



KNOSSOS ASSET MANAGEMENT

AN AFFILIATED COMPANY OF MIURA CAPITAL

Reporte de deuda de Venezuela y PDVSA

Julio 2018

El mercado de deuda venezolana rompe la racha bajista, liderado por los PDVSA 2020. Durante un mes de alta volatilidad en los precios del petróleo, los bonos de Venezuela y PDVSA subieron de forma sostenida en la primera mitad del mes, impulsados por alta demanda de inversionistas institucionales. Hacia el cierre de mes, la deuda de VENZ retrocedió a sus mínimos de junio, mientras que los bonos de PDVSA mantuvieron sus avances en promedio (ver gráfico N°1).

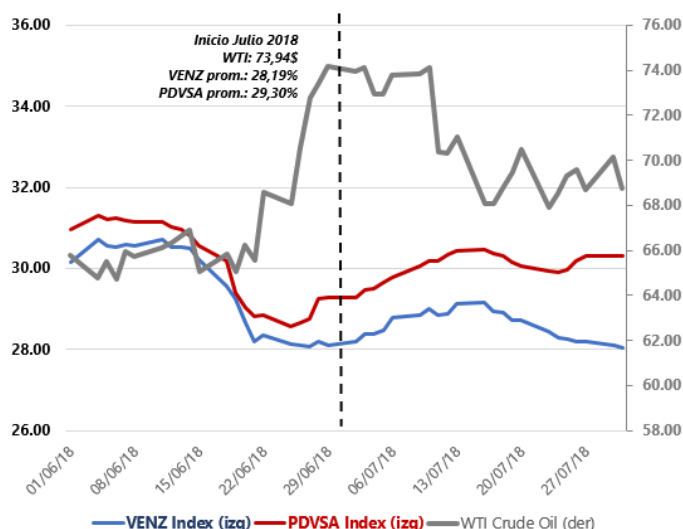


Gráfico N°1: Evolución de índices de precio bonos VENZ y PDVSA vs. Futuros del crudo WTI (jun-jul 2018).

Fuente: Bloomberg BGN, Knossos Asset Management.

Desde inicios del mes comenzaron a circular rumores en el mercado sobre un posible plan de liberalización cambiaria, lo cual había estimulado el apetito de los inversionistas, especialmente por deuda *low-dollar value*. Estos rumores se materializaron luego de finalizado el mes, de la mano de una derogación de la ley de ilícitos cambiarios por parte de la Asamblea Nacional Constituyente (ANC). El gobierno no ha ofrecido detalles sobre un nuevo régimen cambiario; actualmente, coexisten dos mecanismos oficiales - DICOM y casas de cambio autorizadas -, ambos con tipos de cambio sobrevaluados con respecto al mercado paralelo. Adicionalmente, el gobierno modificó la reconversión monetaria (ahora retirará 5 ceros del bolívar 'Fuerte' en el nuevo bolívar 'Soberano'), y postergó su puesta en marcha para el próximo 20 de agosto. Maduro prometió que anunciaría un sistema de anclaje del Bolívar Soberano al Petro, reviviendo el fallido proyecto de la criptomoneda amparada en las reservas de la Faja del Orinoco.

Un acontecimiento clave para el mercado fue la emisión de la Licencia General No. 5 por parte de la OFAC, del 19 de julio. Esta licencia autoriza a entidades de EEUU a participar en operaciones vinculadas al bono PDVSA 2020, el cual está colateralizado por 50.1% del patrimonio de Citgo y podría ser sujeto a un proceso de ejecución del colateral, en caso que la petrolera estatal dejara de cumplir el compromiso de USD 950 MM entre capital e intereses que vence el próximo 28 de octubre. El Departamento del Tesoro fue enfático en el comunicado que acompaña a la nueva medida, destacando que la misma "impide que PDVSA use las sanciones como un pretexto para incumplir el pago de deuda sin consecuencias" y que "mantiene la presión de las sanciones donde corresponde - en el régimen de Maduro".

