nuevo endeudamiento y un recorte significativo en las importaciones. Es decir, en un contexto donde los dos primeros mecanismos se encuentran severamente limitados. ¿Cómo podría afrontar el Gobierno venezolano el persistente déficit en caja hasta finales del año 2018?

¿Cómo cubrir la brecha?

Hasta la fecha, el Gobierno ha logrado hacer frente a sus compromisos externos un trimestre a la vez, a un costo cada vez mayor. Desafortunadamente, aún queda camino por andar y el horizonte que propone el año entrante no anticipa ningún cambio positivo en el cuadro externo.

Hagamos un ejercicio de abstracción: culminando el mes de agosto (y consigo el 3T2017 se aproxima a su cierre), Venezuela enfrentará un déficit de caja cercano a los USD 3.337 millones en el 4T2017. La OE impone severas restricciones en la liquidación de activos y emisión de nuevas deudas, agravando las consecuencias de las sanciones y un cierre definitivo de los mercados. Con esto en mente ¿Cómo pudiera el gobierno cerrar la brecha?

Es de conocimiento de **Ecoanalítica** que el gobierno tenía ahorrados USD 1.920 millones al cierre del mes pasado con un nivel de reservas operativas que ronda los USD 350 millones, nivel mínimo en lo que podrían estar. Es decir, ante la ausencia de otros mecanismos de financiamiento (como China, Rusia, o venta de oro, de los cuales hablaremos más adelante), si el gobierno quiere seguir pagando sus compromisos externos, tendría que reducir del saldo de importaciones de bienes y servicios en 40,0% del monto proyectado para el cierre de año. En **Ecoanalítica**, previo a las sanciones, estimábamos un nivel de importaciones de bienes y servicios cercanas a los USD 4.600 millones para el 4T2017, las cuales tendrían que reducirse en USD 1.420 millones si el gobierno no logra en el futuro cercano nuevas fuentes de financiamiento o liquidar parte de sus activos.

Flujo de de divisas (2017)

Concepto	1T2017	2T2017	3T2017	4T2017	2017
Ingresos					
Exportaciones petroleras (mb/d)	1,8	1,8	1,8	1,7	1,8
(Convenios energéticos mb/d)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Importaciones petroleras (mb/d)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Exportaciones efectivas (mb/d)¹	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Brent (USD/bl)*	51,1	54,7	49,6	51,0	51,6
CPV (USD/bl)*	42,0	44,8	42,9	42,0	42,9
Ingresos petroleros (MMM USD)	7,1	7,6	7,4	7,0	29,2
Importaciones petroleros (MMM USD)	0,7	0,7	0,8	0,9	3,1
Ingresos Petroleros netos (MMM USD)	6,4	6,9	6,6	6,2	26,0
Ingresos no petroleros (MMM USD)	0,4	0,3	0,3	0,3	1,3
Ingresos Totales	6,8	7,2	6,9	6,5	27,4
Egresos					
Importaciones totales (USD MMM)	3,5	2,6	2,3	2,3	10,7
Otras Importaciones petroleras	1,0	0,7	0,6	0,6	2,9
Importaciones no petroleras	2,5	1,8	1,7	1,7	7,8
Servicios	1,5	1,5	1,5	1,5	6,1
Renta y Transferencias corrientes	0,4	0,5	0,5	0,5	1,9
Servicio de deuda externa (USD MMM)	1,5	4,3	1,5	4,1	11,4
Salida de capitales privados	0,1	0,1	0,1	0,1	0,6
Egresos totales	7,1	9,0	5,9	8,6	30,6
Resultado	-0,3	-1,8	0,9	-2,2	-3,2
Financiamiento (MM USD)					
Flujo Neto con China	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,2
Flujo Neto con Rusia	-0,4	0,4	-0,9	-0,9	-1,9
Resultado Neto	-1,0	-1,7	-0,3	-3,3	-6,3
Nuevo Endeudamiento	0,3	0,9	-	-	1,2
Variación de las Reservas Internacionales (RRII)	0,5	0,3	-	-	0,8
Inversiones en divisas	0,1	-	-	-	-
Disponibilidades en divisas	0,4	-	-	-	-
Oro monetario	0,1	-	-	-	-
Posición ante el FMI	-0,1	-	-	-	-
Total	0,8	1,2	-	-	2,0
Porción no explicada²	-0,2	-0,5	-	-	-4,3

Fuentes: BCV, Menpet, Pdvsa y Ecoanalítica

* Se considera un rezago de 90 días de acuerdo a la dinámica del mercado petrolero.

