



Tras el entusiasmo que impulsó el precio de los bonos en enero y haberse cumplido el primer mes de vigencia de las sanciones emitidas por la OFAC -que afectan a ambos emisores- el mercado de deuda venezolana y de PDVSA cierra febrero prácticamente paralizado, al cesar casi por completo las operaciones de compra venta de estos títulos. Consideramos que los precios serán ahora menos relevantes, ya que constituyen una referencia poco precisa de los niveles a los cuales podría efectivamente cerrarse una operación, debido a la poca liquidez y por consiguiente la amplitud entre el bid y el offer.

lo cual ha contribuido a mantener el mercado prácticamente inoperativo.

Con respecto al efecto de las sanciones sobre el volumen de exportaciones de PDVSA, estimaciones de Reuters indican que éstas habrían caído en febrero un 40% aproximadamente, para ubicarse alrededor de 920.000 barriles/día después de estar en el rango de 1,47 – 1,66 millones de barriles/día, durante los tres meses previos a las sanciones. Según esta fuente, el 70% de las exportaciones tuvo como destino al continente asiático, siendo India el país que absorbió la mayor parte de los envíos al continente. Un 15% de las exportaciones se destinó a Europa. Otra estimación elaborada a través de fuentes secundarias sugiere que el promedio de producción diaria de Venezuela para el mes de febrero se encontraría alrededor de 1 millón de barriles, cuando para el mes previo habría sido de 1,15 millones de barriles/día, lo que se traduciría en una disminución de 12,35%.

Durante el mes, PDVSA importó 165.000 barriles/día de combustible, principalmente de Estados Unidos y Europa, ya que las sanciones prohibieron las exportaciones estadounidenses de diluyentes utilizados para refinar el petróleo extrapesado de Venezuela. El país ha tenido que pagar altas primas por el combustible comprado, en su mayoría suministrado por firmas comerciales, como Rosneft y Repsol. La compañía española ha seguido intercambiando crudo venezolano por gasolina bajo un acuerdo firmado antes de las sanciones.

Adicionalmente, el 8 de marzo se conoció que el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones del Banco Mundial (CIADI) falló a favor de ConocoPhillips y determinó que Venezuela debe pagar aproximadamente 8.700 millones de dólares a la petrolera estadounidense para indemnizarla por la expropiación que llevó a cabo el Estado venezolano en 2007. Esta demanda se suma a otras que hemos reseñado previamente, entre ellas una de 2.000 millones de dólares también a favor de ConocoPhillips y otras dos a favor de Rusoro Mining (1.300 millones de dólares) y Gold Reserve (1.032 millones de dólares).

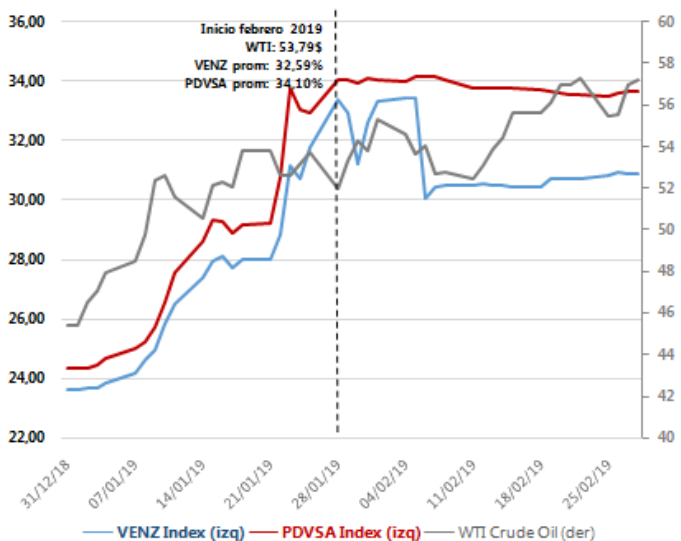


Gráfico N°1: Evolución de índices de precio bonos VENZ y PDVSA vs. Futuros del crudo WTI (ene-feb 2019).

