



El mercado de deuda venezolana tuvo un desempeño positivo en el mes de septiembre, acompañado de baja volatilidad en los precios de los bonos y una importante recuperación en los mercados globales de energía.

Cabe destacar que se mantiene la disparidad entre el desempeño de la deuda de corto y largo plazo observada en meses previos. Mientras que varios bonos de VENZ y PDVSA oscilaron alrededor de sus mínimos multianuales en septiembre, las emisiones de la petrolera estatal amortizando este año cotizan actualmente en sus máximos históricos.

A nivel agregado, observamos que el desempeño promedio de la deuda estuvo rezagado con respecto al alza en los futuros de petróleo. Por otro lado, los bonos de PDVSA superaron a los Soberanos, y la brecha entre ambos creció en el transcurso del mes (ver gráfico N°1). Este comportamiento es en mayor medida explicado por el retraso en el pago del cupón del VENZ 2027, así como una serie de noticias negativas para el crédito que se sucedieron a mediados de septiembre y que tuvieron un impacto mayor en los bonos de mediano y largo plazo (principales componentes del índice de deuda VENZ).

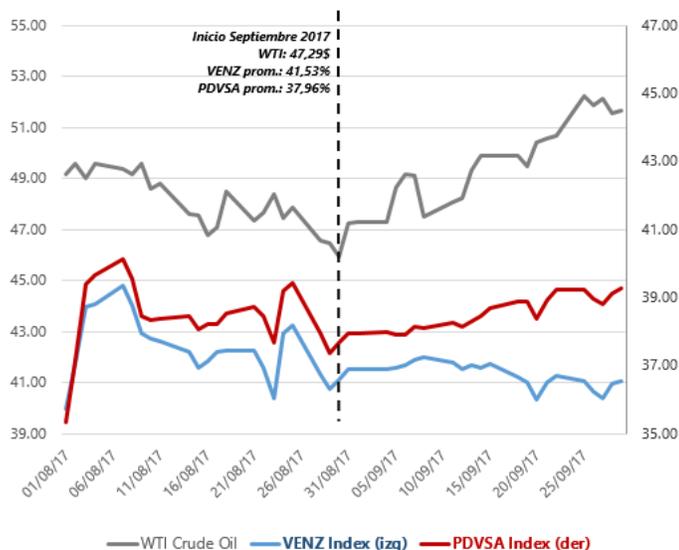


Gráfico N°1: Evolución de índices de precio bonos VENZ y PDVSA vs. Futuros del crudo WTI (ago-sep 2017).
Fuente: Bloomberg BGN, cálculos propios.

A pesar de que no es la primera vez que la República o PDVSA se acogen al período de gracia para el servicio de intereses en la deuda, el retraso en el pago del VENZ 2027 fue un evento especial. Debido a que era el primer vencimiento tras la imposición de sanciones financieras a

Venezuela por parte de los EEUU, los participantes de mercado pasaron una tensa semana caracterizada por un alto grado de incertidumbre y falta de información oficial. Fue solamente el 21 de septiembre, 6 días después de la fecha de pago, que la Oficina Nacional de Crédito Público (ONCP) publicó en su cuenta de Twitter que el pago se estaba procesando, alegando “dificultades operativas” como factor explicativo del retraso.

En paralelo al retraso del pago, varias noticias recordaron a los inversionistas la precaria condición operativa y de liquidez de la República. En primer lugar, trascendió que autoridades del BCV estarían negociando una extensión de un préstamo amparado con oro con Citibank por USD 800 MM, el cual vence en octubre y bajo riesgo de que el colateral sea ejecutado si la República no paga. Luego, se supo que PetroChina Americas revisó los préstamos contra ventas futuras de petróleo firmados con Venezuela y recomendó no extender nuevos créditos ni reperfilear los préstamos actualmente emitidos, citando la prohibición impuesta por las sanciones de Trump. En paralelo, la prensa local reportó que autoridades de Venezuela y Rusia se encuentran actualmente negociando los términos de una reestructuración de deuda bilateral por USD 4.000 MM de préstamos que la República no pagó en los tiempos acordados ni en el período de gracia de concedido por las autoridades rusas.

