



El año 2018 cierra con retornos generalmente negativos para la deuda venezolana y una inédita divergencia entre el desempeño de la deuda *senior* (aún solvente) y la no asegurada (que persiste en *default*). El mercado replicó la tendencia del año en diciembre al presentar una fuerte caída en los bonos PDVSA de largo plazo, un comportamiento estable en la deuda de la República, y retornos positivos en el PDVSA 20 y VENZ 34. Este desempeño tuvo lugar en un entorno de *risk-off* global, con una fuerte caída en los precios de los activos riesgosos y materias primas – especialmente el petróleo –, así como una fuerte alza en los *spreads* de crédito High Yield.

Los factores externos desfavorables se combinaron con los recientes avances por acreedores clave (como ConocoPhillips, Crystallex y Gold Reserve, así como los tenedores del PDVSA 2020), los cuales han amenazado con incautar Citgo y otros activos externos de la República para exigir el repago de sus laudos a toda costa. La amenaza de perder Citgo Holding - y por ende, acceso al mercado de EEUU – ha motivado al gobierno de Maduro a mantenerse solvente con estos compromisos, en detrimento de los tenedores de bonos sin colateral, los cuales acumulan un año (y más de USD 9.000 MM) de pagos de capital e intereses en *default*.

En respuesta a estos acontecimientos, los tenedores de bonos se han organizado en al menos 3 grupos y han contratado asesores legales, con miras a liderar un eventual proceso de reestructuración de la deuda de Venezuela y PDVSA que arroje un trato equitativo a todos los acreedores externos. De todos estos, el más ágil es un conjunto de tenedores del VENZ 34, que acumulan unos USD 380 MM del papel y que iniciaron el proceso de aceleración de este título en la segunda quincena de diciembre.

Por otra parte, la disputa entre PDVSA y Crystallex persiste de cara al 2019, luego que la petrolera estatal retomara sus esfuerzos para apelar la orden de la corte de Delaware de ejecutar una venta forzosa de la subsidiaria PDV Holding (dueña de Citgo Holding Inc.) a favor de la minera canadiense. Estas acciones fueron percibidas por Crystallex como una repudiación del acuerdo de pago alcanzado en noviembre e implican que el juez Stark que lleva el caso podría finalmente dar el visto bueno a la liquidación de Citgo, si bien la fecha tope establecida inicialmente (20 de diciembre de 2018) transcurrió sin avances sobre este caso.

Más allá del *default* y la crisis de hiperinflación, el colapso del sector petrolero venezolano fue el principal evento de 2018 en el frente económico. De la mano de una desastrosa gestión por parte de Manuel Quevedo, PDVSA sufrió la mayor caída en producción petrolera desde el paro de 2003, y cierra el año en niveles de 1,14 MM b/d (-37% en 2018). A la postre, Quevedo fue nominado a la Secretaría General de la OPEP para 2019. A pesar que los socios extranjeros de las empresas mixtas han manifestado quejas sobre su gestión en reiteradas

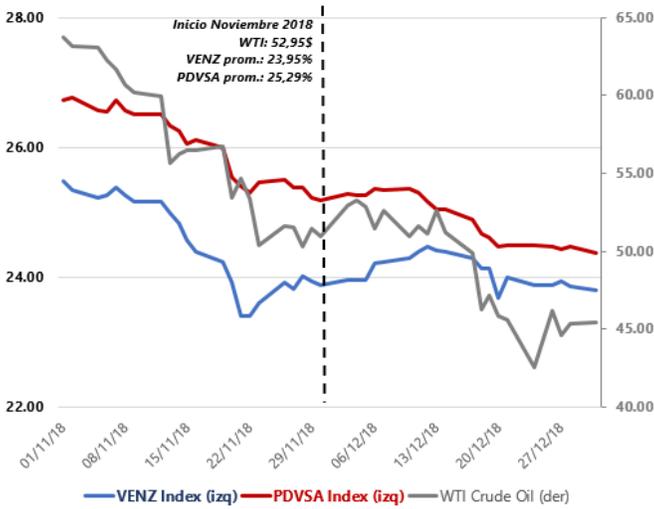


Gráfico N°1: Evolución de índices de precio bonos VENZ y PDVSA vs. Futuros del crudo WTI (nov-dic 2018).