¹ Se considera el efecto de reexportación de una proporción de los barriles importados.

² El total del año contabiliza lo registrado durante hasta el momento.

China no quiere y Rusia no puede

En este contexto, la opinión pública ha expresado que pueden existir un par de jugadores que pudieran contribuir a aliviar el ajustado cronograma propuesto para el cierre de año: China y Rusia.

En primer lugar, a pesar de que China cuente con músculo financiero para apoyar a Venezuela, en **Ecoanalítica** hemos podido conocer que China se encuentra reacia a realizar más desembolsos directos a Venezuela, dado nuestro pésimo desempeño económico y la dificultad inherente a trabajar en el sector petrolero. Por ende, a ojos del gigante asiático, un cambio en la política económica es fundamental para cualquier tipo ayuda. Complicación no menor dado el contexto político y reputacional presente.

En **Ecoanalítica** hemos podido conocer que la solicitud de China pasa por un cambio en la estructura operativa de las empresas mixtas, una reducción de la brecha cambiaria marcada por una devaluación importante del tipo de cambio al cual opera el sector público y una garantía de acceso a un tipo de cambio más elevado por parte del sector petrolero. La pelota se encuentra del lado del gobierno en este aspecto.

En los últimos años, el país asiático no ha querido renovar los diferentes segmentos del Fondo Chino, reestructurando su deuda a solo el pago de interés hasta marzo del 2018. En **Ecoanalítica** somos de la opinión de que este período de gracia será ampliado por China, dado las dificultades financieras de Venezuela. Adicionalmente, como cualquier nueva inversión o contrato en el sector petrolero debe ser aprobado por la Asamblea Nacional, vemos difícil que pueda concretar un nuevo financiamiento hacia el país.

Vale mencionar que aún existen mecanismos que de alguna manera representen una liberación de caja para el gobierno a corto plazo, tal como recomprar parte de la deuda utilizando los mercados secundarios y disminuir artificialmente los compromisos pautados para fines de año. No obstante, la exigencia en materia de política económica es vinculante y una restricción para cualquier ayuda de este tipo.

En un segundo plano, Rusia pareciera haberse convertido en una novedosa opción durante los últimos años. Hasta el momento, Rusia ha desembolsado cerca de USD 6.500 millones, de los cuales Venezuela tiene que pagar USD 4000 millones en lo que resta del 2017 y 2018. Para que sea el principal financista, no solo debe estar dispuesto a no recibir los aproximadamente USD 4.000 millones que contractualmente Venezuela le debe pagar en los próximos 16 meses, sino desembolsar USD 7.500 millones adicionales en ese mismo lapso. En **Ecoanalítica** consideramos que Rusia no tiene la

capacidad de rescate que necesita el país, dadas las necesidades en divisas que existen actualmente.

Descrito esto, al menos para el año 2017, todos los caminos parecieran estar cerrados. Sin embargo, el país sigue y la restricción externa es proclive a agudizarse ante un deterioro significativo de la industria petrolera. Por supuesto, que un cambio en el modelo económico permitiría reducir de manera importante los costos asociados a la restricción externa, pero como hemos dicho anteriormente, en **Ecoanalítica** hemos perdido toda fe en la posibilidad de un cambio en el rumbo económico del gobierno de Nicolás Maduro.

La OE, al final arrincona al gobierno en una esquina con dos alternativas posibles: 1) Dejar de cumplir con sus compromisos externos con un efecto positivo en el corto/mediano plazo, pero con costos sumamente elevados en el mediano y largo plazo ó 2) realiza un ajuste aún más fuerte sobre el nivel de importaciones, en la época que estacionalmente las mismas suelen ser mayores.

Si pagan este año, ¿Qué nos depara el 2018?

La disyuntiva presente no es diferente a la que Venezuela tendrá que enfrentar el año entrante. De querer cerrar la brecha externa solo contrayendo importaciones de bienes y servicios, las mismas tendrían que reducirse en un monto cercano al 50,0%. De escoger (y ser posible) la alternativa de China y Rusia, estos países no solo tendrían que renunciar a percibir cerca de USD 4.413 millones por concepto de pago de deuda⁷ sino desembolsar unos USD 3.970 millones adicionales en caso de querer mantener el nivel de importaciones (mínimo histórico) registrado este año.

⁷ Bajo este escenario asumimos una extensión del periodo de gracia para el pago de capital de la deuda vigente con China.