En el plano político, destacó una retirada casi total de la coalición opositora, que continúa sin definir su postura luego de la reelección de Maduro en los polémicos comicios disputados en mayo. Trascendió que Henrique Capriles está considerando unirse a la Concertación para el Cambio, un bloque liderado por Henri Falcón que abogará por reestablecer el diálogo con el gobierno; en paralelo, los partidos de oposición PJ, VP, Vente y una facción de AD buscan reestablecer una alianza opositora que estaría vinculada con los movimientos civiles alineados al Frente Amplio. En cualquier caso, la oposición permanece dividida y no representa un obstáculo para el gobierno de Maduro.

Una creciente amenaza contra la estabilidad en Miraflores radica en las divisiones cada vez más grandes entre los chavistas 'originales' (Diosdado Cabello, Francisco Ameliach, Adán Chávez, Jesús Faría, entre otros miembros del PSUV) y la nueva cúpula, encabezada por Maduro, Cilia Flores y los hermanos Rodríguez, y representada por el partido político Somos Venezuela). El consenso de los analistas apunta a que la parálisis en la política económica de los últimos años estaría explicada por las constantes diferencias entre ambos bandos, y que las medidas anunciadas por Maduro para agosto representan una concesión a la facción del PSUV, ya que responden a los recientes llamados a una reforma del sistema cambiario provenientes del ala 'tradicional' del chavismo. No obstante, todo apunta a que la persistente inestabilidad política en el país - manifiesta en eventos como el presunto intento de magnicidio, perpetrado este sábado - se agravará en los próximos meses.



Desempeño en el mes

Medido por el índice EMBI+ Venezuela de JPMorgan, el mercado de deuda venezolana presentó un retorno positivo promedio de +0,7% en julio de 2018 y acumula un retorno total positivo de +8,73% en el año. Los bonos VENZ presentaron pérdidas en julio (-0,61% en promedio), las cuales fueron compensadas por un rally en PDVSA (+2,99% de alza promedio en el mes). Siguiendo la tendencia del mes pasado, los caídas más fuertes se observaron en la parte corta de la curva de la República, con descensos de hasta -7,2% (VENZ 7% 18). Adicionalmente, los PDVSA 20 subieron fuertemente de precio en julio (+5,08% en el mes) y actualmente cotizan en un máximo histórico de 90% de valor par. El marcado contraste entre los bonos de la República y la petrolera estatal con vencimiento en 2018 sugiere que el mercado está descontando un “default selectivo” en la deuda VENZ, mientras que los tenedores de PDVSA apuestan a que el pago de octubre será realizado – o en su defecto, que una liquidación de las acciones de Citgo amparando al bono compensarían en mayor medida el valor de su inversión. En la parte media y larga de la curva, persiste un diferencial de precios de 4 puntos en promedio entre los bonos de la República y PDVSA de similar cupón y/o plazo.

Security	29/06/2018	31/07/2018	Total Return	Total Return (2018 YTD)
VENZ 13 5/8 08/15/18	30.15	29.75	-1.23%	-44.13%
VENZ 7 12/01/18	29.40	27.25	-7.22%	-31.58%
VENZ 7 3/4 10/13/19	27.45	27.45	-0.06%	+12.12%
VENZ 6 12/09/20	26.85	26.75	-0.37%	+15.38%
VENZ 12 3/4 08/23/22	28.40	28.45	+0.28%	+6.25%
VENZ 9 05/07/23	27.40	27.15	-0.85%	+20.53%
VENZ 8 1/4 10/13/24	27.40	27.35	-0.23%	+21.50%
VENZ 7.65 04/21/25	27.45	27.15	-1.02%	+22.08%
VENZ 11 3/4 10/21/26	28.60	28.80	+0.66%	+16.64%
VENZ 9 1/4 09/15/27	28.70	28.55	-0.51%	+14.94%
VENZ 9 1/4 05/07/28	27.50	27.30	-0.68%	+22.96%
VENZ 11.95 08/05/31	28.30	28.75	+1.62%	+13.51%
VENZ 9 3/8 01/13/34	29.15	29.15	+0.15%	+15.29%
VENZ 7 03/31/38	27.00	27.25	+0.93%	+21.82%
PDVSA 8 1/2 10/27/20	85.45	89.80	+5.08%	+8.37%
PDVSA 9 11/17/21	24.40	24.65	+1.17%	-17.97%
PDVSA 12 3/4 02/17/22	25.65	26.50	+3.48%	-23.44%
PDVSA 6 05/16/24	21.40	22.25	+3.99%	-6.57%
PDVSA 6 11/15/26	21.45	22.15	+3.14%	-5.72%
PDVSA 5 3/8 04/12/27	22.90	23.55	+2.77%	-6.79%
PDVSA 9 3/4 05/17/35	24.15	24.50	+1.47%	-14.42%
PDVSA 5 1/2 04/12/37	22.75	23.40	+2.82%	-6.64%

