



KNOSSOS ASSET MANAGEMENT

AN AFFILIATED COMPANY OF MIURA

Reporte de deuda de Venezuela y PDVSA

Marzo 2017

Los bonos de Venezuela y PDVSA acumularon su peor retorno mensual desde octubre de 2016. Entre las razones se encuentran una caída de más del 10% en los precios del crudo (a partir de la segunda semana del mes), varias incidencias operativas en algunas refinerías de PDVSA y reportes sobre una próxima salida del Eulogio del Pino de la presidencia de la petrolera estatal. La negatividad se transformó en pánico en la última jornada del mes, cuando los bonos presentaron caídas de hasta 4 puntos en medio de un clima de incertidumbre con respecto a la capacidad y la voluntad de PDVSA de cancelar el bono PDVSA 2017 "viejo" (Ver Gráfico N° 1), agravado por el dictamen del Tribunal Supremo de Justicia de invalidar a la Asamblea Nacional y revocar la inmunidad parlamentaria de los congresistas de oposición.

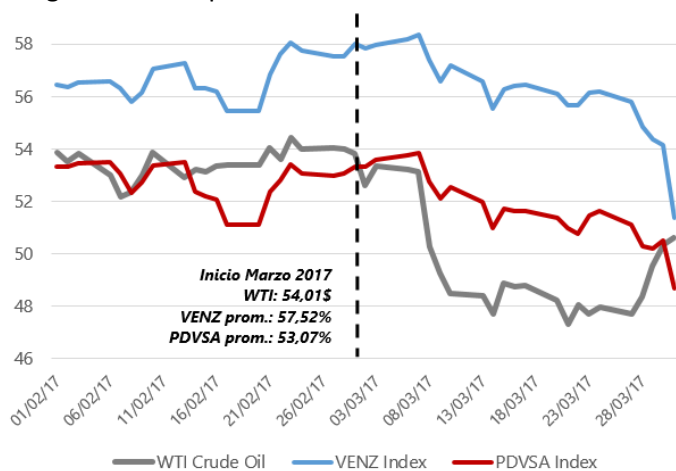


Gráfico N°1: Evolución de índices de precio bonos VENZ y PDVSA vs. Futuros del crudo WTI (feb-mar 2017).
Fuente: Bloomberg BGN, cálculos propios.

Si bien todos los bonos cierran el mes en negativo, las caídas más fuertes se concentraron en los plazos intermedios (2019-2022), principales afectados ante el cambio en el sentimiento de los inversionistas y las implicaciones negativas de la caída de los precios del crudo. Cabe destacar que el volumen de operaciones se incrementó de forma importante en los últimos días del mes, a medida que se aceleró la caída en los precios. La jornada de mayor volumen en todo el año 2017 tuvo lugar el viernes 31 de marzo, donde se estima un volumen transado de USD 401 MM valor nominal de acuerdo al servicio TRACE de FINRA.

Salvo la caída reciente en los precios del petróleo, el panorama externo se mantiene positivo para la deuda de mercados emergentes. Estimulados por la reciente

sorpesa al alza en la data macroeconómica mundial, los flujos de dinero hacia fondos de renta fija del sector acumularon una entrada de USD 8.500MM en marzo y USD 18.500 MM acumulados en 2017, lo cual sugiere que la clase de activo mantiene una amplia demanda. Adicionalmente, se anticipan vencimientos de deuda EM High Yield de USD 12.000 MM en el próximo trimestre. Según los analistas, el desequilibrio oferta/demanda podría generar en el corto plazo una mayor compresión en las primas de riesgo del sector.

