



Focus sul Venezuela

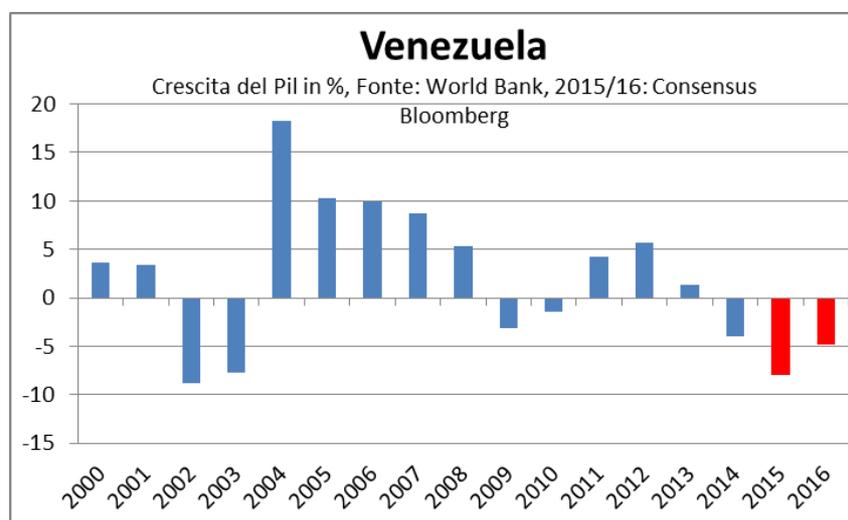
2 febbraio 2016

Informativa Finanziaria
a cura del Settore Ricerca
e Informativa Finanziaria



**MONTE
DEI PASCHI
DI SIENA**
BANCA DAL 1472

Il Venezuela sta attraversando una profonda crisi che rischia di spingere il paese verso un default sulle proprie obbligazioni entro la fine dell'anno. Il presidente venezuelano, Nicolas Maduro, il 15 gennaio ha dichiarato lo stato di "emergenza economica" per 60 giorni. Lo stesso giorno, dopo quasi due anni di interruzione, il *Banco Central de Venezuela* ha pubblicato alcune statistiche economiche fondamentali. L'inflazione è indicata al 141% ma tale dato appare sottostimato ad osservatori esterni; il FMI prevede che l'inflazione venezuelana salirà al 720% quest'anno. Per quanto riguarda la crescita, l'economia venezuelana si sarebbe contratta del 7.1% nel terzo trimestre 2015. Secondo le stime di consensus (fonte Bloomberg) il Pil dovrebbe contrarsi di circa l'8% nell'anno in corso e del 5% nel 2017, producendo un declino cumulato del 17% nel triennio 2014-16.



Tra gli elementi alla base della catastrofica condizione del paese, si possono indicare:

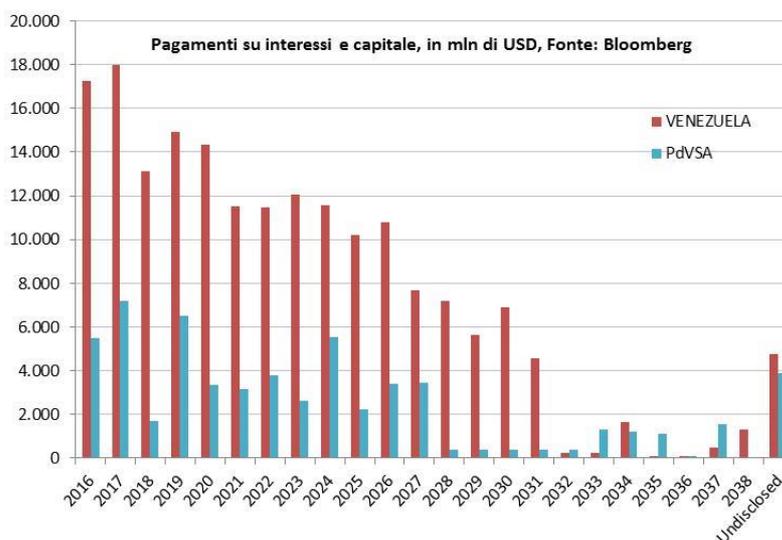
1. L'economia venezuelana dipende quasi esclusivamente dal petrolio ed è colpita duramente dall'attuale livello eccezionalmente depresso delle quotazioni del greggio. Il paese ha il più importante stock mondiale di riserve petrolifere accertate. L'export di petrolio rappresenta circa il 95% delle entrate totali. Secondo stime di mercato, l'export del Venezuela dovrebbe ammontare nel 2016 a 27 miliardi di dollari, contro i 75 miliardi del 2014.
2. La valuta venezuelana, il bolivar, ha registrato una caduta verticale. A inizio 2015, per comprare un dollaro servivano 175 bolivares, ora ne servono quasi 900, secondo il cambio al mercato nero riportato dal sito *dolartoday.com*. La maggior parte dei cittadini cambiano dollari al mercato nero perché il regime ha creato un sistema valutario confuso che prevede tre tassi ufficiali, due per differenti tipologie di importazioni ed uno per i cittadini, che sopravvalutano enormemente il valore del bolivar contro il dollaro.
3. A livello politico, in gennaio il partito di opposizione ha ottenuto 112 seggi in Congresso, contro i 55 del partito socialista di Maduro. La maggioranza di due terzi consente all'opposizione di rimuovere i membri dell'esecutivo ed approvare riforme per destituire lo stesso Maduro a mezzo di impeachment. Nell'interim tra le elezioni e l'insediamento del nuovo parlamento, il partito di Maduro ha nominato 13 nuovi giudici della Corte costituzionale, ad esso fedeli. La stessa corte ha sospeso l'insediamento di tre

