



Al cierre de 2019, evaluamos este como uno de los años más volátiles e interesantes para la deuda venezolana. A pesar de que durante el último trimestre los precios permanecieron estables en el rango de 8 a 12 cents, vale la pena echar un vistazo al gráfico N° 1 para recordar cómo este año inició con la deuda venezolana cotizando cerca de los 34 cents (1) en medio de un gran optimismo en torno al cambio de régimen, gracias a que Juan Guaidó fue reconocido como presidente interino por EEUU y otros 50 países. Desde entonces se han aplicado diferentes formas de presión al gobierno de Nicolás Maduro, incluyendo sanciones a la república y PDVSA, que resultaron en la paralización del mercado de bonos (2).

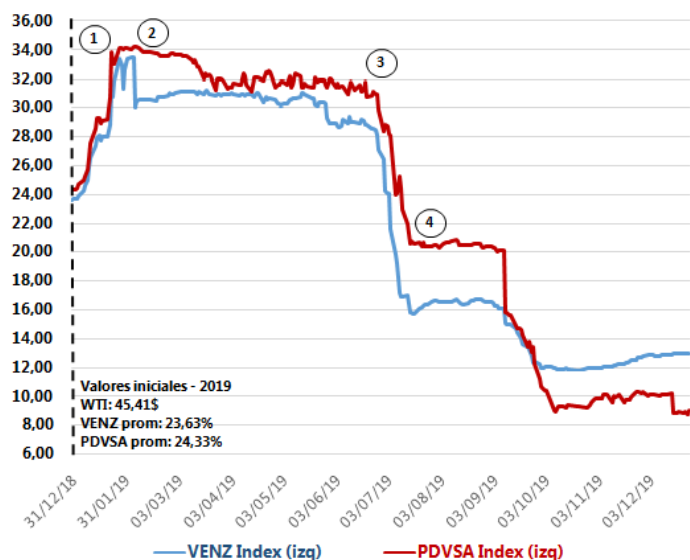


Gráfico N°1: Evolución de índices de precio bonos VENZ y PDVSA (dic 2019).

Fuente: Bloomberg BGN, Knossos Asset Management.

Otros hechos relevantes que determinaron las fluctuaciones de precio de la deuda venezolana incluyen la decisión de JP Morgan de reducir el peso de ésta en sus índices EMBI (3), así como el efecto de la emisión de la Licencia General 5A por parte de la OFAC (LG 5A) (4) que evita que los acreedores puedan tomar prenda de las acciones de CITGO. La decisión de JP Morgan causó la venta forzosa que llevó a que la deuda cotizara en 22 cents en julio, después de varios meses cotizando alrededor de 30 cents, en la medida que los fondos pasivos rebalanceaban sus portafolios para cumplir el mandato de replicar la composición del EMBI.

La LG GA se emitió en agosto pero tuvo un efecto rezagado, debido a que el mercado intentaba descubrir lo que significaba para el bono PDVSA 2020 y el pago de cupón

que se esperaba en octubre. Previamente en abril, EEUU había autorizado un pago de cupón correspondiente a ese bono usando dinero venezolano en cuentas bloqueadas, con lo que se evitó que los acreedores pudieran demandar las acciones de CITGO. Después de la emisión de la LG 5A ese tipo de apoyo ya no fue necesario, por lo que el bono PDVSA entró en default con los cupones en octubre, y ahora el gobierno interino está tomando ventaja de la protección que le otorgan las sanciones para lidiar con las negociaciones con los acreedores.

Security	29/11/2019	31/12/2019	Total Return	Total Return (2019 YTD)
VENZ 6 12/09/20	11,00	11,85	+7,73%	-48,65%
VENZ 12 3/4 08/23/22	11,90	11,80	-0,84%	-50,63%
VENZ 9 05/07/23	11,40	11,85	+3,95%	-48,65%
VENZ 8 1/4 10/13/24	11,60	11,75	+1,29%	-49,00%
VENZ 7.65 04/21/25	11,45	11,90	+3,93%	-47,96%
VENZ 11 3/4 10/21/26	11,80	11,90	+0,85%	-51,72%
VENZ 9 1/4 09/15/27	11,45	12,00	+4,80%	-48,46%
VENZ 9 1/4 05/07/28	11,85	11,85	-	-48,40%
VENZ 11.95 08/05/31	11,80	11,95	+1,27%	-49,20%
VENZ 9 3/8 01/13/34	11,80	11,80	-	-58,55%
VENZ 7 03/31/38	11,30	11,65	+3,10%	-48,67%
PDVSA 8 1/2 10/27/20	31,95	17,35	-45,70%	-81,45%
PDVSA 9 11/17/21	7,90	8,05	+1,90%	-56,22%
PDVSA 12 3/4 02/17/22	7,70	8,15	+5,84%	-57,53%
PDVSA 6 05/16/24	8,00	8,10	+1,25%	-46,10%
PDVSA 6 11/15/26	7,60	8,00	+5,26%	-46,72%
PDVSA 5 3/8 04/12/27	7,60	7,60	-	-49,50%
PDVSA 9 3/4 05/17/35	8,25	8,20	-0,61%	-57,06%
PDVSA 5 1/2 04/12/37	7,85	7,95	+1,27%	-47,13%