Desempeño en el mes

Security	28/02/2017	31/03/2017	Total Return	Total Return (2017 YTD)
VENZ 13 5/8 08/15/18	89.95	84.60	-4.61%	+5.47%
VENZ 7 12/01/18	72.80	69.80	-3.27%	+10.92%
VENZ 7 3/4 10/13/19	65.70	56.75	-12.00%	+5.44%
VENZ 6 12/09/20	55.60	49.95	-8.99%	+6.81%
VENZ 12 3/4 08/23/22	68.75	59.05	-12.44%	+0.13%
VENZ 9 05/07/23	52.85	46.80	-9.48%	+2.06%
VENZ 8 1/4 10/13/24	48.50	43.75	-7.85%	-1.39%
VENZ 7.65 04/21/25	47.40	42.50	-8.49%	-1.92%
VENZ 11 3/4 10/21/26	59.20	53.40	-7.52%	-0.45%
VENZ 9 1/4 09/15/27	52.65	46.70	-9.01%	-5.05%
VENZ 9 1/4 05/07/28	48.70	43.75	-8.07%	-2.87%
VENZ 11.95 08/05/31	59.10	53.05	-8.34%	-0.81%
VENZ 9 3/8 01/13/34	49.75	43.90	-9.84%	-2.74%
VENZ 7 03/31/38	45.15	40.60	-8.23%	-2.76%
PDVSA 5 1/4 04/12/17	95.95	95.10	-0.39%	+7.62%
PDVSA 8 1/2 11/02/17	87.20	84.20	-2.49%	+7.96%
PDVSA 8 1/2 10/27/20	81.10	74.30	-7.22%	+3.43%
PDVSA 9 11/17/21	57.25	48.50	-13.35%	-4.46%
PDVSA 12 3/4 02/17/22	67.50	56.95	-13.90%	-2.53%
PDVSA 6 05/16/24	39.95	36.85	-6.17%	-2.15%
PDVSA 6 11/15/26	37.75	35.15	-5.26%	-4.61%
PDVSA 5 3/8 04/12/27	36.80	34.50	-4.71%	-5.58%
PDVSA 9 3/4 05/17/35	49.75	43.70	-9.95%	-5.30%
PDVSA 5 1/2 04/12/37	36.50	34.00	-5.14%	-5.58%

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

Los bonos de Venezuela y PDVSA cayeron -9% en promedio, y arrojaron un retorno total de -7,8% incluyendo intereses. Los bonos de PDVSA con vencimiento en 2017 experimentaron las caídas menos acentuadas, mientras que los plazos intermedios (2019-2022) bajaron más dos dígitos y prácticamente borraron la ganancia que tenían en el año. Por último, los bonos *low-dollar value* perdieron un 5% en promedio en el mes.



KNOSSOS ASSET MANAGEMENT

AN AFFILIATED COMPANY OF MIURA CAPITAL

Reporte de deuda de Venezuela y PDVSA Marzo 2017

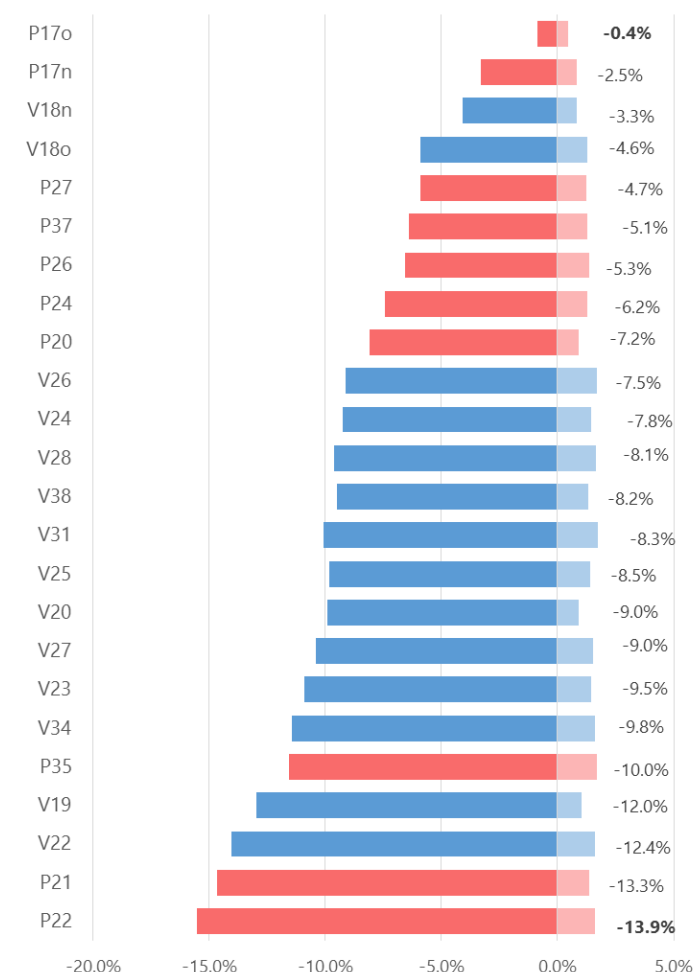


Gráfico N°3: Ranking de bonos VENZ/PDVSA por retorno total*, marzo 2017. *NOTA: se desagrega el retorno total en variación de precio (barra oscura) e interés devengado (barra clara); no se asume reinversión de cupones para el cálculo de retorno total.

