



Al cierre de julio la deuda venezolana enfrentó una severa caída que situó los precios promedio significativamente por debajo de los niveles observados antes de la aparición de Juan Guaidó en la escena política. Este declive era de esperarse, ya que refleja el efecto del proceso de eliminación gradual de la deuda venezolana de los índices de deuda de mercados emergentes de JP Morgan, anunciado el 9 de julio y que tendrá lugar entre el 29 de julio y el 29 de noviembre. Tras esta caída, el rendimiento YTD se ha vuelto negativo para todas las emisiones de PDVSA y Venezuela, por primera vez en 2019.

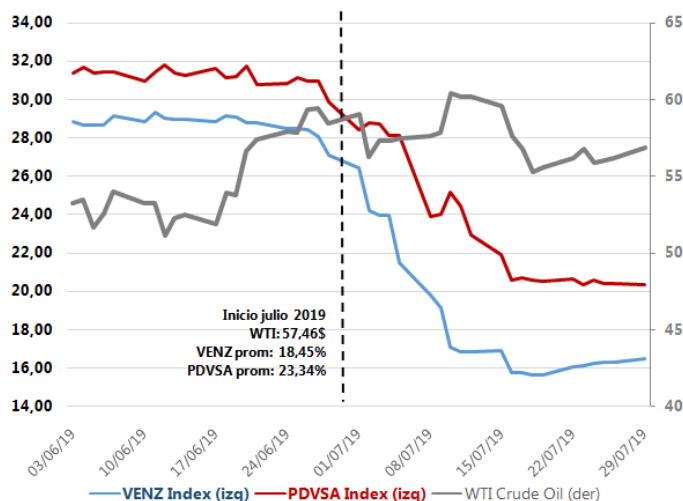


Gráfico N°1: Evolución de índices de precio bonos VENZ y PDVSA vs. Futuros del crudo WTI (jun-jul 2019).

Fuente: Bloomberg BGN, Knossos Asset Management.

Según nuestros índices, los precios promedio de la deuda soberana venezolana habrían finalizado el mes alrededor de los 16 cents, con una media mensual de 18 cents. Los bonos de PDVSA habrían cerrado cerca de los 20 cents, con media mensual de 23 cents. Como consecuencia del cambio en los índices de JP Morgan, se estima que los ETF's estarán vendiendo USD 1.800 millones de deuda venezolana. Por esta razón esperamos que los precios sigan bajando, ya que las ventas forzadas presionarían a la baja en un mercado que está técnicamente paralizado.

El 31 de julio, Reuters reportó que los gestores de fondos todavía están tratando de descifrar cómo proceder con sus tenencias de deuda venezolana, ya que parece ser muy pronto para saber con certeza si existe la posibilidad de que puedan conservar algunas posiciones en sus portafolios. No sabemos qué criterios prevalecerán en el proceso de decisión, ya que tanto la opción de vender como la de conservar la deuda, tienen sus propias

complicaciones. Aunque a estos niveles los precios parezcan atractivos si se cree que un cambio de régimen tendrá lugar, no forma parte de los objetivos de los fondos pasivos llevar a cabo tales evaluaciones.

| Security | 28/06/2019 | 31/07/2019 | Total Return | Total Return (2019 YTD) |
|-----------------------|------------|------------|--------------|-------------------------|
| VENZ 7 3/4 10/13/19 | 27,75 | 15,70 | -43,42% | -33,79% |
| VENZ 6 12/09/20 | 25,70 | 15,50 | -39,69% | -32,74% |
| VENZ 12 3/4 08/23/22 | 27,20 | 15,45 | -43,20% | -35,38% |
| VENZ 9 05/07/23 | 27,15 | 15,60 | -42,54% | -32,38% |
| VENZ 8 1/4 10/13/24 | 26,95 | 15,65 | -41,93% | -32,12% |
| VENZ 7.65 04/21/25 | 27,75 | 15,50 | -44,14% | -32,34% |
| VENZ 11 3/4 10/21/26 | 26,75 | 15,70 | -41,31% | -36,11% |
| VENZ 9 1/4 09/15/27 | 26,65 | 15,75 | -40,90% | -32,23% |
| VENZ 9 1/4 05/07/28 | 26,65 | 15,70 | -41,09% | -31,72% |
| VENZ 11.95 08/05/31 | 26,75 | 15,70 | -41,31% | -33,39% |
| VENZ 9 3/8 01/13/34 | 27,35 | 15,80 | -42,23% | -44,45% |
| VENZ 7 03/31/38 | 26,85 | 15,75 | -41,34% | -30,74% |
| PDVSA 8 1/2 10/27/20 | 89,20 | 77,85 | -12,72% | -16,86% |
| PDVSA 9 11/17/21 | 22,45 | 14,00 | -37,64% | -23,97% |
| PDVSA 12 3/4 02/17/22 | 27,00 | 14,05 | -47,96% | -26,61% |
| PDVSA 6 05/16/24 | 22,60 | 14,10 | -37,61% | -6,13% |
| PDVSA 6 11/15/26 | 22,45 | 13,95 | -37,86% | -7,13% |
| PDVSA 5 3/8 04/12/27 | 22,35 | 13,95 | -37,58% | -7,59% |
| PDVSA 9 3/4 05/17/35 | 23,35 | 14,05 | -39,83% | -26,57% |
| PDVSA 5 1/2 04/12/37 | 22,10 | 13,95 | -36,88% | -7,65% |

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

Por otra parte, Fitch mejoró la calificación de riesgo de la deuda senior garantizada de CITGO, pasando de 'B' a 'B+', en ocasión de la más reciente emisión de la compañía en la que colocó USD 1.900 millones. Se estima que las órdenes de compra estuvieron entre los USD 4.000 y 5.000 millones. Los fondos serán usados para pagar las notas de cupón 10.75% que vencen en febrero próximo.