Fuente: Bloomberg BGN, Knossos Asset Management.

Las sanciones, que fueron emitidas el 28 de enero a través de la orden ejecutiva 13857 y modificadas luego para hacerlas extensibles a la República, prohíben explícitamente la compra o inversión en deuda de PDVSA o Venezuela. El documento de enmienda o modificación emitido el 6 de Febrero aclara que a los inversionistas americanos solo se les permitirá desinvertir, transfiriendo la propiedad de los títulos a entidades **no estadounidenses**. Por su parte, a los corredores de valores estadounidenses se les permitirá facilitar la desinversión en deuda venezolana ejecutada por entidades no estadounidenses y las cámaras de compensación aún podrán fungir como custodios de títulos venezolanos. Sin embargo, mientras el mercado espera por aclaratorias adicionales, muchos agentes han optado por asumir una actitud en extremo conservadora,

**Desempeño mensual**

Security	31/01/2019	28/02/2019	Monthly Total Return	Total Return (2019 YTD)
VENZ 13 5/8 08/15/18	31,25	32,35	+3,52%	+36,83%
VENZ 7 12/01/18	30,25	30,20	-0,17%	+41,22%
VENZ 7 3/4 10/13/19	30,95	31,60	+2,10%	+33,15%
VENZ 6 12/09/20	31,45	30,45	-3,18%	+32,22%
VENZ 12 3/4 08/23/22	33,40	30,50	-8,68%	+27,73%
VENZ 9 05/07/23	32,25	30,60	-5,12%	+32,74%
VENZ 8 1/4 10/13/24	32,10	30,35	-5,45%	+31,53%
VENZ 7.65 04/21/25	31,90	30,40	-4,70%	+32,92%
VENZ 11 3/4 10/21/26	33,45	30,75	-8,07%	+25,10%
VENZ 9 1/4 09/15/27	33,50	30,90	-7,76%	+32,88%
VENZ 9 1/4 05/07/28	31,85	30,65	-3,77%	+33,36%
VENZ 11.95 08/05/31	33,50	30,70	-8,36%	+30,41%
VENZ 9 3/8 01/13/34	35,10	33,00	-5,98%	+16,06%
VENZ 7 03/31/38	30,95	30,80	-0,48%	+35,54%
PDVSA 8 1/2 10/27/20	94,20	94,45	+0,27%	+0,85%
PDVSA 9 11/17/21	30,45	27,60	-9,36%	+49,87%
PDVSA 12 3/4 02/17/22	30,60	30,50	-0,33%	+59,08%
PDVSA 6 05/16/24	25,65	25,35	-1,17%	+68,45%
PDVSA 6 11/15/26	25,60	25,35	-0,98%	+68,86%
PDVSA 5 3/8 04/12/27	25,30	25,60	+1,19%	+69,77%
PDVSA 9 3/4 05/17/35	29,50	29,20	-1,02%	+52,55%
PDVSA 5 1/2 04/12/37	26,00	25,35	-2,50%	+68,16%

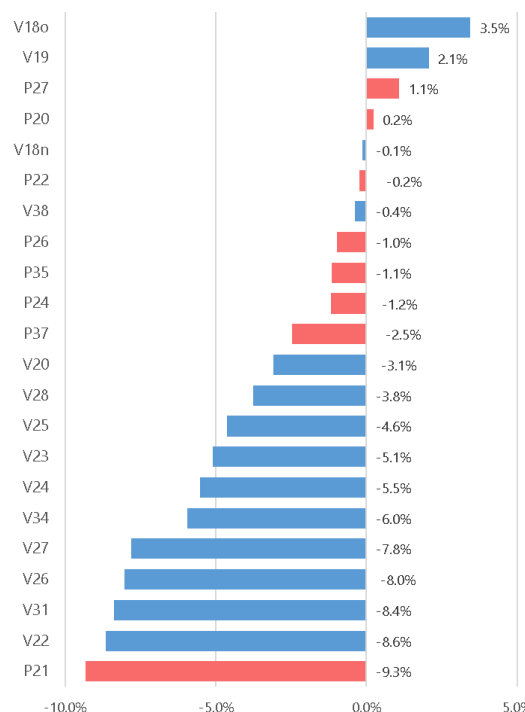
Tabla N° 1: Desempeño de los bonos VENZ/PDVSA, febrero 2019

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.

