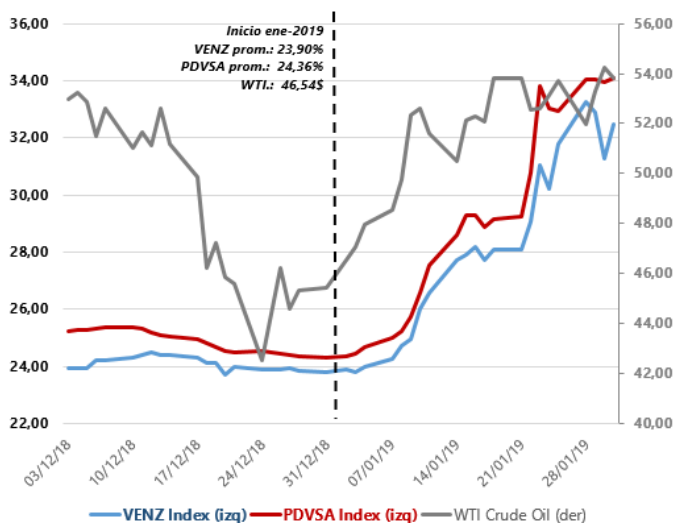




**El mercado de deuda venezolana arrancó el año 2019 con los mayores retornos mensuales en la historia, guiados por el resurgimiento de las “apuestas de cambio de régimen”.** Tras meses operando en sus mínimos históricos (tanto en precios como volúmenes transados), los bonos VENZ/PDVSA estuvieron fuertemente demandados por los inversionistas institucionales desde la primera semana del 2019, impulsados por entradas multimillonarias de capital al sector de renta fija de Mercados Emergentes. Debido a que buena parte de la comunidad de EM mantenía sus portafolios sub-ponderados en deuda venezolana a inicios de año, y a falta de un oferente de peso que equilibrara los flujos, la demanda - tanto de fondos dedicados como de inversionistas de perfil especulativo - impulsó los títulos a ganancias de casi 10 puntos en promedio a lo largo de ambas curvas.



**Gráfico N°1: Evolución de índices de precio bonos VENZ y PDVSA vs. Futuros del crudo WTI (dic'18-ene'19).**

**Fuente: Bloomberg BGN, Knossos Asset Management.**

De acuerdo al consenso de mercado, el renovado interés de los inversionistas por los bonos de la República y – especialmente - los de la petrolera estatal, obedece a la acelerada evolución de la crisis política en Venezuela en el primer mes del año. La oposición tuvo la ventaja del primer movimiento, eligiendo el 5 de enero a Juan Guaidó (parlamentario del partido Voluntad Popular) como presidente de la Asamblea Nacional (AN) para el 2019. Durante su juramentación, Guaidó denunció que el presidente Maduro estaría “usurpando” su cargo a partir del 10 de enero, momento en que el oficialista iniciaría un nuevo período como resultado de las elecciones

presidenciales de mayo de 2018. Estos comicios fueron desconocidos en su momento por la mayoría de la comunidad internacional debido a múltiples denuncias de discriminación política (tras la prohibición de participar a los principales partidos de oposición), ventajismo electoral y fraude.

Luego de la proclamación de Maduro para un nuevo período, los gobiernos de los EEUU, la Unión Europea y el Grupo de Lima (una coalición de naciones de las Américas) desconocieron al oficialista y ofrecieron su respaldo a la Asamblea Nacional como único poder legítimo en Venezuela. Brasil fue más allá, siendo el primer gobierno en reconocer a Juan Guaidó como mandatario interino de la nación. El 23 de enero, el presidente de la AN se juramentó como ‘Presidente Encargado’ de la nación, así constituyendo un gobierno de transición que busca reestablecer el orden constitucional en Venezuela y convocar a elecciones generales. Este gobierno ha sido reconocido por buena parte del mundo occidental, mientras que países aliados a Maduro (China, Rusia, Turquía) han denunciado al mismo como un intento de golpe de Estado amparado por los EEUU.

