



Los bonos venezolanos sufrieron un segundo mes consecutivo de fuertes caídas; las pérdidas se aceleraron en las últimas dos semanas del mes, llevando a los títulos a cotizar en sus mínimos de 15 meses (*Ver Gráfico N°1*). El sentimiento negativo de los inversionistas se agudizó, afectando especialmente a los bonos de corto plazo y los de cupón alto. La actividad de mercado fue intensa todo el mes; la sesión del 25 de Julio tuvo el volumen transado más alto del año, con unos USD 240mm nominal de bonos PDVSA reportados a TRACE. El colapso en las semanas finales del mes obedeció en mayor medida a la inminente elección de la Asamblea Nacional Constituyente (ANC) y las amenazas de los EEUU de “acción fuerte y rápida” en contra de Maduro y su gobierno si procedía con sus planes de enmienda constitucional.

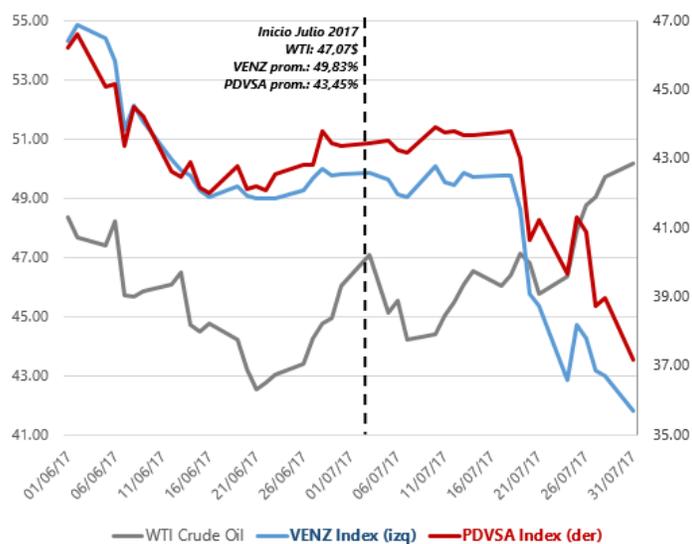


Gráfico N°1: Evolución de índices de precio bonos VENZ y PDVSA vs. Futuros del crudo WTI (jun-jul 2017).

Fuente: Bloomberg BGN, cálculos propios.

La evolución positiva en los precios del petróleo (que impulsó a los futuros del WTI a cerrar en julio alrededor de los 50\$/barril), así como la esperanza de negociaciones entre gobierno y oposición tras la salida de Leopoldo López de prisión, sirvieron como soporte en los precios de la deuda en las sesiones iniciales. No obstante, el flujo de ventas observado en junio no fue absorbido por la base de inversionistas dedicados, que decidieron mantenerse al margen. Como consecuencia, los *dealers* se vieron forzados a mantener los títulos en sus balances, lo cual incidió en la falta de liquidez y alta volatilidad de precios observada más adelante en el mes.

El *crash* en los precios de los bonos vino tras un reporte de prensa a mediados de mes, según el cual la administración

de Trump estaría analizando un arsenal de sanciones económicas contra el gobierno venezolano, incluyendo la posibilidad de un bloqueo financiero y transaccional a PDVSA. Dichas sanciones tendrían un efecto negativo casi inmediato en la capacidad de pago de la República y abrirían la posibilidad de un evento de crédito desordenado en 2017; la reacción de mercado, predeciblemente, ha sido de ventas en pánico.

A pesar del temor entre los inversionistas por la posibilidad de sanciones a los sectores petrolero y/o financiero, las mismas no se habían materializado al cierre de julio. En contraste, el Departamento del Tesoro de los EEUU optó por incluir a varios funcionarios clave del gobierno venezolano en su lista negra de individuos políticamente expuestos, incluyendo en una primera ronda (26 de julio) a Tarek William Saab, Tibisay Lucena, Simón Zerpa y Erick Malpica Flores, entre otros. Finalmente, tras la realización de la ANC el 31 de julio (luego que el gobierno anunciara que 8,1 millones de venezolanos validaron el proceso de enmienda), Nicolás Maduro fue incluido bajo la denominación de ‘dictador’, a la par de autócratas como Bashar Al Assad, Robert Mugabe y Kim Jong Un.