Adicionalmente, se mantiene la incertidumbre con respecto a los agentes de pago encargados: Citibank fue reemplazado a finales de mes en los roles a los que había renunciado, pero uno de los sustitutos (Delaware Trust Company, encargado de los PDVSA 2026) renunció a los pocos días de haber tomado el puesto en circunstancias poco claras. A esta situación se le suma que los bancos corresponsales con sede en EEUU están presuntamente cerrando todas las líneas con entes gubernamentales venezolanos. Todo apunta a que las restricciones impuestas por Trump han limitado severamente la capacidad del gobierno de Maduro de efectuar transacciones en dólares americanos. Esto explica los llamados de autoridades venezolanas a migrar todas las transacciones financieras y comerciales a Euros, Yuanes y otras divisas, como una manera de esquivar la situación que ellos describen como un “bloqueo financiero” contra el estado venezolano.



Desempeño en el mes

Security	31/08/2017	29/09/2017	Total Return	Total Return (2017 YTD)
VENZ 13 5/8 08/15/18	74.75	74.65	+1.29%	+2.52%
VENZ 7 12/01/18	59.15	65.70	+11.65%	+10.28%
VENZ 7 3/4 10/13/19	44.25	45.10	+3.11%	-7.75%
VENZ 6 12/09/20	39.25	38.90	+0.27%	-9.55%
VENZ 12 3/4 08/23/22	45.50	46.65	+4.68%	-8.17%
VENZ 9 05/07/23	36.90	35.45	-1.79%	-11.23%
VENZ 8 1/4 10/13/24	36.10	34.25	-3.05%	-12.03%
VENZ 7.65 04/21/25	35.80	34.00	-3.09%	-11.50%
VENZ 11 3/4 10/21/26	40.50	38.85	-1.52%	-14.36%
VENZ 9 1/4 09/15/27	39.95	39.90	+1.50%	-8.58%
VENZ 9 1/4 05/07/28	36.00	34.85	-1.02%	-10.98%
VENZ 11.95 08/05/31	41.15	40.50	+0.72%	-10.76%
VENZ 9 3/8 01/13/34	38.20	35.85	-4.07%	-8.67%
VENZ 7 03/31/38	34.65	33.50	-1.48%	-10.26%
PDVSA 8 1/2 11/02/17	90.45	94.45	+4.99%	+26.04%
PDVSA 8 1/2 10/27/20	73.90	82.95	+12.63%	+20.80%
PDVSA 9 11/17/21	38.90	41.35	+7.61%	-8.81%
PDVSA 12 3/4 02/17/22	45.50	46.65	+4.73%	-7.68%
PDVSA 6 05/16/24	30.50	30.75	+2.24%	-9.62%
PDVSA 6 11/15/26	30.35	30.50	+1.98%	-8.46%
PDVSA 5 3/8 04/12/27	30.35	30.55	+1.95%	-8.60%
PDVSA 9 3/4 05/17/35	35.85	34.25	-2.22%	-13.86%
PDVSA 5 1/2 04/12/37	30.20	30.40	+1.94%	-7.56%

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

Los bonos de Venezuela y PDVSA cerraron el mes con un alza promedio de +0,30% y un retorno total de +2% incluyendo intereses.

Persiste la divergencia en el desempeño entre los bonos de corto plazo (como el PDVSA 20, que rindió +12,6% en el mes) y la deuda de mediano y largo plazo de la República (como el VENZ 2034, que arrojó un pérdida del 4% en septiembre). El color de mercado de los *dealers* refuerza este comportamiento: reportan fuerte volumen de ventas en toda la curva, a excepción de los bonos de más corto plazo, que siguen fuertemente demandados por los inversionistas institucionales y los actores locales.