La semana final de enero trajo una nueva ronda de sanciones por parte del Departamento del Tesoro Americano. La Orden Ejecutiva 13857 expandió los decretos de bloqueo de activos y prohibición de transacciones a todo el gobierno venezolano, lo cual se traduce en una prohibición *de facto* a las exportaciones de crudo e importaciones de diluyentes por parte de PDVSA, así como el bloqueo de buena parte de los activos del gobierno venezolano bajo la jurisdicción de los EEUU. Adicionalmente, dos intentos de mover fondos por parte del gobierno de Maduro (las reservas de oro en el Banco de Inglaterra y los fondos de BANDES en el Novo Banco de Portugal, por aproximadamente USD 2.400 MM en total) fueron frustrados, en buena medida por las denuncias de la AN que buscan “proteger” los activos externos de la República mientras se resuelve la crisis de gobernabilidad.

Por último, las Licencias Generales en el marco de la última Orden Ejecutiva del gobierno de Trump establecieron una prohibición a entidades de EEUU de comprar deuda venezolana en el mercado secundario. La medida, inicialmente dirigida a bonos de PDVSA y expandida a VENZ días después, ha generado en la práctica un cierre total del mercado de deuda venezolana, dejando a los



inversionistas que entraron en el *rally* de inicios de mes atrapados en sus posiciones hasta nuevo aviso.

## Desempeño mensual

Security	31/12/2018	31/01/2019	Total Return	Total Return (2019 YTD)
VENZ 13 5/8 08/15/18	23,65	31,25	+32,26%	+32,26%
VENZ 7 12/01/18	21,40	30,25	+41,43%	+41,43%
VENZ 7 3/4 10/13/19	23,75	30,95	+30,45%	+30,45%
VENZ 6 12/09/20	22,80	31,25	+37,03%	+37,03%
VENZ 12 3/4 08/23/22	23,90	33,45	+40,06%	+40,06%
VENZ 9 05/07/23	23,05	31,95	+38,61%	+38,61%
VENZ 8 1/4 10/13/24	23,55	32,35	+37,23%	+37,23%
VENZ 7.65 04/21/25	22,85	31,35	+37,19%	+37,19%
VENZ 11 3/4 10/21/26	25,05	33,55	+34,00%	+34,00%
VENZ 9 1/4 09/15/27	23,65	33,05	+39,72%	+39,72%
VENZ 9 1/4 05/07/28	23,10	31,45	+36,13%	+36,13%
VENZ 11.95 08/05/31	23,80	33,55	+40,86%	+40,86%
VENZ 9 3/8 01/13/34	28,15	34,95	+24,11%	+24,11%
VENZ 7 03/31/38	23,05	30,85	+33,75%	+33,75%
PDVSA 8 1/2 10/27/20	93,65	94,20	+0,62%	+0,62%
PDVSA 9 11/17/21	18,40	30,45	+65,27%	+65,27%
PDVSA 12 3/4 02/17/22	19,15	30,60	+59,46%	+59,46%
PDVSA 6 05/16/24	15,05	25,65	+70,44%	+70,44%
PDVSA 6 11/15/26	15,05	25,60	+70,53%	+70,53%
PDVSA 5 3/8 04/12/27	15,10	25,30	+67,94%	+67,94%
PDVSA 9 3/4 05/17/35	19,15	29,50	+54,32%	+54,32%
PDVSA 5 1/2 04/12/37	15,10	26,00	+72,43%	+72,43%

Tabla N° 1: Desempeño de los bonos VENZ/PDVSA, enero 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.

Los bonos de Venezuela y PDVSA tuvieron un retorno promedio de +35,9% y +57,6% en enero de 2019, respectivamente. No obstante, excluyendo el PDVSA 20 colateralizado por CITGO (que subió menos de 1% en el mes), los bonos de la petrolera estatal se apreciaron +65.8%, casi el doble del alza en los títulos equivalentes de la República.

En línea con nuestra tesis de inversión, los papeles de PDVSA tuvieron un mejor comportamiento en la medida que las expectativas de cambio de gobierno (estrechamente vinculadas a la posibilidad de una reestructuración ordenada de la deuda externa) fueron el principal factor que impulsó la demanda de los inversionistas durante el mes. También en línea con nuestro análisis, el título con el peor desempeño relativo fue el VENZ 34, el cual cotizaba con una prima de casi 5 puntos en promedio con respecto a la curva a inicios de año. Esta prima, no obstante, se mantiene en 3 puntos al cierre de enero.