Fuente: Bloomberg BGN, Knossos Asset Management.

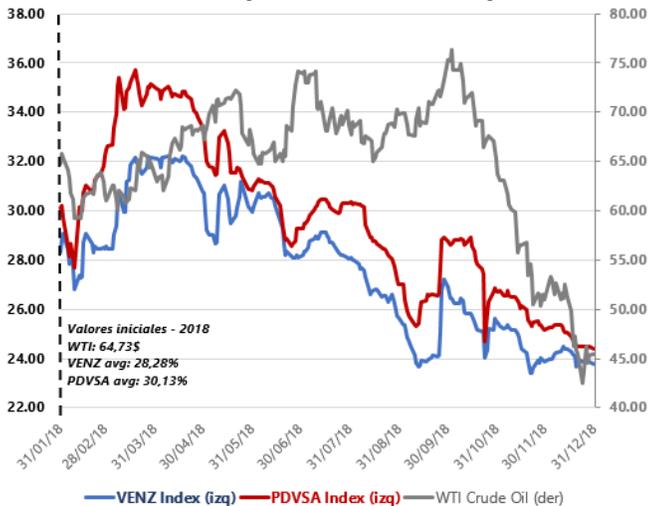


Gráfico N°2: Evolución de índices de precio bonos VENZ y PDVSA vs. Futuros del crudo WTI (año 2018).

Fuente: Bloomberg BGN, Knossos Asset Management.



ocasiones, Quevedo permanece al mando de la petrolera estatal a la fecha de edición.

Desempeño mensual y anual

Security	30/11/2018	31/12/2018	Total Return	Total Return (2018 YTD)
VENZ 13 5/8 08/15/18	25.00	23.65	-5.41%	-58.19%
VENZ 7 12/01/18	23.05	21.40	-7.13%	-46.71%
VENZ 7 3/4 10/13/19	23.30	23.75	+1.83%	-4.20%
VENZ 6 12/09/20	22.75	22.80	+0.20%	-1.96%
VENZ 12 3/4 08/23/22	23.90	23.90	-0.11%	-14.32%
VENZ 9 05/07/23	23.25	23.05	-0.80%	+1.17%
VENZ 8 1/4 10/13/24	24.00	23.55	-1.75%	+3.48%
VENZ 7.65 04/21/25	23.15	22.85	-1.31%	+1.43%
VENZ 11 3/4 10/21/26	24.80	25.05	+0.92%	-0.07%
VENZ 9 1/4 09/15/27	23.70	23.65	-0.06%	-6.92%
VENZ 9 1/4 05/07/28	23.45	23.10	-1.61%	+2.74%
VENZ 11.95 08/05/31	23.75	23.80	+0.30%	-10.17%
VENZ 9 3/8 01/13/34	27.60	28.15	+2.03%	+10.48%
VENZ 7 03/31/38	23.00	23.05	+0.29%	+1.68%
PDVSA 8 1/2 10/27/20	93.30	93.65	+0.41%	+12.87%
PDVSA 9 11/17/21	19.15	18.45	-3.58%	-39.26%
PDVSA 12 3/4 02/17/22	20.00	19.10	-4.49%	-49.56%
PDVSA 6 05/16/24	16.15	15.10	-6.32%	-37.53%
PDVSA 6 11/15/26	16.05	15.15	-5.64%	-36.43%
PDVSA 5 3/8 04/12/27	16.05	15.10	-6.02%	-42.41%
PDVSA 9 3/4 05/17/35	20.10	19.10	-4.77%	-34.21%
PDVSA 5 1/2 04/12/37	16.25	15.15	-6.94%	-41.29%

Tabla N° 1: Desempeño de los bonos VENZ/PDVSA, diciembre 2018

Fuente: Bloomberg CBBT, Knossos Asset Management. *NOTA: Los retornos fueron ajustados para tomar en cuenta la pérdida del interés devengado tras las resoluciones de EMTA.