Flujo de de divisas (2018)

Concepto	1T2018	2T2018	3T2018	4T2018	2018
Ingresos					
Exportaciones petroleras (mb/d)	1,7	1,6	1,6	1,5	1,6
(Convenios energéticos mb/d)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Importaciones petroleras (mb/d)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Exportaciones efectivas (mb/d)¹	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7
Brent (USD/bl)*	50,3	50,3	50,3	50,3	50,3
CPV (USD/bl)*	44,6	44,6	44,6	44,6	44,6
Ingresos petroleros (MMM USD)	7,3	7,1	6,9	6,6	27,9
Importaciones petroleros (MMM USD)	0,9	0,9	0,9	0,9	3,4
Ingresos Petroleros netos (MMM USD)	6,5	6,2	6,0	5,8	24,5
Ingresos no petroleros (MMM USD)	0,4	0,3	0,3	0,3	1,3
Ingresos Totales	6,9	6,6	6,3	6,1	25,8
Egresos					
Importaciones totales (USD MMM)	3,5	2,6	2,3	2,3	10,7
Otras Importaciones petroleras	1,0	0,7	0,6	0,6	2,9
Importaciones no petroleras	2,5	1,8	1,7	1,7	7,8
Servicios	1,5	1,5	1,5	1,5	6,1
Renta y Transferencias corrientes	0,4	0,5	0,5	0,5	1,9
Servicio de deuda externa (USD MMM)	1,5	2,1	3,5	3,0	10,2
Salida de capitales privados	0,1	0,1	0,1	0,1	0,6
Egresos totales	7,1	6,8	8,0	7,5	29,5
Resultado	-0,3	-0,3	-1,7	-1,4	-3,6
Financiamiento (MM USD)					
Flujo Neto con China	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,2
Flujo Neto con Rusia	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-3,2
Resultado Neto	-1,4	-1,4	-2,8	-2,5	-8,0

Fuentes: BCV, Menpet, Pdvs a y Ecoanalítica

* Se considera un rezago de 90 días de acuerdo a la dinámica del mercado petrolero.

¹ Se considera el efecto de reexportación de una proporción de los barriles importados.

Conclusión

La imposición de las sanciones por parte de los EE. UU ha logrado empujar a Venezuela a una posición donde uno de los debates centrales de la política económica venezolana alcanza su punto más álgido: ¿Seguirá el gobierno recortando importaciones a niveles insostenibles o dejará de cumplir con el servicio de deuda?

De acuerdo con la información que manejamos en **Ecoanalítica**, el gobierno cuenta actualmente con monto cercano a los USD 1.900 millones de ahorro destinado a hacer

frente a los pagos de octubre y noviembre del presente año. Esto implicaría una necesidad de divisas cercana a USD 1.619 millones lo cual, dado el tablero de juego propuesto, está supeditado a la dinámica de las importaciones.

La posición no es fácil, más desde la limitada concepción de la política económica del gobierno en medio de la mayor crisis de nuestra historia moderna. Como profesa un dicho común entre los economistas, no hay almuerzo gratis. Y ya llegó la cuenta.

**Alejandro Grisanti
Gorka Lalaguna
Asdrúbal Oliveros**

© Ecoanalítica – Descargado por usuario no autenticado

EQUIPO ECOANALÍTICA

Alejandro Grisanti / Director

alejandrog@ecoanalitica.net / @agrisanti

Asdrúbal Oliveros / Director

asdrubalo@ecoanalitica.net / @aroliveros

Pedro Palma / Director

pedrop@ecoanalitica.net / @palmapedroa

Cristina Rodríguez / Director

crisinar@ecoanalitica.net

Jean Paul Leidenz / Economista Senior

jpaul@ecoanalitica.net / @JPLeidenzF

Armando Gagliardi / Economista Senior

armandogo@ecoanalitica.net / @agagliardio

Gorka Lalaguna / Economista

gorkal@ecoanalitica.net / @gorkalg

Mariana Petitjean / Economista

marianap@ecoanalitica.net / @maripetitjean

Ana Isabel Heredia / Economista

anah@ecoanalitica.net / @AnalsaHP

ASISTENTE DE INVESTIGACIÓN:

Jhoan Castellano

Guillermo Arcay

CONTÁCTENOS

Venezuela: (+58-212) 266 9080/ Fax: (+58-212) 266 5119

Estados Unidos: (+1 212)-994 1850

atencionalcliente@ecoanalitica.net

www.ecoanalitica.com

@ecoanalitica