



El mes de agosto marca un nuevo punto de quiebre para el intercambio de la deuda venezolana, ya que desde que el pasado lunes 5 de agosto se emitiera la Orden Ejecutiva N° 13.884, las señales que envía el mercado son poco alentadoras. Cabe destacar que esta orden permite al Gobierno de EEUU bloquear todas las propiedades y los intereses del Gobierno Venezolano en jurisdicción americana, y autoriza al Departamento del Tesoro a sancionar personas que hayan asistido o brindado soporte al Gobierno de Venezuela, incluso a través de la provisión de bienes y servicios.

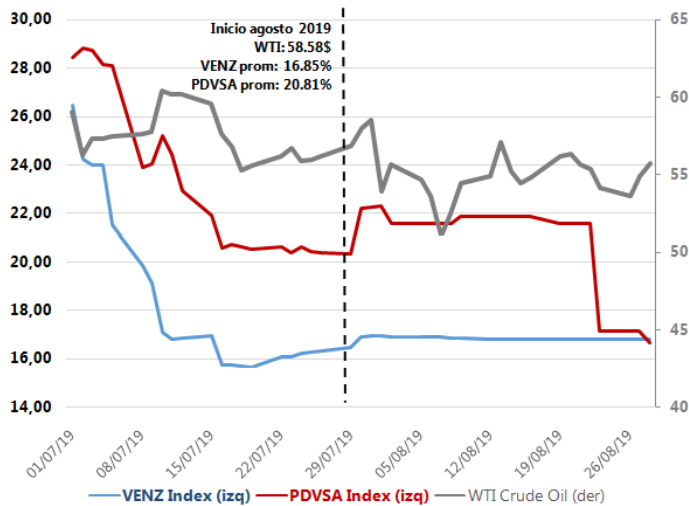


Gráfico N°1: Evolución de índices de precio bonos VENZ y PDVSA vs. Futuros del crudo WTI (jul-ago 2019).

Fuente: Bloomberg BGN, Knossos Asset Management.

Con la vigencia de la O. E. N° 13.884 y tomando en cuenta que ésta potencialmente evitaría que cualquier acreedor pueda tomar posesión de los activos venezolanos que se encuentran en EEUU, el mercado ha perdido la esperanza de que se realice algún pago relacionado con deuda venezolana, incluso la amortización del bono PDVSA 2020, que está prevista para finales de octubre y asciende a USD 913 millones. Los precios de ese bono cayeron a alrededor de 43 cents después de haber cerrado julio en 78 cents y ahora exhibe el peor desempeño YTD, haciendo que nuestro índice de deuda de PDVSA pasará de 22 cents a 16 cents al cierre del mes, luego de haber promediado 21 cents durante agosto, cerrando el mes de agosto en 17 cents.

Considerando el efecto de los rebalances provocados por la disminución progresiva del peso de la deuda venezolana de los índices de deuda de JP Morgan, y el hecho de que la O. E. N° 13.884 tiene un alcance más

amplio y puede afectar las transacciones de deuda fuera de los EEUU, creemos que la línea plana que describe nuestro índice de deuda soberana es el reflejo de la tendencia que veremos en los próximos meses para ambos índices, reflejando algo que se parece más a un mercado donde no se ejecuta transacción alguna.

Security	31/07/2019	31/08/2019	Total Return	Total Return (2019 YTD)
VENZ 7 3/4 10/13/19	15,70	15,55	-0,96%	-34,47%
VENZ 6 12/09/20	15,50	13,45	-13,23%	-42,01%
VENZ 12 3/4 08/23/22	15,45	14,75	-4,53%	-38,27%
VENZ 9 05/07/23	15,60	15,60	0,00%	-32,32%
VENZ 8 1/4 10/13/24	15,65	15,50	-0,96%	-32,16%
VENZ 7.65 04/21/25	15,50	15,40	-0,65%	-32,80%
VENZ 11 3/4 10/21/26	15,70	15,70	0,00%	-35,55%
VENZ 9 1/4 09/15/27	15,75	15,35	-2,54%	-33,25%
VENZ 9 1/4 05/07/28	15,70	15,70	0,00%	-31,49%
VENZ 11.95 08/05/31	15,70	15,70	0,00%	-32,91%
VENZ 9 3/8 01/13/34	15,80	15,30	-3,16%	-46,55%
VENZ 7 03/31/38	15,75	15,70	-0,32%	-30,44%
PDVSA 8 1/2 10/27/20	77,85	43,50	-44,12%	-53,54%
PDVSA 9 11/17/21	14,00	13,75	-1,79%	-25,31%
PDVSA 12 3/4 02/17/22	14,05	13,75	-2,14%	-28,27%
PDVSA 6 05/16/24	14,10	14,05	-0,35%	-6,58%
PDVSA 6 11/15/26	13,95	13,60	-2,51%	-9,52%
PDVSA 5 3/8 04/12/27	13,95	13,90	-0,36%	-7,83%
PDVSA 9 3/4 05/17/35	14,05	13,95	-0,71%	-27,08%
PDVSA 5 1/2 04/12/37	13,95	13,90	-0,36%	-7,82%

Tabla N° 1: Desempeño de los bonos VENZ/PDVSA, agosto 2019

Fuente: Bloomberg CBOT, Knossos Asset Management.