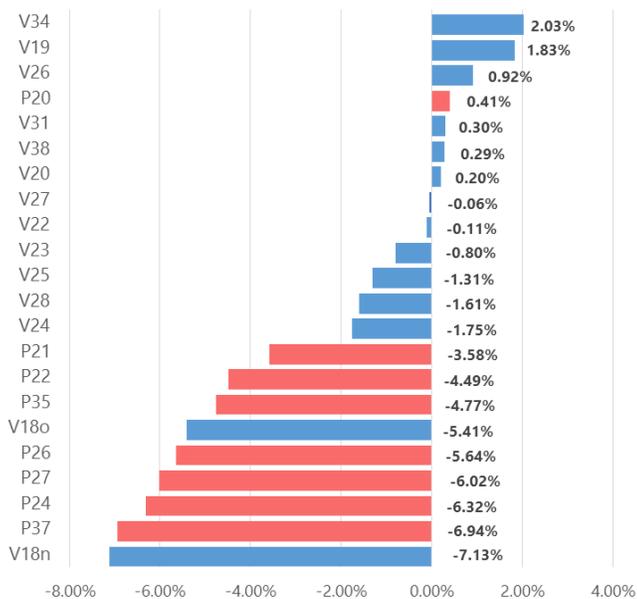


Gráfico N°3: Bonos VENZ/PDVSA por retorno total, diciembre 2018. Fuente: Bloomberg CBBT, Knossos Asset Management.

Los bonos de Venezuela y PDVSA tuvieron un retorno promedio de -0,90% y -4,65% en diciembre de 2018, respectivamente. Destacan caídas de más de -6% en títulos PDVSA low dollar value y los VENZ 7% 18, así como comportamientos positivos en los VENZ 19 y 34 (+2%).

Analizamos los retornos totales en 2018 incluyendo el impacto de los intereses perdidos tras la resolución de la EMTA a inicios de año de cotizar los papeles con precios all-in. Destaca que hubo dos títulos con retornos positivos de dos dígitos (PDVSA 20 y VENZ 34); en paralelo, la mayor parte de la curva no asegurada de PDVSA presentó las peores caídas anuales en la historia (con caídas entre -34 y -50%). Sin embargo, el peor desempeño en ambas curvas lo tuvo el VENZ 13.625% 18. El bono arrojó pérdidas totales de -58% en 2018, una vez el mercado descontara por completo la prima de opción de repago de capital en este título.