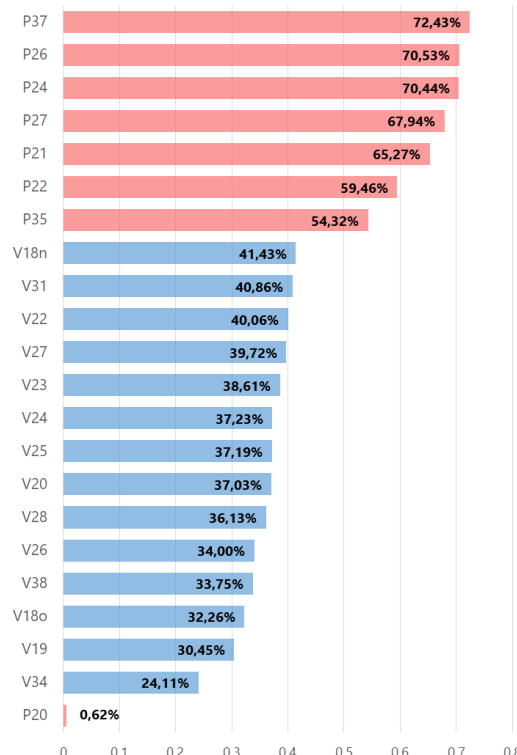


Gráfico N°2: Bonos VENZ/PDVSA por retorno total, enero 2019.  
Fuente: Bloomberg CBBT, Knossos Asset Management.

Security	31/12/2018	31/01/2019	Price change
VENZ 13 5/8 08/15/18	23,65	31,25	7.60
VENZ 7 12/01/18	21,40	30,25	8.85
VENZ 7 3/4 10/13/19	23,75	30,95	7.20
VENZ 6 12/09/20	22,80	31,25	8.45
VENZ 12 3/4 08/23/22	23,90	33,45	9.55
VENZ 9 05/07/23	23,05	31,95	8.90
VENZ 8 1/4 10/13/24	23,55	32,35	8.80
VENZ 7.65 04/21/25	22,85	31,35	8.50
VENZ 11 3/4 10/21/26	25,05	33,55	8.50
VENZ 9 1/4 09/15/27	23,65	33,05	9.40
VENZ 9 1/4 05/07/28	23,10	31,45	8.35
VENZ 11.95 08/05/31	23,80	33,55	9.75
VENZ 9 3/8 01/13/34	28,15	34,95	6.80
VENZ 7 03/31/38	23,05	30,85	7.80
PDVSA 8 1/2 10/27/20	93,65	94,20	0.55
PDVSA 9 11/17/21	18,40	30,45	12.05
PDVSA 12 3/4 02/17/22	19,15	30,60	11.45
PDVSA 6 05/16/24	15,05	25,65	10.60
PDVSA 6 11/15/26	15,05	25,60	10.55
PDVSA 5 3/8 04/12/27	15,10	25,30	10.20
PDVSA 9 3/4 05/17/35	19,15	29,50	10.35
PDVSA 5 1/2 04/12/37	15,10	26,00	10.90

Tabla N°2: Curvas de precio de VENZ y PDVSA, enero 2019.  
Fuente: Bloomberg CBBT, Knossos Asset Management.



## **Hoja de ruta de la Transición**

**El fortalecimiento de la oposición en 2019 ha superado todas las expectativas y supone el mayor desafío hasta la fecha al gobierno de Maduro.** El establecimiento de un gobierno interino, de la mano de Juan Guaidó, contrasta con la victoria en las elecciones parlamentarias de 2015 y la ola de protestas de 2017, dos eventos que fueron incapaces de materializarse en acciones conducentes a una transición gubernamental. La principal diferencia radica en la reacción de la comunidad internacional, evolucionando del apoyo tácito a la oposición, a medidas concretas para socavar la viabilidad económica del régimen de Maduro.