Desempeño en el mes

Security	30/06/2017	31/07/2017	Total Return	Total Return (2017 YTD)
VENZ 13 5/8 08/15/18	75.90	59.00	-19.34%	-17.93%
VENZ 7 12/01/18	64.65	51.40	-19.37%	-13.58%
VENZ 7 3/4 10/13/19	51.25	42.75	-14.81%	-14.26%
VENZ 6 12/09/20	45.40	39.50	-11.70%	-10.41%
VENZ 12 3/4 08/23/22	54.00	44.40	-14.52%	-14.99%
VENZ 9 05/07/23	44.75	38.65	-11.57%	-8.01%
VENZ 8 1/4 10/13/24	43.50	38.25	-9.95%	-6.72%
VENZ 7.65 04/21/25	42.90	38.90	-7.53%	-3.94%
VENZ 11 3/4 10/21/26	52.00	42.20	-16.13%	-12.31%
VENZ 9 1/4 09/15/27	50.25	41.90	-14.23%	-7.92%
VENZ 9 1/4 05/07/28	44.65	38.35	-11.92%	-7.24%
VENZ 11.95 08/05/31	50.75	41.25	-15.19%	-13.05%
VENZ 9 3/8 01/13/34	45.25	40.00	-8.93%	-3.93%
VENZ 7 03/31/38	42.15	38.85	-6.04%	-1.14%
PDVSA 8 1/2 11/02/17	87.75	75.30	-12.90%	+0.35%
PDVSA 8 1/2 10/27/20	72.35	65.40	-8.13%	-4.58%
PDVSA 9 11/17/21	48.75	38.25	-16.80%	-15.09%
PDVSA 12 3/4 02/17/22	56.55	43.50	-16.21%	-13.75%
PDVSA 6 05/16/24	37.70	31.20	-10.87%	-6.93%
PDVSA 6 11/15/26	36.55	32.75	-10.37%	-6.06%
PDVSA 5 3/8 04/12/27	36.25	32.40	-8.51%	-5.86%
PDVSA 9 3/4 05/17/35	46.40	38.00	-14.51%	-8.88%
PDVSA 5 1/2 04/12/37	35.35	32.55	-7.49%	-4.48%

Tabla N° 1: Desempeño de los bonos Venezuela y PDVSA, jul 2017



Los bonos de Venezuela y PDVSA cayeron un -13,9% en promedio en julio y devengaron un retorno total negativo de -12,5% incluyendo intereses. Si bien los bonos 'defensivos' (VENZ parte larga y PDVSA 20/low-dollar-value) tuvieron un desempeño menos negativo, la debilidad fue generalizada y llevó a todos los títulos a acumular retornos totales negativos en 2017. Destaca que los bonos más afectados fueron los de corto y mediano plazo (especialmente los VENZ con vencimiento en 2018, que cayeron casi 20% en julio).

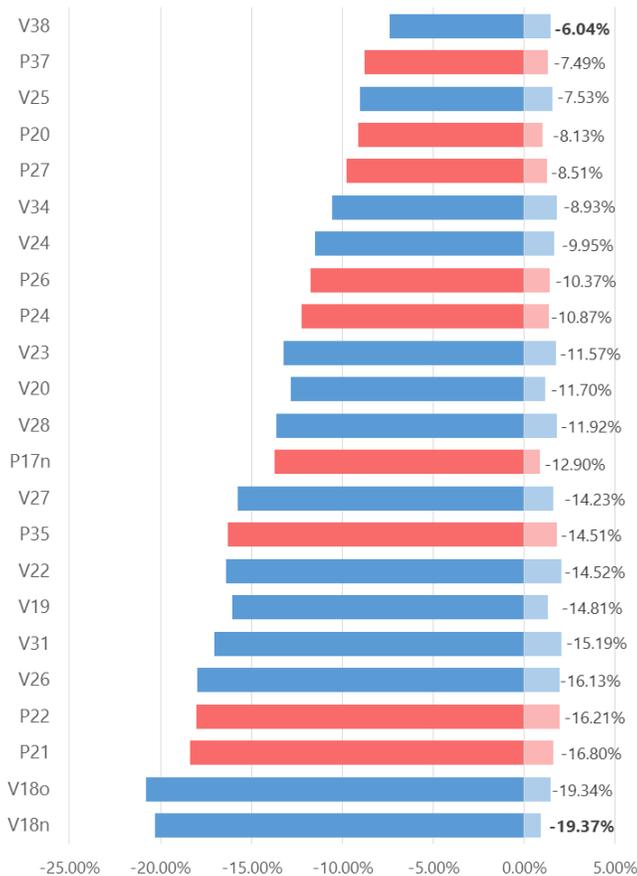


Gráfico N°2: Ranking de bonos VENZ/PDVSA por retorno total*, julio 2017. *NOTA: se desagrega el retorno total en variación de precio (barra oscura) e interés devengado (barra clara); no se asume reinversión de cupones para el cálculo de retorno total.
Fuente: Bloomberg, Knossos Asset Management.