Evaluando el comportamiento en el transcurso del año, se evidencia que únicamente los bonos con vencimiento en 2017 y 2018 tienen retornos positivos, mientras que todas las demás estrategias en la deuda venezolana han devengado pérdidas cercanas a los dos dígitos.

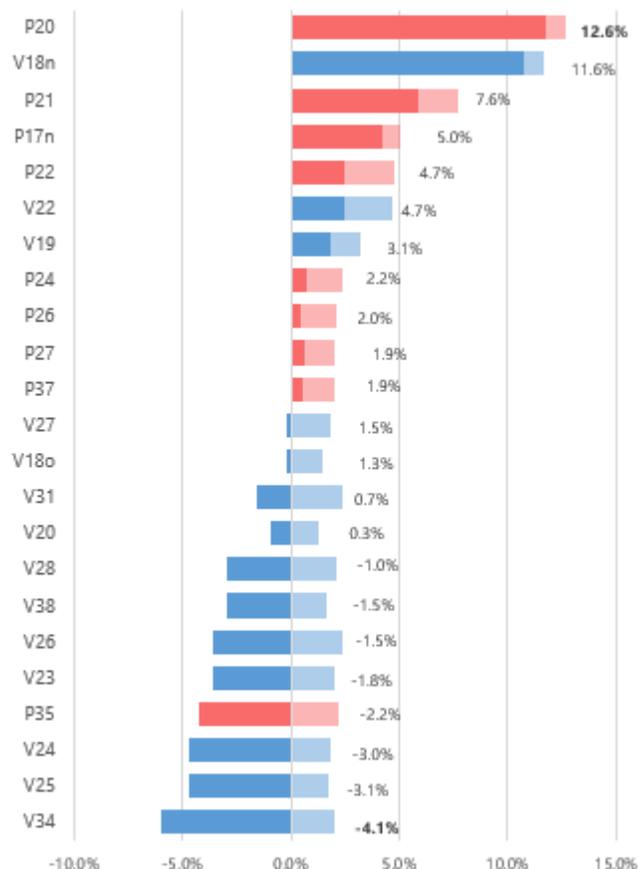


Gráfico N°2: Ranking de bonos VENZ/PDVSA por retorno total*, septiembre 2017. *NOTA: se desagrega el retorno total en variación de precio (barra oscura) e interés devengado (barra clara); no se asume reinversión de cupones para el cálculo de retorno total.

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 septiembre de 2017, tanto para bonos como para CDS. La curva de Venezuela presentó cambios mínimos durante el mes; únicamente destaca la compresión de -830bps en el VENZ 2018N, el título Soberano con mejor desempeño en septiembre. En promedio, los rendimientos subieron 40bps, y se mantiene la forma invertida de la curva que sugiere que el título más riesgoso (pero también potencialmente más rentable) es el VENZ 2019.

**¿Pago puntual, Default o Reestructuración?**

La capacidad de pago del gobierno venezolano es una **variable política, no económica**. La dinámica de deuda del gobierno es insostenible, como consecuencia de más de una década de déficits fiscales cubiertos con endeudamiento en moneda extranjera a la tasa de interés más alta pagada por un Gobierno en todo el mundo. En retrospectiva, los rendimientos superiores generados por los bonos venezolanos en los últimos 3 años corresponden a una especie de “arbitraje de información” en que los inversionistas se han aprovechado de que el gobierno de Maduro se mantiene pagando la deuda a como dé lugar; más allá de lo que cualquier pronóstico racional sugiere posible. La causa próxima de ello en la actualidad es la presencia de Rusia y China como prestamistas de última instancia, quienes ya han evitado la ocurrencia de un evento de crédito accidental en varias ocasiones. Y no es coincidencia que políticos de oposición hayan influenciado a instituciones financieras de todo el mundo para evitar que se le extienda crédito fresco al gobierno de Venezuela. Todos los actores operan bajo el supuesto de que la supervivencia política del Gobierno de turno está atada a su capacidad de cumplir con sus compromisos externos.