\*NOTA: Los retornos fueron ajustados para tomar en cuenta la pérdida del interés devengado tras las resoluciones de EMTA.

Este contexto naturalmente impone nuevas restricciones para PDVSA. De acuerdo con una nota de Reuters del 10 de septiembre, CNPC (China National Petroleum Corporation) ha cancelado los cargamentos de crudo proveniente de Venezuela por segundo mes consecutivo, dejando a Rosneft como el principal operador del petróleo venezolano. A pesar de que ya ha recibido advertencias por parte de EEUU, parece que Rosneft está dispuesta a seguir brindando apoyo al régimen de Maduro, en línea con la estrategia de Moscú. Durante la conferencia telefónica de los resultados trimestrales de la compañía, Rosneft indicó que PDVSA ha estado honrando sus deudas, efectuando pagos por USD 700 millones durante el segundo trimestre del año, lo que podría señalar que PDVSA ha estado amortizando el préstamo garantizado con las acciones de CITGO.



En el frente legal, según una nota de Reuters del 2 de septiembre el tribunal del CIADI descontó USD 200 millones de la compensación de USD 8.700 millones a favor de ConocoPhillips, otorgada originalmente en abril. Este descuento de alrededor de 2% sobre el total de la indemnización puede ser poco significativo, pero también puede entenderse como una pequeña victoria para el gobierno interino. En cualquier caso, el equipo de Guaidó persistirá en los esfuerzos para anular el fallo del CIADI.

También durante agosto la junta directiva de CITGO nombró a Carlos Jorda como el nuevo Director Ejecutivo de la compañía. Jorda fue director de CITGO Petroleum en el período 1999 – 2002, siendo este último el mismo año en que PDVSA atravesó un período de huelgas que paralizó sus operaciones. Habiéndose retirado a principios de la década de los 2000, Jorda regresó celebrando las mejoras en la calificación crediticia de la refinería, dado que S&P finalizó la revisión de la perspectiva de CITGO Holdings y CITGO Petroleum asignando una perspectiva estable a ambas entidades. Además, se reafirmó la calificación de B- para ambas empresas y la calificación de BB- como empresas independientes, que se obtiene al evaluarlas aislando el efecto de su nexa con PDVSA.

### ***PDVSA 2020 y su amortización de octubre: ¿Queda alguna opción sobre la mesa?***

El pago de USD 913 millones se vence en apenas unas cuantas semanas, y aunque el Procurador Especial de la República dijo que la O. E. N° 13.884 protegería a todos los activos de Venezuela y PDVSA, el mercado no tiene claro qué va a pasar. De acuerdo con Hernández, la capacidad y la voluntad de pagar del gobierno interino se han reducido a cero, por lo que esta situación los obliga a negociar con los acreedores. Si esto ocurre, podríamos interpretarlo como la etapa inicial del proceso de restructuración de la deuda venezolana, a pesar de que tendrá un alcance muy limitado, comprendiendo solo los bonos PDVSA 2020.

Sin embargo, el hecho de que el nombre de CITGO no aparezca explícitamente en la O. E. N° 13.884 ha hecho emerger dudas acerca del alcance de la protección que dicha orden le otorga a este activo en particular, por lo que algunos piensan que se necesitará la emisión de una

nueva orden que aclare este punto, así como la vigencia de las licencias OFAC que permitían a los acreedores tomar posesión de las acciones de CITGO, y que fueron emitidas antes de la aparición de Guaidó en la escena política.

En ausencia de una orden ejecutiva adicional, hay razones para creer que puede darse una restructuración en términos cordiales. Según una nota de Bloomberg del 20 de agosto, T. Rowe Price sostuvo reuniones con el equipo de Guaidó para evaluar opciones de financiamiento en ocasión del pago de octubre del bono PDVSA 2020. Rowe Price declaró que eso solo será posible si Washington flexibiliza su posición con respecto a las sanciones, pero envía una clara señal acerca de la disposición de este importante acreedor para ayudar a proteger CITGO. T. Rowe Price junto a Ashmore y Blackrock poseen 3/5 de los bonos PDVSA 2020 en circulación. Ashmore Group Plc, una firma de inversión con sede en Londres, es el tenedor más importante (51%), seguido de Blackrock (6.5%) y T. Rowe Price (4%).

La buena fe de los acreedores más grandes parece estar alineada con las intenciones de la administración interina, ya que Hernández dijo recientemente que no tienen previsto usar las sanciones como un escudo para evadir sus legítimas obligaciones, pero la estrategia de ganar tiempo en las cortes sigue vigente. Como resultado, no somos muy optimistas acerca de las negociaciones en este momento, pues no hay incentivos ni mecanismos para que el gobierno interino pueda cumplirle a los acreedores. En nuestra opinión, lo mejor para los tenedores de bonos es permitir un margen de maniobra evitando la ejecución de las cláusulas de aceleración, difiriendo así el cambio o renegociación, y con eso dar tiempo al gobierno interino hasta que se encuentre una mejor solución.



## **Investigación y Estrategia de Inversión**

Sandy C. Gómez C.

+58 426 530 5104

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.*