Considerando lo expuesto anteriormente y dada la escasa actividad de intercambio de bonos que esperamos a futuro, es posible que éste sea el último mes en el cual tenga sentido repasar el desempeño mensual, por lo que en los próximos reportes se omitirá esta sección y nos enfocaremos más en los hechos que puedan ayudarnos a estimar el valor de recuperación de los bonos en una eventual reapertura del mercado. En ese sentido, se puede observar que las variaciones de precio en los títulos de PDVSA fueron poco significativas, ya que éstos experimentaron un retorno mensual promedio de -2%. Este retorno resulta ser -3% cuando se excluyen los bonos PDVSA 20 y 27, que tuvieron desempeño positivo. El título con el mejor retorno mensual fue el PDVSA 27 (1,19%), mientras que el título con el peor retorno fue el PDVSA 21 (-9,36%), con un rendimiento significativamente menor al del resto de la curva. Así, el título con el mejor rendimiento en el transcurso de 2019 es el PDVSA 27 (69,77%), mientras que el rendimiento promedio de la curva de bonos de PDVSA para el mismo período es de 55%.

Por su parte, en promedio, el retorno mensual de los bonos de la República fue de -4%. Excluyendo los VENZ 13 5/8 2018 y 2019, que cerraron el mes en verde, el retorno

de los títulos soberanos promedió -5,14%. El título con el mejor desempeño mensual fue el VZLA 13 5/8 2018 (3,52%), mientras que el título con el peor retorno fue el VENZ 22 (-8,68%), seguido del VENZ 31 (-8,36%). Con esto, el título que exhibe el mejor rendimiento en el transcurso de 2019 es el VENZ 13 5/8 2018 (41,22%); en cualquier caso, el rendimiento general tomando en cuenta el nivel de precios a principios de año es en promedio de 31,55% para la curva de bonos de la República.

**Gráfico N°2: Bonos VENZ/PDVSA por retorno total, febrero 2019.**

Fuente: Bloomberg CBBT, Knossos Asset Management.



Security	31/01/2019	28/02/2019	Price change
VENZ 13 5/8 08/15/18	31,25	32,35	1,10
VENZ 7 12/01/18	30,25	30,20	-0,05
VENZ 7 3/4 10/13/19	30,95	31,60	0,65
VENZ 6 12/09/20	31,45	30,45	-1,00
VENZ 12 3/4 08/23/22	33,40	30,50	-2,90
VENZ 9 05/07/23	32,25	30,60	-1,65
VENZ 8 1/4 10/13/24	32,10	30,35	-1,75
VENZ 7.65 04/21/25	31,90	30,40	-1,50
VENZ 11 3/4 10/21/26	33,45	30,75	-2,70
VENZ 9 1/4 09/15/27	33,50	30,90	-2,60
VENZ 9 1/4 05/07/28	31,85	30,65	-1,20
VENZ 11.95 08/05/31	33,50	30,70	-2,80
VENZ 9 3/8 01/13/34	35,10	33,00	-2,10
VENZ 7 03/31/38	30,95	30,80	-0,15
PDVSA 8 1/2 10/27/20	94,20	94,45	0,25
PDVSA 9 11/17/21	30,45	27,60	-2,85
PDVSA 12 3/4 02/17/22	30,60	30,50	-0,10
PDVSA 6 05/16/24	25,65	25,35	-0,30
PDVSA 9 3/4 05/17/35	29,50	29,20	-0,30
PDVSA 5 1/2 04/12/37	26,00	25,35	-0,65

Tabla N°2: Curvas de precio de VENZ y PDVSA, febrero 2019.