Tabla N° 1: Desempeño de los bonos VENZ y PDVSA, julio 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.

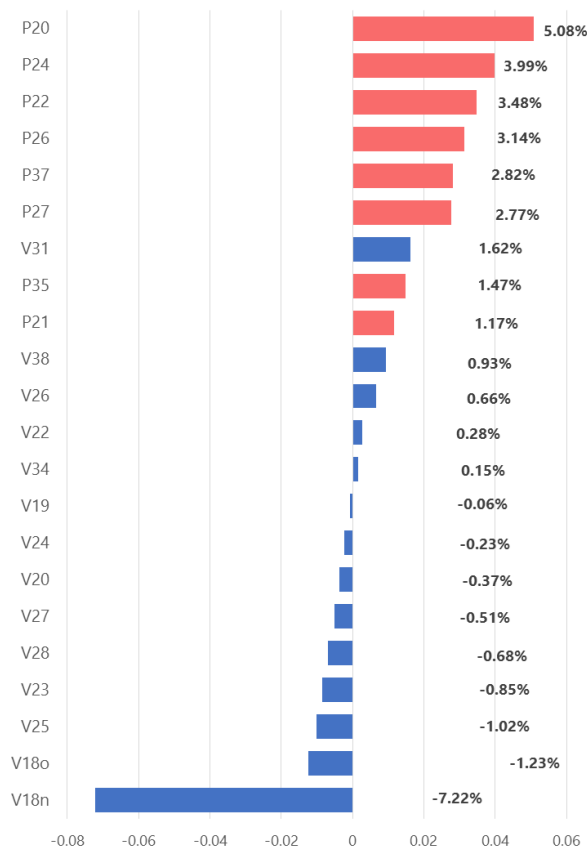


Gráfico N°2: Ranking de bonos VENZ/PDVSA por retorno total, julio 2018.

Fuente: Bloomberg CBBT, Knossos Asset Management.

Evolución de las curvas

Los gráficos N° 3 y 4 muestran la evolución de las curvas de rendimiento de los bonos de Venezuela y PDVSA al cierre de junio de 2018. El VENZ 2018 que vence el próximo 15 de agosto fue removido de la curva, al cotizar con un rendimiento anualizado de 6,500% que distorsiona a la muestra (y refleja que el mercado asigna una probabilidad cercana a cero en el pago de capital de este título). La curva de la República se continúa invirtiendo fuertemente en el corto plazo (rendimiento del VENZ 7% 18 que vence en diciembre subió +2200bps a 807%); en la parte media y larga, la curva se desplazó +295bps al alza en promedio y todos los rendimientos subieron, excepto los VENZ 34 (YTM -320bps a 29.42%).

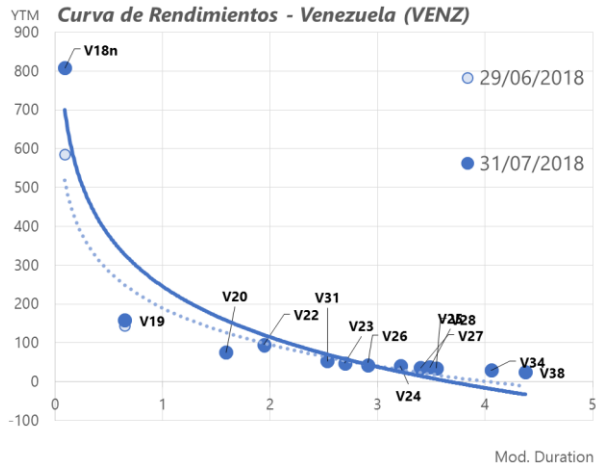


Gráfico N° 3: Evolución de la curva de Rendimientos de Venezuela, Julio 2018. Fuente: Bloomberg

La curva de PDVSA presentó una ligera alza en promedio, explicada por subidas en la parte media y larga (de hasta +600bps en los PDVSA 21, que rinden 113% actualmente), y una caída en los rendimientos de la parte corta (-325bps a 20.99% en los PDVSA 20).