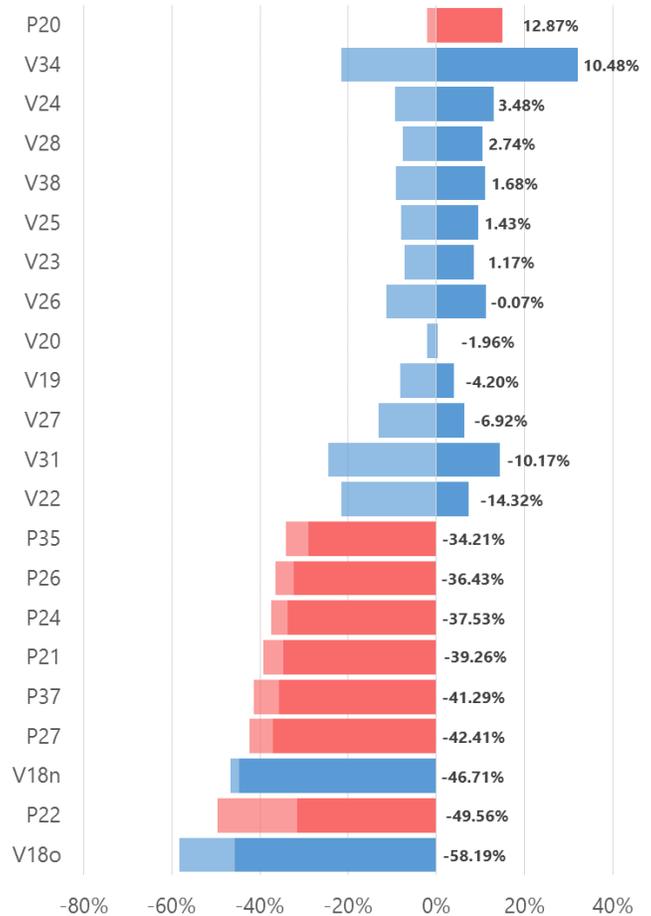


Gráfico N°4: Ranking bonos VENZ/PDVSA por retorno total en 2018. Fuente: Bloomberg CBBT, Knossos Asset Management. *Nota: Retornos de capital en barras oscuras e interés devengado (o perdido por resolución EMTA) en barras claras.



Evolución de las curvas

El análisis de la curva de rendimientos perdió relevancia en el mercado de deuda venezolana en 2018 tras el anuncio de impago, por lo que cambiamos el análisis a la estructura temporal de los precios de los títulos. En el caso de VENZ se presentaron caídas de hasta 20 puntos en los bonos con vencimiento en 2018 (hasta cotizar en niveles similares al resto de la curva), en contraste con alzas de hasta 7 puntos (VENZ 34) en la parte larga de la curva. Para PDVSA, toda la curva no asegurada retrocedió entre 7 y 10 puntos, mientras que el PDVSA 20 se apreció en 12 puntos en 2018.

Security	2017 c.	2018 c.	Price change
VENZ 13 5/8 08/15/18	43.50	23.65	-19.85
VENZ 7 12/01/18	38.75	21.40	-17.35
VENZ 7 3/4 10/13/19	22.85	23.75	0.90
VENZ 6 12/09/20	22.75	22.80	0.05
VENZ 12 3/4 08/23/22	22.25	23.90	1.65
VENZ 9 05/07/23	21.25	23.05	1.80
VENZ 8 1/4 10/13/24	20.90	23.55	2.65
VENZ 7.65 04/21/25	20.90	22.85	1.95
VENZ 11 3/4 10/21/26	22.50	25.05	2.55
VENZ 9 1/4 09/15/27	22.30	23.65	1.35
VENZ 9 1/4 05/07/28	20.90	23.10	2.20
VENZ 11.95 08/05/31	20.80	23.80	3.00
VENZ 9 3/8 01/13/34	21.30	28.15	6.85
VENZ 7 03/31/38	20.80	23.05	2.25
PDVSA 8 1/2 10/27/20	81.30	93.65	12.35
PDVSA 9 11/17/21	28.50	18.45	-10.05
PDVSA 12 3/4 02/17/22	28.05	19.10	-8.95
PDVSA 6 05/16/24	22.85	15.10	-7.75
PDVSA 6 11/15/26	22.50	15.15	-7.35
PDVSA 5 3/8 04/12/27	23.85	15.10	-8.75
PDVSA 9 3/4 05/17/35	26.95	19.10	-7.85
PDVSA 5 1/2 04/12/37	23.65	15.15	-8.50

Tabla N°2: Curvas de precio de VENZ y PDVSA, 2018.

Fuente: Bloomberg CBBT, Knossos Asset Management.

Panorama 2019 - Venezuela

A nuestro juicio, la prioridad número uno del gobierno de Venezuela para 2019 es la economía. En un entorno doméstico y externo cada vez más desafiante (el cual se agravará después del 10 de enero, dada la repudiación de la comunidad internacional del nuevo mandato presidencial de Maduro), la supervivencia del gobierno dependerá críticamente de la capacidad de las autoridades de contener un creciente número de amenazas en el frente económico que comprometen su viabilidad en el corto plazo. En este sentido, los retos que enfrentan las autoridades se pueden dividir en dos grandes grupos: los constantes esfuerzos por equilibrar el flujo de caja en divisas en un entorno de *default* en la deuda y sanciones financieras, y los nuevos desafíos que suponen la profundización de la crisis hiperinflacionaria y el crónico déficit fiscal.