parlamentari di opposizione, per presunti brogli elettorali. In tal modo, l'opposizione parlamentare è stata privata della supermaggioranza di due terzi. Lo stallo ed il conflitto tra Maduro e l'opposizione sono destinati a protrarsi ed inasprirsi.

4. Negli ultimi mesi il Venezuela è apparso ormai sul ciglio del default. Il paese ricava dall'export di petrolio a malapena quanto necessario per coprire il servizio del proprio debito. Quest'anno il Venezuela deve pagare circa 17 miliardi di dollari sul debito statale, tra interessi e rimborsi. A questi livelli di prezzo del greggio il default appare difficilmente evitabile, a meno di un soccorso da alcuni alleati del paese, quali Cina, Russia ed Iran. Circostanza che ad oggi appare altamente improbabile. Malgrado il Venezuela abbia sinora puntellato le proprie riserve attraverso una serie di prestiti ottenuti dalla Cina, del valore di molti miliardi di dollari e ripagati in petrolio, un default potrebbe essere inevitabile, se i prezzi non recupereranno nel 2016.
5. La crisi economica porta con sé anche una crisi alimentare. Il governo non riesce a pagare per import di alimenti di base quali latte, uova e farina. La penuria alimentare, che produce lunghe code fuori dai negozi, è una delle principali fonti di tensioni sociali.

Il Venezuela non ha sufficienti riserve valutarie per adempiere ai propri pagamenti. Il paese ha poco più di 15 miliardi di dollari in riserve estere, il minimo dal 2003. Ma molte di queste riserve sono in oro. Meno di 1 miliardo di dollari di riserve sono liquide, in aggiunta a circa 2 miliardi di dollari di riserve presso il FMI. Sinora, il Venezuela ha dato la priorità al servizio del proprio debito estero probabilmente ritenendo che il default sarebbe troppo costoso, visto che i creditori potrebbero ottenere il pignoramento di molti asset venezuelani fuori dal paese (raffinerie, petroliere), soprattutto negli Stati Uniti.

Il profilo di pagamenti per interessi e capitale nel 2016 prevede circa USD 2,2 mld in febbraio (di cui 1,5 mld di un bond in USD che scade il 26 del mese); il mercato si attende che questi pagamenti vengano effettuati. Tuttavia altri due mesi particolarmente pesanti saranno ottobre e novembre, con circa USD 1 mld e USD 2 mld di pagamenti previsti.



Il petrolio venezuelano si vende attualmente a circa 24 dollari al barile (al 29 gennaio, fonte: Bloomberg). I ricavi da export sono crollati, mentre il paese necessita, secondo alcune stime, di un prezzo di circa 75 dollari al barile per pareggiare il proprio bilancio. Se il prezzo del greggio venezuelano segnasse una media annua di 25 dollari al barile, il Venezuela conseguirebbe ricavi inferiori a 20 miliardi di dollari.