Como ocurrió en marzo cuando CITGO recaudó USD 1.200 millones, a los inversionistas se les pidió una exención de los términos que obligan a CITGO a ofrecer el repago de su deuda si se suscita un "cambio de control", lo que parece apuntar a los riesgos que enfrenta PDVSA en este momento. La disposición de los inversionistas a conceder la exención prueba que el mercado confía en la solidez de las operaciones de CITGO, y que cooperarían para evitar cualquier interrupción que pueda traducirse en un incremento del riesgo de repago.

Otros han sugerido una lectura alternativa, indicando que la exención puede ser una forma de los inversionistas para indicar que el cambio de control se percibe como positivo para sus intereses como acreedores. En nuestra



opinión, la probabilidad de que tal evento ocurra es ahora más baja, aunque no ha desaparecido del todo, después de que el 5 de agosto el Departamento del Tesoro emitiera la Orden Ejecutiva N° 13.884 que bloquea todos los activos venezolanos en Estados Unidos, haciendo más difícil para los deudores el acceso a dichos activos.

PDVSA y Venezuela entrando en la siguiente etapa de las batallas legales

Los últimos días de julio y los primeros de agosto han sido de los más dinámicos en términos del rompecabezas legal que en algún momento resultará en la reestructuración de la deuda venezolana. El 29 de julio, una corte federal de apelaciones en EEUU rechazó la solicitud de PDVSA de desestimar la orden que permite a Crystallex tomar posesión de las acciones de CITGO. Este derecho de Crystallex deriva de una sentencia emitida en 2018, según la cual esta empresa recibiría USD 1.400 millones de parte del Estado Venezolano, como compensación por la expropiación de activos llevada a cabo bajo el gobierno de Chávez.

El 30 de julio, el gobierno interino solicitó una prórroga para demandar una nueva audiencia sobre este caso. El 1 de agosto la solicitud fue aceptada por el juez Thomas Ambro del Tercer Circuito de cortes de Apelaciones, por lo que los abogados de Venezuela y PDVSA tendrán hasta el 26 de septiembre para preparar sus argumentos.

Incluso cuando esto parece un retroceso en los esfuerzos por proteger los activos de la nación en el extranjero, vale la pena resaltar que el valor residual de CITGO es suficiente para pagar a los tenedores del bono PDVSA 2020, a Rusia, y a Cristallex, ahora que ocupa el primer lugar en la fila de los acreedores. Las obligaciones con estos tres acreedores asciende a aproximadamente USD 4.700 millones¹, pero el valor estimado de CITGO está alrededor de los USD 8.500 millones.

Sin embargo, si el gobierno interino llegara a enfrentar la liquidación de las acciones de CITGO ¿la subasta de liquidación requerirá nuevas licencias de la OFAC? ¿Serán otorgadas dichas licencias por el Departamento del

Tesoro? ¿La subasta incluirá el 100% de las acciones de CITGO, o solo el 51%? Estas son algunas de las preguntas que forman parte de las piezas que faltan para armar el rompecabezas de la deuda venezolana en este punto.

La emisión de la Orden Ejecutiva N° 13.884 parece favorecer al gobierno interino en este sentido, permitiéndole eventualmente hacer default en el bono PDVSA 2020 sin enfrentar el riesgo de perder CITGO. El 6 de agosto Hernández, el Procurador Especial, dijo que la Orden Ejecutiva servía para pavimentar la vía de las conversaciones con los tenedores de bonos, quienes ya están buscando asesoría legal para definir los próximos pasos. El mercado parece haber descontado esto, dado que los precios del bono PDVSA 2020 cayeron de forma importante después de saberse la noticia, y cotizan alrededor de 50 cents al momento de la redacción.

Previamente, Hernández había anunciado que el 2 de agosto el CIADI había desestimado el reclamo de Conoco a PDVSA por USD 1.500 millones, por indemnizaciones y daños, reduciendo las obligaciones de la compañía petrolera con Conoco a solo USD 33.7 millones. Esta victoria de la administración interina es tan importante como el revés de Crystallex, e ilustra lo que esperamos ver con mayor frecuencia en los siguientes meses: el gobierno interino utilizando recursos legales de forma intensiva para ganar tiempo, mientras esperan obtener el control total del Estado venezolano para comenzar el proceso de reestructuración en mejores condiciones para negociar.

¹ El monto en circulación del bono PDVSA 2020 está alrededor de los USD 1.800 millones. El préstamo colateralizado con Rusia es de USD 1.500 millones, y la indemnización a Cristallex es de USD 1.400 millones.



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.