**Las sanciones de EEUU suponen un embargo petrolero de facto a Venezuela, y estas medidas podrían ser replicadas por la Unión Europea próximamente.** Al expandir el alcance de las sanciones – de individuos en el círculo interno de Maduro, a todas las entidades directa o indirectamente manejadas por el gobierno venezolano – los EEUU han logrado cerrar la principal fuente de liquidez en divisas para Venezuela. Lejos de representar una interrupción a largo plazo en la industria petrolera nacional, las nuevas sanciones señalan las intenciones de la Casa Blanca de forzar un cambio de gobierno en la brevedad posible. Esto se debe a que Venezuela puede seguir exportando petróleo a Norteamérica (y CITGO también está autorizada a seguir operando sin limitaciones), pero todos los ingresos provenientes de las ventas de crudo deben parar en cuentas en EEUU controladas por el gobierno de Guaidó; la lógica subyacente es la de incapacitar la gestión del gobierno de Maduro únicamente. Adicionalmente, consideramos que es sólo cuestión de tiempo hasta que la Unión Europea refuerce su régimen de sanciones, dado que la postura política del bloque está alineada en mayor medida con la visión de la Casa Blanca.

**Al perder el principal cliente que pagaba en efectivo, el flujo de caja en divisas del gobierno de Maduro se ha deteriorado críticamente.** Las nuevas sanciones de EEUU están forzando a PDVSA a redirigir unos 500 mil barriles diarios de exportaciones de crudo a nuevos destinos, en un momento donde las relaciones comerciales con Venezuela son más tóxicas que nunca. Como era de esperarse, la petrolera estatal se encuentra paralizada en la actualidad,

con múltiples reportes de cargueros estacionados en el Golfo del Caribe sin un destino claro y una interrupción inmediata en el suministro de gasolina y otros derivados provenientes de los EEUU. Maduro ha intentado por meses – sin éxito – expandir los acuerdos de suministro de crudo a la India, así como reemplazar sus proveedores de diluyentes e intermediarios para el comercio de crudo; por todo lo anterior, anticipamos una fuerte caída en las exportaciones petroleras a partir de febrero. Adicionalmente, esperamos un severo déficit de liquidez en divisas en el próximo trimestre, toda vez que las cuentas por cobrar de PDVSA a clientes de EEUU (las cuales podrían llegar a USD 1.800 MM, según nuestras estimaciones) probablemente estarán sujetas al régimen de sanciones de EEUU, por lo que Maduro no percibirá estos ingresos diferidos.

**La estrategia de Guaidó en el frente político consiste en aumentar los incentivos para la cooperación de los militares disidentes, e incrementar los costos de permanencia de la cúpula castrense.** A través del proyecto de Ley de Amnistía, el enfoque consiste en combinar las ofertas de garantías a los miembros del ejército que reconozcan al gobierno de transición, con las sanciones impuestas por EEUU y Europa. Esta estrategia se apalanca en la creciente influencia del alto mando militar en la economía venezolana – especialmente en los sectores alimentario, petrolero y aurífero. Anticipamos que las prohibiciones de comerciar oro venezolano - vigentes desde noviembre de 2018- en conjunto con las nuevas sanciones, tendrán éxito en reducir la capacidad del ejército de generar y repartir rentas, motivando así la formación de una masa crítica de militares rebeldes. No obstante, su capacidad de influir en el restablecimiento del orden constitucional en el país está limitada por fallas de coordinación, agravadas por los grupos de contra-inteligencia militar que, de momento, han mantenido a raya todo alzamiento interno.

**Considerando el panorama actual, asignamos una probabilidad alta a un cambio de gobierno en el próximo trimestre.** Nuestra evaluación se sustenta en la fuerte caída en el ingreso en divisas que anticipamos en los próximos meses. Sin dólares para repartir, a Maduro se le hará imposible mantener el precario equilibrio de fuerzas dentro de su gobierno, mientras que cada vez más individuos dentro de su administración estarán



incentivados a socavar su mandato. Dicho esto, una transición plena (es decir, sin cuotas de poder para el chavismo y/o las fuerzas armadas) no está garantizada, y es posible que el gobierno de transición de Guaidó se vea forzado a pactar alianzas con elementos del oficialismo, a modo de asegurar la gobernabilidad del país en el contexto de un Estado con severas incapacidades operativas.

## **Reestructuración de la deuda: Un análisis de riesgo-retorno**

**Sujeto a un cambio de régimen, el equipo de Guaidó está desarrollando una propuesta de reestructuración global de la deuda, en el marco de un programa de estabilización con el FMI y ayuda humanitaria.** En una etapa inicial, el gobierno de Guaidó está solicitando envíos de alimentos y medicinas a sus países aliados para paliar los efectos del colapso económico de la era Maduro. Posteriormente, se busca reactivar el aparato productivo nacional por medio de inversión extranjera – privada y multilateral – en el sector petrolero y manufacturero. En última instancia, una vez la economía encuentre un mínimo de estabilidad, se plantea iniciar un proceso de reestructuración –de la deuda externa, consistente con la limitada capacidad de pago que se anticipa en los primeros años de recuperación económica. Dos importantes fuentes de incertidumbre radican en el *Recovery Rate* efectivo y el plazo que tomará cerrar las negociaciones.