No obstante, la hipótesis de que un evento de crédito llevaría a un hipotético cambio de gobierno está siendo cuestionada. “Si no tiene que escuchar a los votantes, porque es la fuerza militar la que lo sostiene, no hay motivo para que un default suponga un cambio de gobierno”, dijo a finales de mes Carmen Reinhart, profesora de Harvard, apuntando que menos del 15% de los *defaults* soberanos ocurridos en el mundo desde 1992 ha llevado a un cambio gubernamental. Las implicaciones de esta hipótesis son cruciales para la variable Voluntad de Pago. ¿Qué pasaría si la función de reacción del Gobierno cambiase súbitamente y ya no les preocupara mantener el servicio de deuda? No es un escenario factible, considerando la falta de preparativos legales y operativos para evitar la incautación de los activos externos de la República. Adicionalmente, todos los ojos de la comunidad internacional están puestos sobre Venezuela en la coyuntura actual, lo que hace que cualquier intento de repudiar sus compromisos externos y transformar definitivamente al país en un *Estado Delincuente* llevaría inmediatamente a más sanciones a los funcionarios del régimen, imposibilitando el sostenimiento del *status quo*.

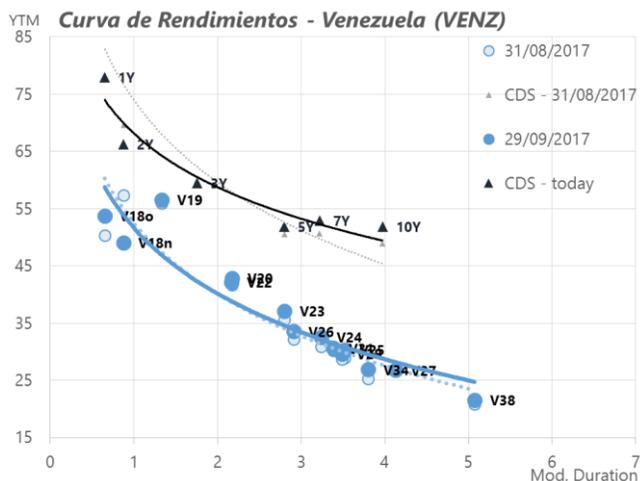


Gráfico N°3: Evolución de la curva de Rendimientos de Venezuela, Septiembre 2017. Fuente: Bloomberg

La curva de PDVSA evidencia una leve caída de -70bps en el YTM promedio. En contraste, destaca una fuerte compresión en el rendimiento exigido en los PDVSA 2020 (-900bps). La revalorización en este título – cuyo valor intrínseco está parcialmente determinado por el valor residual de Citgo Holding Inc. – puede atribuirse a que las sanciones de Trump explícitamente prohíben la transferencia de dividendos de Citgo a su casa matriz (PDVSA Holding) e incrementan las probabilidades de un evento de crédito en el corto plazo. Ambos factores juegan a favor de la valoración del título y subrayan la importancia del ranking de pagos en la estructura de capital a la hora de invertir en deuda de grado especulativo, especialmente en casos de compañías atravesando episodios de estrés financiero, como PDVSA en la actualidad.

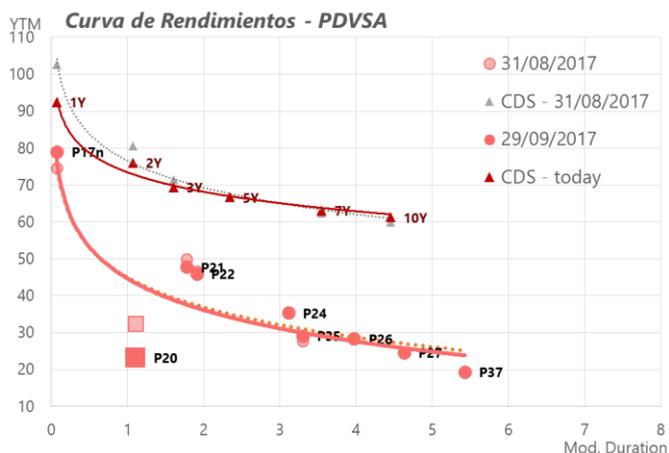


Gráfico N°4: Evolución de la curva de Rendimientos de PDVSA, Septiembre 2017. Fuente: Bloomberg CBBT.