Evolución de las curvas

Los gráficos N° 3 y 4 muestran la evolución de las curvas de rendimiento de Venezuela y PDVSA en julio de 2017, tanto para bonos como para CDS. La curva de Venezuela tuvo un desplazamiento al alza importante y se invirtió bruscamente, como reflejo de la mayor debilidad en los títulos más cercanos a vencimiento. Los rendimientos

subieron en promedio +850bps, pero hasta +3530bps en el caso de los VENZ 13,625% 2018; al cierre de julio, este título cotizaba con un rendimiento máximo histórico del 80%.

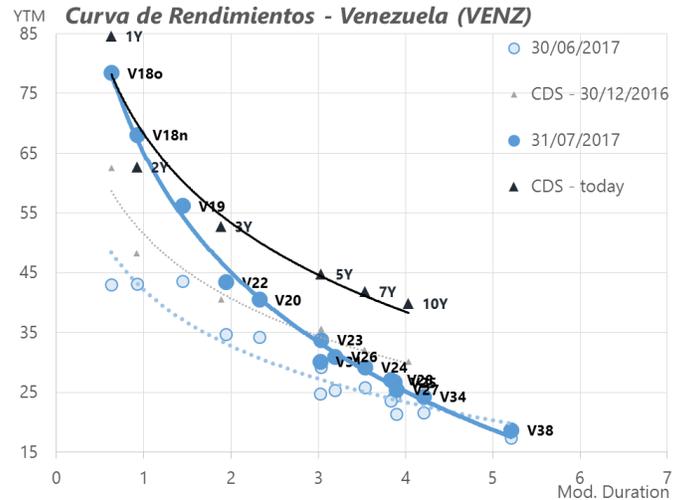


Gráfico N°3: Evolución de la curva de Rendimientos de Venezuela, Julio 2017. Fuente: Bloomberg

La curva de PDVSA se invirtió de forma más agresiva, especialmente en el caso del título más próximo a vencer. El rendimiento del PDVSA 2017n subió +8750bps en el mes y subió a un máximo histórico de 140%. En promedio, los rendimientos subieron casi +1500bps a lo largo de la curva de bonos. Destaca que el movimiento fue menos acentuado en el mercado de CDS: los traders están actualmente asignando una probabilidad del 69% a que PDVSA incumpla sus compromisos de deuda en el próximo año, una cifra ligeramente superior al 60% observado a finales de junio.

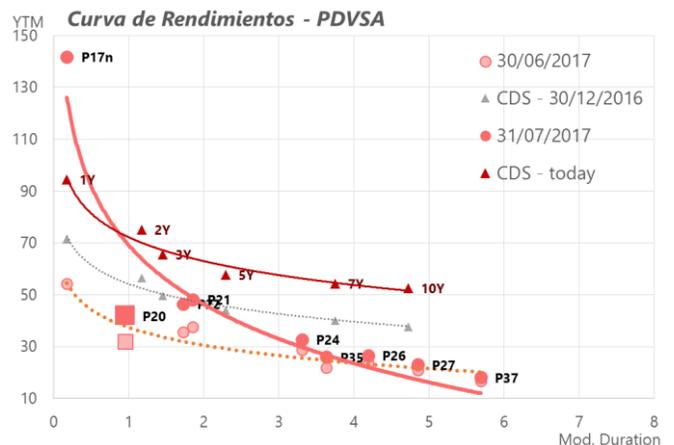


Gráfico N°4: Evolución de la curva de Rendimientos de PDVSA, Julio 2017. Fuente: Bloomberg CBBT.