Los retos de siempre: Liquidez, default selectivo y sanciones

A pesar de los multimillonarios acuerdos con Rusia y China anunciados por Maduro a mediados de 2018, la realidad es que las fuentes de financiamiento no están aseguradas para 2019. Miraflores aún no ha cumplido con las múltiples condiciones en materia política y económica exigidas por los socios extranjeros para desembolsar los créditos. Adicionalmente, la caída de más del 30% en los precios petroleros en la última mitad del año (que se reflejará en los ingresos por ventas de crudo en el primer trimestre de 2019), en el contexto de exportaciones petroleras menores a 1 MM b/d para el año próximo, sugieren que Venezuela nuevamente enfrentará un déficit de balanza de pagos sin fuentes de liquidez para cubrirlo.

Un supuesto medular de nuestro análisis es que el gobierno mantendrá su estrategia de pagar a todos los acreedores que suponen un riesgo a su viabilidad en el corto plazo, mientras negocia con sus aliados estratégicos términos de pago más flexibles y permanece en *default* con respecto a la deuda externa sin colateral.

Anticipamos una estrategia del gobierno en varias etapas consistente con estos objetivos. El primer frente de acción se centrará en evitar la incautación de los activos externos de PDVSA. Mientras Venezuela siga dirigiendo la mayor parte de sus exportaciones generadoras de efectivo a los



KNOSSOS ASSET MANAGEMENT

AN AFFILIATED COMPANY OF MIURA

Reporte de deuda de Venezuela y PDVSA

Diciembre 2018

EEUU (nuestro escenario base para 2019, ya que vemos una baja probabilidad de un embargo petrolero contra el gobierno de Maduro), mantener control de Citgo Holding será prioritario para PDVSA. No obstante, dada la fuerte caída en el valor de las exportaciones petroleras - por el doble impacto de bajas en producción y precios - consideramos que el servicio de deuda vinculada a Citgo y otros activos externos clave (PDVSA 2020, pasivos con Crystallex y ConocoPhillips) podría entrar en conflicto con el servicio de la deuda con Rusia y China durante 2019.

A modo de resolver este conflicto, vemos muy probable que Maduro busque una negociación preventiva de los acuerdos de financiamiento bilateral – así como los préstamos pendientes de aprobación - con Rusia y China, comprometiéndose a envíos de petróleo mucho menores (o incluso nulos) para la amortización de estos préstamos, con el objeto de ahorrar liquidez en divisas y poder cumplir con los pagos de deuda más urgentes.

Esto implicará, a nuestro juicio, acordar términos fuertemente desfavorables para la República, así como concesiones en política cambiaria y petrolera que habrían sido impensables en años previos. Acciones como la depreciación en la tasa DICOM - a niveles similares al dólar paralelo, sugieren que el gobierno está dispuesto a tomar las medidas exigidas por sus socios extranjeros para liberar los nuevos financiamientos.

A pesar que esperamos que el trato desigual entre los acreedores *senior* y los no asegurados seguirá intacto en 2019, consideramos que los tenedores de la deuda tendrán crecientes incentivos para avanzar en todas las vías legales para exigir el repago de sus compromisos. Además del grupo de tenedores del VENZ 34 (cuya estrategia busca anticiparse al resto de los acreedores y exigir el repago inmediato de los USD 1.500 MM de la emisión), es muy probable que los otros grupos de bonistas sin colateral ejecuten las cláusulas de aceleración cruzada en sus compromisos.

Si bien no anticipamos los esfuerzos de los bonistas logren resultados concretos en 2019 debido a la lentitud de los litigios de esta naturaleza, el riesgo de incautaciones sin previo aviso de los activos externos de la República persistirá durante todo el año, y las autoridades deben estar preparadas para eventos como la captura de la refinería Isla de Curaçao por Conoco en junio de 2018. Adicionalmente, la presencia de sanciones financieras por

parte de los EEUU impiden cualquier tipo de emisión de títulos valores, lo que imposibilita en la práctica una reestructuración ordenada de la deuda, incluso si existiera la voluntad de hacerlo por parte de Maduro. Todo lo anterior sugiere un panorama cada vez más complicado e impredecible para la República en el frente de la deuda.