Sul debito venezuelano esistono inoltre criticità legali. Infatti, mentre il debito sovrano del paese è dotato delle cosiddette “clausole di azione collettiva” (CACs), che possono servire a neutralizzare la minaccia di creditori che rifiutassero di ristrutturare ed entrassero in contenzioso richiedendo il rimborso totale, le obbligazioni della compagnia petrolifera statale (PDVSA) non hanno tali clausole. Il mercato pertanto si chiede se sia possibile ristrutturare il debito di un emittente senza ristrutturare anche quello dell’altro. Ogni ristrutturazione, inoltre, sarebbe ulteriormente complicata dal rapporto conflittuale che il Venezuela manifesta nei confronti del FMI. Il Fondo presta ai paesi che hanno problemi finanziari in cambio di un programma di riforme economiche e fiscali. Sotto il precedente governo il Venezuela ha rifiutato la logica degli aggiustamenti imposta dal FMI, facendo leva sulle entrate petrolifere che ponevano il paese in una situazione di relativa sicurezza. Al momento, senza cambio di regime politico, è difficile immaginare che il Venezuela possa presentarsi sul mercato dopo un eventuale ristrutturazione del debito o default, convincendo gli investitori di essere in grado di implementare autonomamente un severo programma di aggiustamento strutturale.

L’impatto sulle obbligazioni venezuelane, sia governative che della compagnia PDVSA, della situazione descritta è stato rilevante. A titolo di esempio, il bond Venezuela 9,25% con scadenza 15/09/27, un bond in USD quotato anche su alcune piattaforme italiane, è passato da una quotazione di circa 90 (che esprimeva un rendimento a scadenza del 10,7%) verso la metà del 2014 all’attuale quotazione attorno ai 37 (rendimento 27%).

Prezzo dell’obbligazione Venezuela 9 ¼ 15/09/27

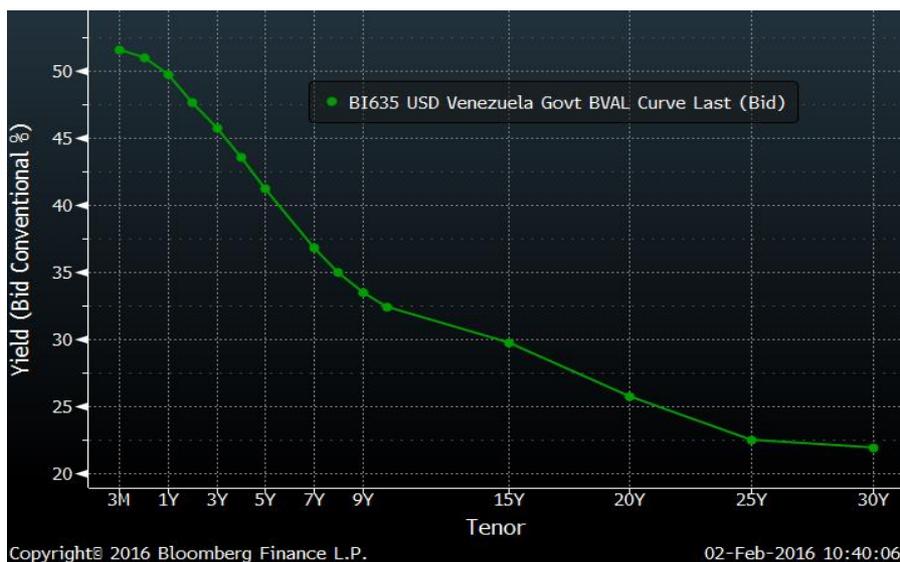
Fonte: Bloomberg



Più in generale, la curva dei rendimenti del debito sovrano in USD presenta la classica forma invertita, tipica delle situazioni nelle quali i timori di un evento di credito sono elevati.

Venezuela – Curva dei rendimenti

Emissioni in USD, Fonte: Bloomberg



DISCLAIMER

Il presente documento (il "Weekly" o semplicemente il "Documento") è redatto e distribuito da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. ("Banca Monte dei Paschi") in forma elettronica ai propri Clienti.

Banca Monte dei Paschi è società appartenente al Gruppo Montepaschi e intermediario autorizzato ai sensi di legge.