**Una característica central de la reestructuración venezolana que anticipamos es la presencia del gobierno de los EEUU en todas las fases del proceso.** Las más recientes sanciones de la OFAC buscan proteger los activos externos de la República de incautaciones - tanto del gobierno de Maduro como de los acreedores externos – mientras se llega a un acuerdo equitativo para todos y consistente con una recuperación sostenible de la economía doméstica. En este sentido, consideramos altamente probable que el colateral de los PDVSA 2020 no será ejecutado si la petrolera estatal falla en pagar el cupón de USD 75 MM que vence el próximo 27 de abril. Una solución viable para mantener el ranking de pagos actual sería reestructurar el PDVSA 2020, pero manteniendo el colateral sobre las acciones de CITGO Holding en el pasivo remanente.

**En términos generales, vemos una posición negociadora más favorable para la República que para los acreedores externos.** Solo vemos la posibilidad de *holdouts* en los títulos VENZ sin CACs, o con umbrales CAC bajos (18o, 18n, 27, 34). No obstante, consideramos que su capacidad de ejercer presión para demandar términos preferenciales de repago estará fuertemente limitada, ya que implicaría la mala publicidad de ir en contra de un gobierno democrático, apoyado por los EEUU, que busca resolver una crisis humanitaria. A pesar de la falta de CACs, vemos fuertes incentivos de parte de los tenedores de PDVSA para reestructurar amistosamente, ya que la validez legal de sus pasivos podría ser impugnada a futuro si quedasen fuera de la negociación.

**Otro factor de presión a los tenedores es el cierre preventivo del mercado secundario.** Dado que no se espera una reapertura hasta que concluya la crisis política en el país, la ventana de oportunidad para que entren fondos oportunistas se ha cerrado, y los incentivos de los inversionistas actuales es el de colaborar para una resolución rápida a la crisis. Existe preocupación sobre si los bonos VENZ/PDVSA serían excluidos de los *benchmarks* de Mercados Emergentes, lo que podría desencadenar una ola de ventas forzadas. Si bien los bonos no son actualmente elegibles para pertenecer al índice debido a la falta de liquidez, la situación es transitoria por naturaleza, por lo que anticipamos que los proveedores de los índices tomarán una postura en el mismo espíritu de las sanciones al mercado secundario (es decir, considerar una suspensión transitoria, sujeta a una evolución de la crisis política en el país y que no implique ventas forzadas para los fondos mutuos de EM).

**Por último, un aspecto clave de una reestructuración exitosa consiste en alinear los incentivos de los acreedores con el gobierno.** Un método común consiste en la emisión de instrumentos cuyos pagos sean contingentes a la evolución futura de la actividad económica. No obstante, vemos poco probable la inclusión de *Warrants* vinculados al PIB como parte de la propuesta de reestructuración. Estos instrumentos son ilíquidos, difíciles de valorar, y son susceptibles de ser manipulados, debido a la dependencia de los pagos futuros en estadísticas oficiales. Por otro lado, la inclusión de *Warrants* vinculados al precio del petróleo – con una estructura similar a la utilizada en los bonos *Brady* de los



años 90 – sería más apropiada para las particularidades de la economía venezolana, y podría servir como un mecanismo para compartir los riesgos (y recompensas) de la evolución futura de la economía entre los acreedores y el gobierno nacional. Adicionalmente, creemos que los tenedores podrían alinear sus incentivos con la República por medio de un esquema de inversiones en el sector petrolero - aumentando así su exposición crediticia en el país –, exigiendo a cambio que los pagos de la deuda reestructurada estén colateralizados con parte del flujo de ingresos provenientes de estas inversiones.