Una instancia clave para asegurar la viabilidad del gobierno en el mediano plazo será la recuperación de la industria petrolera. En los últimos días del año, trascendieron nuevos contratos de servicio entre PDVSA y nuevas compañías de EEUU y Francia que suponen un cambio radical en las reglas de juego de la industria. Entre otras medidas inéditas, destaca la figura de contratos de largo plazo de explotación petrolera con nuevos socios extranjeros (en vez de Empresas Mixtas manejadas a discreción de PDVSA), participación accionaria de 49.9% del socio extranjero, libre exportación y regalías preferenciales. Si bien un cambio en los términos de las inversiones no garantiza una recuperación en el producto exitosa – ni que la misma tendrá lugar en el corto plazo -, consideramos que este nuevo modelo de inversiones es consistente con un renovado interés de las autoridades de explotar todas las oportunidades posibles para aumentar los ingresos en divisas.

Un último frente se centrará en esquivar el régimen de sanciones de EEUU y la UE. Anticipamos más sanciones contra individuos, así como un monitoreo cada vez más restrictivo de las transacciones financieras del gobierno venezolano. No obstante, descartamos la posibilidad de un bloqueo financiero total, que podría apoyar a Maduro al ofrecerle un enemigo externo consistente con su discurso político. De momento, el reto consiste en mantener acceso al sistema global de pagos, a través de una red de contrapartes fuera de los EEUU entre los que destacan Novo Banco (Portugal), Evrofinance Mosnarbank (Rusia) y otras instituciones basadas en Medio Oriente y Hong Kong. Maduro enfrentará un *'stress test'* a su red de contrapartes a inicios de 2019, una vez la Orden Ejecutiva más reciente de los EEUU (que busca prohibir el tráfico de oro desde Venezuela) lleve a las instituciones relacionadas a reforzar sus regímenes de AML. Esto podría llevar a la República a perder líneas de corresponsalía si sus contrapartes consideran que el riesgo reputacional no compensa mantener al gobierno venezolano como cliente.



Nuevos retos en 2019: Hiperinflación, Dolarización y Ajuste Fiscal

La inestabilidad económica en 2019 augura cambios nunca antes vistos – e inevitables - en el Estado venezolano. Sin capacidad ni voluntad de llevar a cabo reformas preventivas, la aceleración inflacionaria y una presencia cada vez más reducida del estado en la economía llevarán al uso generalizado del dólar y otras divisas en transacciones privadas, de forma similar a como ocurrió en Zimbabwe en 2009. Por ello consideramos que el gobierno de Maduro permitirá la dolarización *de facto* de la economía, principalmente por inercia.

En este escenario, el Estado cedería su capacidad de emitir la moneda local en el momento que deje de tener sentido económico, un factor que ha ocurrido en todos los episodios hiperinflacionarios de la historia. Consideramos que, de mantenerse las tendencias actuales, el gobierno de Maduro financiará el gasto fiscal con impuesto inflacionario (es decir, con emisión de dinero inorgánico) hasta finales de 2019. Para entonces pronosticamos que la aceleración inflacionaria reducirá los ingresos por señoreaje a un nivel insuficiente para cubrir el creciente déficit fiscal. Las autoridades tendrán que buscar una alternativa para cerrar el déficit fiscal al llegar a este punto de quiebre, por lo que vemos probable una privatización de las empresas estatales y una drástica reducción de la nómina pública como inevitables medidas de ajuste fiscal en 2019.