Fuente: Bloomberg, Knossos Asset Management.

Evolución de las curvas

Los gráficos N° 4 y 5 muestran la evolución de las curvas de rendimiento de Venezuela y PDVSA en marzo de 2017, tanto para bonos como para CDS. La curva de Venezuela se desplazó paralelamente al alza (+360bps en promedio). El VENZ 2019 tuvo la mayor alza en rendimientos (+805bps).

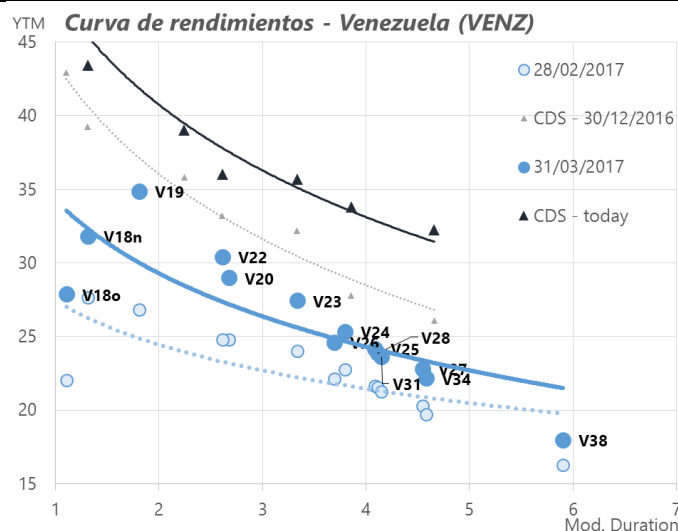


Gráfico N°4: Evolución de la curva de Rendimientos de Venezuela, Marzo 2017. Fuente: Bloomberg

La curva de PDVSA se invirtió fuertemente en el mes, con un incremento en el rendimiento de los PDVSA 5,25% 2017 “viejos” a su máximo histórico de 230% (esto debido a que el bono cotiza con descuento a escasos días de su fecha de vencimiento). Excluyendo este dato atípico, los rendimientos subieron en promedio +450 bps a lo largo de la curva.

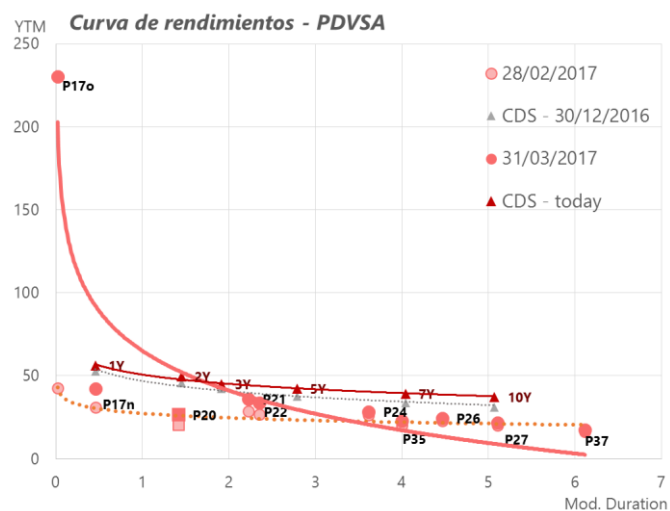


Gráfico N°5: Evolución de la curva de Rendimientos de PDVSA, Marzo 2017. Fuente: Bloomberg CBBT.

**Capacidad y voluntad de pago puestas a prueba**

Detrás del dictamen sin precedentes del Tribunal Supremo de Justicia subyace una necesidad cada vez más apremiante de financiamiento externo. El poder Judicial, sorprendido por la reacción de la comunidad internacional en su contra, terminó reversando parcialmente esta decisión (y también regresó la inmunidad parlamentaria a los congresistas de la MUD), pero manteniendo su posición de que el presidente Maduro podría firmar acuerdos de interés nacional en el sector Hidrocarburos sin aprobación explícita de la AN. Reportes de la prensa de los últimos días sugieren que PDVSA estaría buscando una venta acelerada de concesiones en la Faja del Orinoco con sus socios estratégicos, con el objeto de contar con la liquidez necesaria para hacer frente a los pagos de abril sin comprometer el flujo de caja destinado a sus operaciones y/o a las importaciones de alimentos para la nación. Sin embargo, es incierto si las multinacionales estarían dispuestas a extender financiamiento en las condiciones actuales, dada la amenaza constante de la Asamblea Nacional de que repudiaría a futuro cualquier operación de interés público ejecutada sin su autorización.