Fuente: Bloomberg CBBT, Knossos Asset Management.

Las sanciones sobre PDVSA y la República ¿qué más nos falta ver?

El reconocimiento al presidente (E) Juan Guaidó por parte de EEUU, así como las sanciones a PDVSA y la República mandan una clara señal: EEUU está dispuesto a colaborar con el gobierno de transición para proteger los activos venezolanos en su jurisdicción. Esta acción es perjudicial para todos aquellos acreedores que esperaban poder tomar prenda sobre CITGO y les resta una importante capacidad de negociación en el escenario de una restructuración, afectando también el valor de recuperación potencial. La designación de la junta directiva de CITGO el 12 de febrero por parte de la Asamblea Nacional, bajo el amparo y con el apoyo de EEUU, potenció de manera significativa la capacidad del gobierno del presidente Juan Guaidó para tomar control efectivo de CITGO a través de la nueva junta directiva, por lo que son señales que apuntan en ese mismo sentido.

El mercado de deuda aún espera instrucciones acerca de cómo se instrumentará la desinversión en bonos de PDVSA y Venezuela. Fondos de inversión e ETF's no

podrán rebalancear sus posiciones mientras el mercado esté inoperativo. Esto había abierto la posibilidad de que la deuda venezolana fuera excluida del índice EMBI de JP Morgan. Al 28 de febrero, Reuters reporta que la deuda siguió siendo considerada para la medición del índice correspondiente a ese mes, después de que JP Morgan hizo circular entre varios gestores de fondos una encuesta para determinar si la deuda venezolana debía seguir siendo incluida en su índice EMBI.

Las sanciones convierten a PDVSA en un socio de negocios incómodo, por lo que su permanencia en el sistema de pagos internacional estará limitada. La amenaza del Departamento del Tesoro acerca de sancionar a toda aquella entidad no estadounidense que colabore con la administración de Maduro ya se ha materializado, como en el caso del banco Evrofinance Mosnarbank, una entidad financiera propiedad de empresas estatales rusas y venezolanas, que fue incluido en la lista de sanciones de la OFAC el 11 de marzo.

Esto ocurre paralelamente a los esfuerzos de Nicolás Maduro para mover las cuentas y operaciones claves de PDVSA y la República a países aliados. El 1 de marzo, la Vicepresidenta Ejecutiva del gabinete de Maduro, Delcy Rodríguez, anunció que la oficina de PDVSA en Lisboa, Portugal, sería trasladada a Moscú, Rusia. En ese país, Russian Financial Corporation Bank (Rusfincorp) -una entidad ya sancionada por Estados Unidos- estaría interesada en asumir las cuentas rusas de compañías venezolanas, incluyendo las de PDVSA. El 14 de marzo Gazprombank -que ya se había negado a asumir dichas cuentas- confirmó que habría liquidado su participación en Petrozamora, una empresa mixta en la que compartía propiedad con PDVSA.

La capacidad de PDVSA para monetizar las exportaciones que ya no puede colocar en el mercado estadounidense está severamente limitada, debido a restricciones financieras y operativas. Si bien es cierto que durante el mes de febrero PDVSA pudo exportar a India, esto no será sostenible ni aportará una cantidad significativa de recursos en el futuro. Las sanciones impuestas por el Departamento del Tesoro constituyen una parte importante de los esfuerzos emprendidos por EEUU para cercar financieramente a la administración de Maduro, pero además ejercen presión sobre sus pares



para conseguir apoyo en esa misma dirección. Como resultado, el 11 de marzo M.M. Kutty, el secretario de petróleo de India, declaró que el gobierno de su país está impulsando una reducción de las importaciones de crudo venezolano, indicando también que han enfatizado a las empresas privadas el riesgo de sanciones por importar crudo venezolano. Con esta acción, India parece asumir una postura similar a la que asumieron Inglaterra y Portugal, cuando el mes pasado se negaron a facilitar la movilización de recursos solicitada por Maduro. En el caso de Inglaterra, cuando el Banco Central de ese país se negó a movilizar las reservas de oro a nombre de la República, y en el caso de Portugal cuando Novo Banco se negó a movilizar fondos pertenecientes a BANDES.