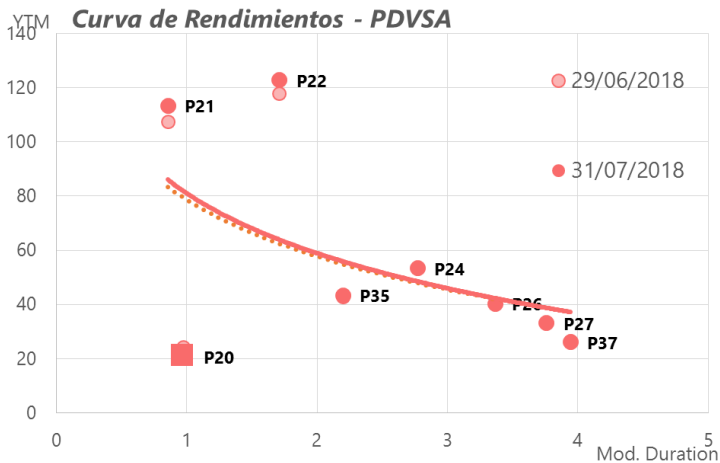


Gráfico N° 4: Evolución de la curva de Rendimientos de PDVSA, Julio 2018. Fuente: Bloomberg CBBT.

Reforma económica: ¿realidad o ficción?

Por primera vez en más de cinco años, el gobierno de Maduro ha dado señales de hacer una reforma a fondo de la economía venezolana; sin embargo, quedan dudas sobre la viabilidad y la verdadera intención de las medidas anunciadas. Compartimos la visión del mercado que las autoridades de Miraflores decidieron derogar el régimen cambiario anterior como una manera de apaciguar a sus detractores cercanos - incluyendo no sólo a las bases del PSUV, sino también a los gobiernos de Rusia y China, cuyos intereses se ven directamente afectados por el colapso de la economía doméstica. En este sentido, todo apunta a que un hacedor de políticas racional con incentivos para mantenerse en el poder estaría comprometido con un plan de estabilización sostenible y realista. Sin embargo, consideramos que el hecho que sea la ANC (y no el BCV o el Tribunal Supremo de Justicia) la encargada de reformar el régimen de divisas sugiere que el gobierno busca que los actores privados reconocieran a la ANC como poder público legítimo, un objetivo eminentemente político. La provisión del decreto que establece la no retroactividad de la reforma (es decir, que podrían procesar casos de 'ilícitos cambiarios' previos a la derogación de la ley) apoya esta visión.

En este sentido, consideramos que existe una alta probabilidad que la reforma cambiaria resulte en otro intento fallido de neutralizar el mercado paralelo de divisas. La falta de detalles en la reforma cambiaria es reflejo de las disputas internas del chavismo, entre una facción que aboga por un sistema basado en el mercado y que persiga la unificación de los tipos de cambio (apoyada por las multinacionales petroleras, que por muchos años han exigido la posibilidad de vender divisas a un tipo de cambio competitivo para invertir en las Empresas Mixtas), en contra de otra facción que prefiere mantener una cotización oficial sobrevaluada, que le permita continuar la captura de rentas por medio del arbitraje cambiario, a costa de agravar aún más la precaria situación de las finanzas públicas. Consideramos que es difícil predecir *a priori* el desenlace de esta disputa, puesto que los partidarios de mantener las distorsiones cambiarias han tenido la palabra final en todos los experimentos cambiarios recientes, pero el persistente déficit de divisas del gobierno está poniendo en riesgo la viabilidad del *status quo*.