El consenso de los analistas de mercado (y nuestra visión) apunta a que PDVSA cuenta con la capacidad de pagar el vencimiento del 12 de abril. La administración de Maduro ha continuado con su política de recortes de importaciones y priorización a los pagos de deuda, señalando que su voluntad de pago permanece intacta. Por otro lado, han trascendido rumores de que PDVSA estaría buscando acuerdos de financiamiento a última hora. Los últimos reportes de la prensa sugieren que Fintech Advisory, una firma especializada en *distressed investments*, estaría en conversaciones con BCV para negociar un préstamo de USD 500 MM. De ser ciertos los rumores, consideramos que la búsqueda de financiamiento obedece a una maniobra de PDVSA para hacer frente al pago sin tocar las Reservas Internacionales del BCV (las cuales se ubican en USD 10.399 MM al cierre de marzo). Si llegáramos a ver una caída en las RRII posterior al pago del 12 de abril, esto dejaría en entredicho la verdadera situación de liquidez externa de la República, y consideramos que podría ser un catalizador negativo para los precios de la deuda.

Por lo expresado anteriormente, consideramos que un cambio súbito en la voluntad de pago es el mayor riesgo

en el corto plazo y la razón principal detrás de la reciente debilidad en los precios de la deuda. Es de esperarse que el gobierno revise periódicamente sus prioridades en el manejo de la liquidez externa y busque asesorarse con profesionales alineados ideológicamente con su visión política (como el español Alfredo Serrano o el economista norteamericano Michael Hudson, mencionado por Maduro en cadena nacional a mediados de mes) a la hora de tomar una decisión con respecto a sus compromisos externos. Considerando el creciente costo político de continuar los pagos de deuda a costa de recortes cada vez más profundos en las importaciones, existe el riesgo de un cambio en el régimen de '*voluntad de pago a toda costa*'. **No obstante, consideramos que un cambio súbito en la voluntad de pago carece de sentido estratégico en la coyuntura actual.** No hay elecciones en el futuro próximo; tampoco ha habido preparativos financieros o legales para un impago preventivo. Adicionalmente, los oficiales de gobierno han reiterado la voluntad de pagar de forma constante en las últimas semanas, reforzando la hipótesis de que la República y PDVSA continuarán pagando hasta que no cuenten con la capacidad de hacerlo.

En el supuesto de que PDVSA cancele el pago de los 17 “viejos” sin mayores contratiempos, hay tres argumentos para apostar a un rebote en los bonos en las próximas semanas. En primer lugar, el servicio de deuda se reduce drásticamente por seis meses, sin pagos de capital y montos de intereses no mayores a USD 700 MM hasta octubre. A esto se le une la entrada al mercado de USD 2.900 MM entre capital e intereses pagaderos este mes, que potenciaría un importante flujo de reinversión en la curva en un contexto de servicio de deuda relativamente fácil de manejar. En segundo lugar, los precios del petróleo han retomado su tendencia alcista en las últimas sesiones, apoyados por una reafirmación de la política de recortes de la OPEP y señales de un posible déficit de oferta de crudo en el mediano plazo como consecuencia de un tercer año consecutivo de caídas en las inversiones de capital de las multinacionales energéticas. Por último, se especula que Eulogio Del Pino sería reemplazado en la presidencia de PDVSA por Nelson Martínez (actualmente Ministro de Petróleo), un profesional con más de 20 años de experiencia en el sector que, consideramos, podría hacer una mejor labor que Del Pino en términos de sostener los niveles de producción petrolera.



KNOSSOS ASSET MANAGEMENT

AN AFFILIATED COMPANY OF MIURA CAPITAL

Reporte de deuda de Venezuela y PDVSA

Marzo 2017

Liberación de responsabilidad - Reporte de deuda Venezuela/PDVSA

Este informe de investigación de deuda y el analista responsable del contenido 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.