Il Documento è indirizzato esclusivamente al destinatario e non può essere riprodotto in nessuna sua parte né può essere introdotto o inserito in archivi o siti internet o trasmesso, distribuito o comunicato a soggetti terzi diversi dall'originario destinatario in qualsivoglia forma o modo.

Il Documento è destinato esclusivamente alla consultazione da parte della clientela di Banca Monte dei Paschi e viene diffuso per mera finalità informativa ed illustrativa; esso non intende in alcun modo sostituire le autonome e personali valutazioni che i singoli destinatari del Documento sono tenuti a svolgere prima della conclusione di qualsiasi operazione per conto proprio o in qualità di mandatari. Pertanto il destinatario dovrà considerare la rilevanza delle informazioni contenute nel Documento ai fini delle proprie decisioni, alla luce dei propri obiettivi di investimento, della propria esperienza, delle proprie risorse finanziarie e operative e di qualsiasi altra circostanza.

Le informazioni ed i dati contenuti nel presente Documento si basano su fonti ritenute affidabili ed elaborate in buona fede alla data di redazione dello stesso, tuttavia Banca Monte dei Paschi non rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Qualsiasi riferimento diretto ed indiretto ad emittenti o titoli non è, né deve essere inteso, quale offerta di vendita o acquisto di strumenti finanziari di qualsiasi tipo.

Le informazioni ed i dati contenuti nel presente Documento non costituiscono una ricerca in materia di investimenti o una raccomandazione, una sollecitazione né un'offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale finalizzata/o alla sottoscrizione alla vendita, all'acquisto, allo scambio, alla detenzione o all'esercizio di diritti relativi a prodotti e/o strumenti finanziari e/o a qualsiasi investimento in emittenti in esso eventualmente menzionati. Esse non configurano consulenza, e non possono essere in alcun modo considerate come una raccomandazione personalizzata ovvero come prestazione di un servizio di consulenza in materia di investimenti da parte della Banca Monte dei Paschi, in quanto il Documento e le informazioni in esso contenute non sono stati redatti tenendo conto delle caratteristiche, della situazione finanziaria e degli obiettivi specifici dei soggetti cui gli stessi sono trasmessi.

Banca Monte dei Paschi e/o altre Società appartenenti al Gruppo Montepaschi, i relativi amministratori, rappresentanti, funzionari, quadri o dipendenti, non possono essere ritenuti responsabili per eventuali perdite determinate dall'utilizzo del presente Documento.

Si avverte inoltre che Banca Monte dei Paschi e/o altre Società appartenenti al Gruppo Montepaschi, gli amministratori e/o rappresentanti e/o le rispettive persone ad essi strettamente legate, possono avere rapporti di natura bancaria e finanziaria con eventuali emittenti qui citati ovvero avere interessi specifici con riferimento a società, strumenti finanziari o operazioni collegate al presente Documento.

A titolo meramente esemplificativo Banca Monte dei Paschi e/o altre Società appartenenti al Gruppo Montepaschi possono svolgere attività d'investimento e d'intermediazione, avere rapporti partecipativi diretti ed indiretti con emittenti qui menzionati e prestare ad essi servizi di consulenza; inoltre, con particolare riferimento agli strumenti finanziari eventualmente citati, esse possono altresì svolgere attività di "prestito-titoli", sostenerne la liquidità con attività di "market making" su mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi di scambi organizzati. Banca Monte dei Paschi e/o altre Società appartenenti al Gruppo Montepaschi potrebbero strutturare titoli ed operazioni con rendimenti collegati a parametri e strumenti finanziari qui menzionati.

Si specifica che l'elenco dei potenziali conflitti d'interesse indicati può non esaurire il complesso dei conflitti stessi; per ulteriori approfondimenti sulla politica di gestione dei conflitti d'interesse adottata dalla Banca si rinvia alla specifica informativa messa a disposizione della clientela e degli investitori ai sensi della disciplina vigente.

Per quanto non riprodotto nelle presenti Avvertenze, si fa espresso rinvio a quanto riportato nel sito internet www.mps.it ed alle condizioni del servizio eventualmente prestato con l'invio del Documento.

Procedendo alla lettura di questo documento, si accettano automaticamente le limitazioni e le avvertenze precedentemente riportate.