Evidentemente, Maduro tendrá que enfrentar el riesgo latente de levantamientos sociales en respuesta a las medidas de ajuste que se verá forzado a tomar durante 2019. En nuestra opinión, el gobierno ha sido hasta ahora exitoso en mantener un mínimo de estabilidad al romper la conexión entre descontento popular y movilización política, principalmente a través de la represión y persecución de líderes de partidos, sindicatos, estudiantes y hasta consejos comunales. Otra estrategia clave es el uso de la crisis para profundizar la dependencia de los individuos de los subsidios estatales. Ante un presupuesto cada vez más estrecho, no obstante, anticipamos una fuerte contracción en el gasto social para el próximo año, por lo que consideramos que el gobierno hará un uso cada vez mayor de la represión por los cuerpos de seguridad del estado para evitar un estallido social que ponga al gobierno de Maduro en riesgo.

Estrategia 2019 – VENZ/PDVSA

Nuestro escenario base para 2019 es el de continuación del *status quo* en el mercado de deuda venezolana. No obstante, considerando los niveles de precio actuales, esto implica que los retornos potenciales en ciertos segmentos de la curva, especialmente en los PDVSA *low dollar value*, podrían ser positivos y significativos en un escenario de transición política y mayores probabilidades de reestructuración en el mediano plazo.

La decisión de tomar una posición en la deuda, y el *timing* de la inversión, es necesariamente dependiente a la evolución de los acontecimientos. Consideramos que sólo tendría sentido tomar una posición en la deuda si se dan señales concretas de una transición de gobierno, condición necesaria (mas no suficiente) para la materialización del escenario positivo para la deuda.

Anticipamos retornos potenciales cercanos a cero para VENZ en 2019. Consideramos que el mercado está incorporando expectativas similares a las nuestras sobre lo que ocurrirá el próximo año en los precios de la deuda soberana, por lo que vemos una baja probabilidad de movimientos súbitos al alza o a la baja en estos títulos.

Por otro lado, pronosticamos retornos positivos y significativos (condicional en señales que apunten a un cambio de gobierno) en los bonos PDVSA. Nuestro panorama más optimista en la deuda de la petrolera estatal radica en que consideramos que los niveles actuales ya descuentan el escenario negativo (por ende, no esperamos una mayor caída en términos relativos en PDVSA), mientras que vemos el potencial de una apreciación mucho mayor en el escenario positivo, puesto que los principales grupos de bonistas están apostando a un trato *pari passu* entre VENZ y PDVSA ante la hipotética reestructuración, lo que en nuestro criterio llevaría a una mejora en los precios relativos de la deuda de la petrolera estatal, desde el valor actual (0.65x) a un ratio cercano a la media histórica (0.95x-1.05x).



Investigación y Estrategia de Inversión

Daniel A. Urdaneta Z., CFA

+56 9 7990 8342

daniel.urdaneta@knossosfunds.com

Knossos Asset Management

Liberación de responsabilidad - Reporte de deuda Venezuela/PDVSA

Este informe de investigación de deuda no es independiente de la actividad propietaria de la empresa y no está sujeta a todas las normas de independencia y divulgación aplicables a los reportes de deuda proporcionados a inversores minoristas. Aunque el autor cree que sus fuentes son confiables, ni el autor ni Knossos Asset Management garantizan que la información sea completa o precisa. Todas las opiniones expresadas en este mensaje son las del remitente individual en el momento de la publicación y no representan los puntos de vista y la estrategia de Knossos Asset Management, excepto cuando el mensaje indique lo contrario y el remitente está autorizado a declarar las opiniones de dicha entidad. No se trata de una oferta de compra o venta, ni de una solicitud para ofrecer la compra o venta de los valores mencionados. La Firma puede tener posiciones en los valores mencionados y puede realizar compras o ventas de dichos valores con periodicidad en el mercado abierto o de otro modo y puede vender o comprar a sus contrapartes autorizadas dichos valores de forma propietaria; tales transacciones pueden ser contrarias a las recomendaciones de este material. Este material está destinado únicamente a uso institucional y no debe distribuirse, transmitirse ni difundirse de otro modo. Bajo ninguna circunstancia este material está destinado a ser utilizado por cualquier inversor minorista. Información adicional está disponible bajo petición.