**Sanciones económicas: una amenaza existencial**

El pánico de los inversionistas ante el espectro de sanciones económicas por parte de los EEUU es justificado, en nuestra opinión. La capacidad y voluntad de pago de la administración de Maduro ya había sido puesta a prueba en ausencia de esta amenaza, como consecuencia de los factores ya conocidos: bajos precios del petróleo, descenso sostenido en producción y exportaciones petroleras, déficits externos persistentes y acceso deficiente a los mercados de capitales. En este sentido, la posibilidad de tener una prohibición a exportar crudo a los EEUU o peor aún, la imposibilidad de realizar transacciones en Dólares Estadounidenses, son factores de riesgo adicionales que vienen a complicar un panorama crediticio de por sí sombrío, e incrementan el riesgo de un evento de crédito desordenado en los próximos meses, especialmente en el lapso Octubre-Noviembre, donde vencen más de USD 3.500mm entre pagos de capital e intereses de la República y la petrolera estatal

Sin embargo, el discurso y las acciones recientes de la administración de Trump sugieren que las sanciones a la industria petrolera no representan un riesgo inminente, por ahora. La clave en las comunicaciones públicas de la Casa Blanca es que su estrategia consistirá en un ritmo de escalada constante, priorizando en primera instancia las sanciones contra individuos y dejando las medidas de mayor impacto económico para una fase posterior de la crisis política. Reportes de la prensa sugieren que existe un debate interno en el gobierno estadounidense, sopesando el impacto que podrían tener acciones como un bloqueo transaccional o una prohibición a las exportaciones petroleras, tanto en la economía venezolana como en la estadounidense. Es prudente asumir que el ritmo de endurecimiento en las sanciones aumentará en la medida que el gobierno de Maduro avance en sus planes de consolidarse en el poder y erradicar a toda voz disidente del mapa político venezolano.

La vulnerabilidad externa y la falta de activos de reserva sugieren que Maduro necesitará ayuda de sus aliados geopolíticos para mantener su proyecto a flote. En este sentido, Rusia y China serían pilares fundamentales para el acceso al financiamiento que el gobierno de Maduro necesita para mantenerse solvente con sus compromisos de deuda. El interés estratégico por Venezuela de las

potencias orientales se hace evidente revisando la naturaleza de los últimos acuerdos firmados. Por ejemplo, a finales de mes trascendió que Rosneft estaría dispuesta a liberar la garantía en el 49.9% del patrimonio de Citgo Holding a cambio de tener una participación mayor en la industria petrolera nacional. La tendencia de Moscú y Beijing en meses recientes ha sido evitar la extensión de crédito sin condiciones, a menos que esté atado a participación directa en la Faja del Orinoco o el compromiso de ventas de crudo a futuro. Esto subraya una dinámica clave para los próximos meses: a medida que las sanciones de EEUU se profundicen, la dependencia de Venezuela a Rusia y/o China (tanto en el presente como a futuro) será cada vez mayor.

Considerando lo anterior, ¿está ‘sobrevendido el mercado’ tras dos meses consecutivos de fuertes caídas?

La alta incertidumbre que rodea al crédito hace difícil asumir que la corrección de precios debería detenerse. A modo de referencia, los bonos están cotizando en promedio unos 5-8 puntos por encima de sus mínimos históricos (Febrero de 2016) en el caso de la deuda de largo plazo. Si la crisis política se agudiza, es lógico esperar un recrudescimiento en las sanciones y por ende un mayor deterioro en los fundamentos crediticios de la República y PDVSA; una caída hasta los mínimos de 2016 (o incluso a nuevos mínimos) sería el pronóstico base. Por otro lado, se plantea un escenario sorpresa: un quiebre dentro del sector militar o en la cúpula del PSUV (como consecuencia de la presión interna generada tras las recientes sanciones, por ejemplo) que podría devenir en una normalización en el plano político y un proceso de diálogo con mediación internacional. Es posible que el mercado reaccione positivamente si percibe que este diálogo fuese el prelude a una transición gubernamental, y por ende a un proceso de reestructuración amigable de la deuda y de apertura de la economía nacional a la inversión extranjera directa. El punto de entrada actual ofrece una oportunidad interesante para apostar al evento sorpresa, especialmente en títulos de mediano plazo y cupón alto, los cuales están cotizando con un ligero descuento vs. *Low-dollar-value* en términos relativos. No obstante, este escenario se ve cada vez más improbable, a juzgar por la reinserción forzada de Leopoldo López y Antonio Ledezma a la cárcel de Ramo Verde en la madrugada del 31 de julio.



KNOSSOS ASSET MANAGEMENT

AN AFFILIATED COMPANY OF MIURA

Reporte de deuda de Venezuela y PDVSA Julio 2017

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.