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

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.

En cualquier caso, los acreedores de la deuda venezolana siguen esforzándose para obtener prioridad en el pago y poder recuperar valor a partir de CITGO, en caso de que la administración interina no logre encontrar una solución con respecto a la deuda y la protección de EEUU eventualmente se desvanezca. Si este fuera el caso, prevemos que el gobierno interino se enfrenta a un riesgo significativo de negociaciones hostiles debido a que los *holdouts* probablemente han aumentado sus posiciones en deuda venezolana.

Con respecto a la estrategia delineada por Guaidó para desplazar a Nicolás Maduro del poder (cese de la usurpación, gobierno de transición y elecciones libres), entre los hechos más destacados está el intento de ingresar ayuda humanitaria al país a través de la frontera con Colombia y Brasil durante febrero, con lo cual Guaidó y sus aliados internacionales pretendían retar la autoridad



de Maduro, quien siempre negó las necesidades humanitarias de la nación. Esta acción pretendía quebrar la coalición militar que rodea al líder oficialista, pero a excepción de algunos soldados que desertaron escapando a Colombia y Brasil, el ejército siguió leal a Maduro. Más tarde en abril, un intento de golpe de estado resultó en la liberación de Leopoldo López, uno de los líderes de oposición más importantes del país, que permanecía bajo arresto domiciliario con custodia militar, sin embargo este evento tampoco logró fracturar la coalición gobernante.

El 5 de enero Juan Guaidó fue ratificado en su cargo como presidente de la Asamblea Nacional para el próximo período de un año, lo que significa que seguirá en su rol de presidente interino. También en esa fecha, el diputado Luis Parra y otros legisladores intentaron renovar la directiva de la Asamblea Nacional excluyendo a Guaidó, lo cual fue rechazada por los aliados internacionales de Guaidó y provocó que Parra y los otros diputados fueran sancionados por EEUU el 13 de enero.

¿Qué esperamos escuchar de Venezuela en 2020?

En la medida que las negociaciones continúan, el consenso del mercado parece robustecerse en torno al escenario en el cual Maduro sigue al frente del poder ejecutivo y Guaidó mantiene el liderazgo del poder legislativo, hasta que llegue a algún tipo de acuerdo. Según la constitución venezolana 2020 es un año electoral, en el cual está previsto que se elijan los miembros de la Asamblea Nacional. Dado que las autoridades electorales deben ser ratificadas por este organismo antes de llevar a cabo dichas elecciones y que este ha sido un punto focal de las negociaciones, esperamos que ambos bandos propongan acciones en dirección a resolver ese dilema.

Mientras tanto, estamos monitoreando de cerca la situación del país y tratando de anticiparnos a los catalizadores que pueden resultar en un incremento de precios de la deuda, debido a que los niveles actuales de precio nos parecen atractivos al compararlos con la evidencia histórica de los valores de recuperación tras la restructuración. Esperamos que haya cambios en el sector petrolero y en consecuencia mantenemos nuestra perspectiva positiva en lo que se refiere a los potenciales efectos que una flexibilización de las sanciones tendría

sobre la industria, así como el potencial de incremento de precios en los bonos si la flexibilización de las sanciones se extiende al mercado secundario de la deuda.

En nuestra opinión, un evento de esta naturaleza podría llevar los precios a alrededor de los 25 cents (nivel pre sanciones observado en enero de 2019). Por otro lado, estamos contemplando precios de 5 cents en el escenario de que la deuda venezolana llegara a cotizar a niveles similares a la deuda de Cuba, por ejemplo. Sin embargo, consideramos que el riesgo de ver precios más bajos está acotado, dado que el intercambio de deuda venezolana ya es objeto de sanciones y este es probablemente el peor escenario, lo que implica que hay razones para permanecer optimistas con respecto a la deuda venezolana en los años por venir.



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.