**A pesar que la reestructuración puede tomar múltiples formas, el resultado final del punto de vista de los inversionistas dedicados es único: el valor de mercado de la deuda post-reestructuración, o *Recovery Rate efectivo*.**

Esto incluye el valor de mercado de los nuevos bonos a emitir (con un *haircut* del valor nominal y/o extensiones de plazo), así como el de instrumentos con pagos contingentes (como los *warrants* petroleros discutidos previamente). En este sentido, y partiendo de un monto de deuda externa consolidada de aproximadamente USD 150.000 MM, anticipamos un rango factible de *Recovery* entre 15 y 40%:

- El límite superior de 40% es consistente con un PIB de USD 100.000 MM en el año de la reestructuración, y un ratio deuda externa/PIB del 60%, el máximo tolerado por el FMI como condición para extender préstamos al país.
- Por otro lado, asumimos que un *Recovery Rate* inferior al 15% jamás será aceptado, puesto que ningún acreedor recibiría una ganancia de capital positiva en este escenario.

**A modo de ilustrar nuestro análisis, calculamos los retornos potenciales (anualizados) para dos bonos representativos: VENZ 18o y PDVSA 26.** Utilizamos plazos hipotéticos de reestructuración (de 1 a 5 años) y *Recovery Rates* (de 15% a 40% del valor total del pasivo; esto es, capital más intereses devengados), y asumimos que los intereses en *default* (actuales y futuros) serán reconocidos. Las tablas 3 y 4 a continuación muestran los resultados. Note que los retornos potenciales para ambos títulos son relativamente iguales (un poco más altos para PDVSA 26 por partir de precios pre-reestructuración más bajos, pero a su vez sujeto a mayores riesgos de ejecución). A su vez,

una reestructuración agresiva – con *Recovery Rates* de 20% o menos – arrojaría pérdidas desde los precios de mercado actuales en todos los plazos, incluso incluyendo los intereses en mora.

TIME	RECOVERY RATES						AVG
	15%	20%	25%	30%	35%	40%	
1y	-35.6%	-14.2%	7.3%	28.8%	50.2%	71.7%	18.0%
2y	-15.8%	-14.2%	8.7%	19.1%	28.6%	37.5%	10.7%
3y	-8.2%	-2.8%	8.9%	15.7%	21.8%	37.5%	12.2%
4y	-4.3%	1.1%	8.8%	13.9%	18.3%	27.4%	10.9%
5y	-2.0%	2.9%	8.6%	12.6%	16.1%	22.3%	10.1%
AVG	-13.2%	-5.4%	8.5%	18.0%	27.0%	39.3%	12.4%

TIME	RECOVERY RATES						AVG
	15%	20%	25%	30%	35%	40%	
1y	-31.70%	-8.93%	13.83%	36.60%	59.37%	82.14%	25.2%
2y	-15.26%	-8.93%	9.40%	19.85%	29.45%	38.39%	12.2%
3y	-9.01%	-2.15%	7.88%	14.64%	20.68%	38.39%	11.7%
4y	-5.77%	0.15%	7.07%	12.06%	16.46%	26.18%	9.4%
5y	-3.81%	1.26%	6.54%	10.50%	13.96%	20.42%	8.1%
AVG	-13.1%	-3.7%	8.9%	18.7%	28.0%	41.1%	13.3%

**Tablas N°3,4: Heat map de retornos bajo escenarios de reestructuración, VENZ 18o y PDVSA 26 (Enero 2019)**

Fuente: Knossos Asset Management.

**Consistente con nuestro criterio y la experiencia histórica, concluimos que el escenario más probable es una reestructuración de la deuda con un *Recovery Rate Efectivo* del 30% (es decir, un *haircut* del 70%).** Este resultado representa un equilibrio entre generar retornos positivos para los tenedores que actualmente tienen posición en los títulos – una compensación adecuada por asumir los riesgos de mantener su posición durante todo el proceso, incluso si se reabriera el mercado secundario de deuda venezolana – y carga de deuda sostenible que permita la recuperación de la economía nacional en el mediano plazo. El plazo de resolución debería ser relativamente corto (un año o menos), una vez se concrete el cambio de gobierno en Venezuela. No obstante, debido a que la transición continua siendo una incógnita, no descartamos la posibilidad de que la reestructuración pueda extenderse hasta 5 años en el futuro.



---

## **Investigación y Estrategia de Inversión**

Daniel A. Urdaneta Z., CFA

+56 9 7990 8342

[daniel.urdaneta@knossosfunds.com](mailto: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.*

---