Ante el clima de incertidumbre total, el “Riesgo de evento” se ubica en máximos históricos. En este escenario donde todas las variables de control están sujetas a quiebres imprevistos, la única certeza es que el pago de capital del PDVSA 2020 del próximo 28 de octubre no cuenta con período de gracia. El riesgo de un “accidente” en este contexto es astronómico y va mucho más allá de tener los recursos para hacer el pago. Si el monto adeudado de USD 840 MM no se encuentra depositado en la cuenta del agente de pago al final del día, esto abriría la puerta a que el comité de la Asociación Internacional de Swaps y Derivados (ISDA por su siglas en inglés) deliberara sobre la ocurrencia de un evento de crédito por parte de PDVSA. Esta situación podría devenir en una activación de los contratos de CDS y el mercado comenzaría a navegar en un territorio legal poco conocido y extremadamente complejo.

La palabra ‘Reestructuración’ se ha dejado colar en el ámbito del mercado de deuda venezolana; sea como fuere, no parece una opción probable ni viable en el contexto actual. No en vano se conoce el caso venezolano en los círculos del derecho financiero internacional como “potencialmente la reestructuración de deuda más compleja de la historia”. Adicional al volumen de más de USD 170.000 MM entre deuda financiera, comercial y laudos arbitrales por pagar, el gobierno enfrenta una liquidación forzosa de Citgo Holding Inc., lo cual pondría en jaque toda la operación de refinación de crudo venezolano para la venta en los EEUU. Más grave todavía, las sanciones impuestas por el gobierno de Trump prohíben la emisión de nuevos títulos de deuda o los acuerdos para extender el plazo de préstamos actualmente en circulación. Todo esto implica que el proceso de reestructuración de deuda no se podría hacer legalmente bajo jurisdicción norteamericana, lo cual entra en conflicto con el hecho que prácticamente todos los bonos están emitidos bajo ley de EEUU.

El riesgo de estar expuesto a la parte corta de PDVSA a los niveles actuales pareciera no estar compensado por la rentabilidad potencial. Considerando todos los factores, el *pull-to-par* potencial de los PDVSA 2017N de 6,3% a los precios actuales es demasiado bajo en comparación con caídas mayores a -60% (en el caso hipotético de que hubiese un evento de crédito y el bono cayera de precio a 30 centavos de dólar). La estrategia de invertir en la parte

corta de la curva siempre ha tenido un perfil de riesgos asimétrico; no obstante, en la coyuntura actual este perfil es virtualmente desconocido, y por ende mucho más peligroso. No obstante, la República eventualmente pudo pagar los cupones de septiembre. ¿Implica esto que la viabilidad de pago de cara a los vencimientos de capital a finales de octubre está garantizada? Asumiendo que los prestamistas de última instancia continuarán apoyando a al gobierno de Venezuela para los pagos de deuda, todo dependería de la evolución de los acontecimientos políticos a lo interno en Venezuela, y por ende de la respuesta por parte del gobierno de los EEUU. **En este sentido, las elecciones regionales a disputarse el próximo 15 de octubre representan el acontecimiento clave del mes en el frente político.** El Gobierno se enfrenta a su última oportunidad de elegir entre un mínimo de respeto a las instituciones o el descenso inevitable al autoritarismo y el aislamiento del resto del mundo. Para complicar aún más el panorama, destaca que el proceso exploratorio de diálogo que adelantaron Gobierno y Oposición durante septiembre no arrojó resultados concretos, y queda poco clara la posición de ambos bandos de cara a los comicios.



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.