Por otro lado, las reformas propuestas no contemplan el aislamiento externo del gobierno de Maduro tras las investigaciones por legitimación de capitales en Venezuela. El sector público venezolano permanece bloqueado fuera del sistema financiero basado en el Dólar de los EEUU, lo que implica que los bancos públicos no pueden enviar y recibir pagos en dólares, y cualquier entidad privada involucrada en el nuevo sistema se arriesga a perder sus líneas de corresponsalía, dado que los bancos de EEUU no quieren estar expuestos al riesgo de negociar – directa o indirectamente – con el gobierno de Maduro. Esta aversión ha cobrado fuerza en los últimos meses como consecuencia de la operación “Fuga de Dinero” - liderada por los EEUU, con colaboración de la Unión Europea – que busca dismantlar una red multinacional de lavado de dinero, y que arrojó indicios de complicidad por parte de varias instituciones financieras de EEUU y Suiza en el blanqueo de miles de millones de dólares robados de PDVSA. Como resultado, consideramos que prácticamente todas las instituciones financieras de alcance global, especialmente en EEUU y Europa, evitarán en lo sucesivo el libre flujo de operaciones en divisas vinculadas al gobierno venezolano.

A escasos días del vencimiento del VENZ 18, el mercado está descontando que la República caerá en default con el papel; mientras tanto, los tenedores afinan su estrategia legal. El 15 de agosto se vence un monto de capital de poco más de USD 1000 MM en las dos emisiones del VENZ 13.625% 18, emitido en idénticas condiciones bajo dos códigos ISIN entre 1998 y 2001 y que no cuenta con Cláusulas de Acción Colectiva. A pesar que la República está en impago con el último cupón de este bono, el grupo de actuales tenedores se ha posicionado en esta emisión con el propósito de cobrar el pago de capital completo. En el escenario en que Venezuela hiciera default en el VENZ 18, los incentivos de los tenedores individuales de acelerar este compromiso se incrementan sustancialmente, puesto que dejarían de devengar intereses (al menos al cupón actual) a partir de la fecha de vencimiento. Cabe destacar que, a diferencia del resto de las emisiones de la República y PDVSA, no existen registros públicos de tenencia para la mayor parte de la emisión del VENZ 18. Esto implica que pudiera existir una masa crítica de tenedores (con 25% del monto en circulación) discretamente posicionada en el papel y esperando el comunicado de impago por el agente

fiscal para proceder con las acciones legales correspondientes.

El rally en los PDVSA 20 sugiere que la opción de adquirir Citgo Holding ha subido de precio tras la publicación de la nueva Licencia General de la OFAC; la mayor prueba de capacidad de pago tendrá lugar el próximo 15 de agosto. El alza de 5 puntos en los bonos tuvo lugar luego de que se disiparan los riesgos legales y cobrara vida el escenario hipotético de liquidación del colateral (sujeto a un impago en el bono por parte de PDVSA). Esto implica que actualmente cualquier entidad de EEUU podría adquirir la compañía en una subasta abierta, y consideramos altamente posible que la autoridad reguladora de la inversión extranjera (CFIUS) estará en desacuerdo con la venta de Citgo a una compañía foránea, especialmente si se le descubren vínculos con el gobierno venezolano. En todo caso, consideramos que el precio de venta de la participación mayoritaria en Citgo Holding podría acercarse o igualar el valor de mercado actual de los bonos, ante la posibilidad de un comprador estratégico que esté dispuesto a pagar al menos USD 4-5 mil millones por el patrimonio de la compañía. Una serie de refinadores de EEUU (Valero, Andeavor, Phillips 66, entre otros) cuentan con los recursos y la disposición de adquirir las refinerías y terminales de Citgo para explotar sinergias en el sector. En otro frente, consideramos que un impago ‘selectivo’ en los VENZ 18, si bien no está ausente de riesgos legales en el corto plazo, podría ser una señal positiva para los tenedores del PDVSA 20, puesto que señalaría que el gobierno de Maduro está comprometido con su estrategia de supervivencia política a toda costa, y hará todo lo posible para asegurar la capacidad de pago de cara al compromiso de USD 950 MM (capital e intereses) el próximo 28 de octubre, de esta forma postergando la liquidación de Citgo Holding por un semestre más.



Investigación y Estrategia de Inversión

Daniel A. Urdaneta Z.

+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.