Por esta razón, creemos que para PDVSA será cada vez menos rentable operar, por razones logísticas y financieras. Por ejemplo, el 7 de marzo la firma marítima alemana Bernhard Schulte Shipmanagement (BSM) anunció su intención de devolver algunos de los buques que administra para PDVSA, debido a que la petrolera tiene pendiente un pago de tarifas por 15 millones de dólares. Más tarde, el 14 de marzo, BSM dijo que era posible que la relación comercial con PDVSA cesara por completo ese mes o el próximo, debido a que la gestión de las naves se habría convertido en una “tarea casi imposible”. Los buques que opera BSM se usan principalmente para mover petróleo entre los puertos nacionales de Venezuela y el Caribe, aunque algunos cubren rutas a Asia.

La pugna por el poder continúa, ¿qué esperar ahora?

Mantenemos nuestra apreciación acerca de una posición negociadora cada vez menos favorable para los acreedores externos. En nuestro reporte previo indicábamos que solo vemos la posibilidad de *holdouts* en los títulos VENZ sin CACs, o con umbrales CAC bajos (18o, 18n, 27, 34). Sin embargo, estos tendrían una capacidad de ejercer presión para demandar términos preferenciales de repago fuertemente limitada, ya que implicaría ir en contra de un gobierno democrático renaciente, apoyado por los EEUU, que enfrenta severas dificultades en sus intentos de resolver una crisis humanitaria y además enfrenta la tarea de reactivar la economía de un país cuya infraestructura de servicios

básicos se encuentra prácticamente desmantelada, como lo demostraron las crisis de suministro de energía eléctrica y agua que afectaron al país recientemente. Dichas crisis dejaron a Caracas paralizada durante varios días entre el 7 y el 12 de marzo y afectaron de manera significativa la ya disminuida capacidad productiva de la industria petrolera, cesando por varios días las actividades en el terminal de Jose, uno de los más importantes del oriente del país. Por todas estas razones, reiteramos que siguen fuertemente vigentes los incentivos de parte de los tenedores de PDVSA para reestructurar amistosamente, ya que los argumentos legales de sus pasivos podrían ser impugnados a futuro si quedasen fuera de la negociación.

La designación de Ricardo Hausmann como Gobernador del Gobierno de Juan Guaidó ante el BID arroja luces sobre el potencial proceso de reestructuración.

La incorporación de Hausmann al directorio del BID fue aprobada por los países miembros del banco el 15 de marzo. Algunas de las pistas que se pueden deducir a partir de las declaraciones de Hausmann con respecto a cómo podría influenciar el manejo de la política económica para la recuperación, y particularmente la reestructuración de la deuda, incluyen su posición de priorizar la inversión en infraestructura sobre el pago de deuda, por lo que ha dicho varias veces que “tomará años” empezar a pagar la deuda. En 2017, Hausmann criticó la compra de bonos venezolanos por parte de Goldman Sachs Asset Management (por lo que bautizó a los bonos como “*bonos del hambre*”) y pidió a JPMorgan Chase & Co. eliminar a Venezuela de sus índices de bonos de mercados emergentes.

Antes de este anuncio, Hausmann ya se estaba desempeñando abiertamente como asesor informal de Guaidó y junto a su equipo han contribuido activamente en el diseño del plan que pretende trazar la ruta de recuperación económica de Venezuela cuando se consolide la transición. Es de hacer notar, que los países tienden a designar como Gobernador ante el BID a la misma persona que ocupa el cargo de Ministro de Finanzas, por lo que existe la posibilidad de que la visión de Hausmann termine por imponerse a la de otros economistas si finalmente llega a convertirse en el Ministro de Finanzas de la transición.



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.