



Tal como podía esperarse, en el marco de las sanciones que limitan su comercialización, las transacciones en el mercado de deuda venezolana siguen siendo escasas y poco representativas. El nivel promedio de precios de bonos de PDVSA y la República se mantuvo en el rango de 30% - 34% a lo largo de todo el mes de marzo. Al cierre del mes, el precio promedio de los bonos de PDVSA estaría alrededor de 25% si se excluye el papel PDVSA 2020, cuyo precio disminuyó 4% durante este período.

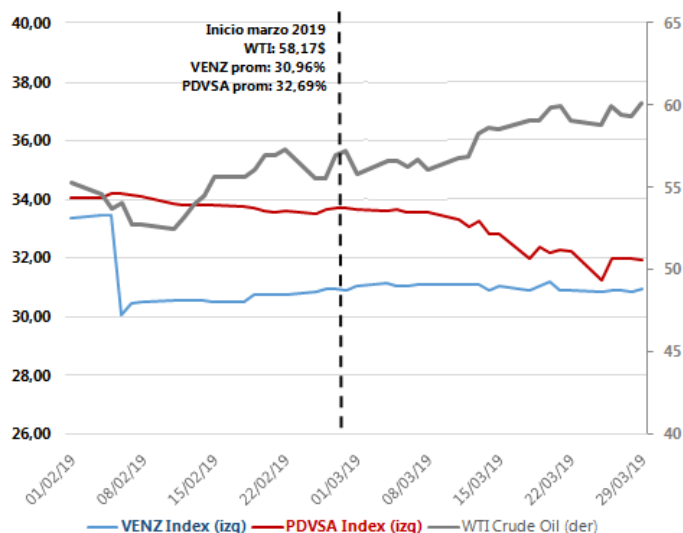


Gráfico N°1: Evolución de índices de precio bonos VENZ y PDVSA vs. Futuros del crudo WTI (feb-mar 2019).

Fuente: Bloomberg BGN, Knossos Asset Management.

La variación en el precio del PDVSA 2020 es producto de la incertidumbre respecto al pago de cupón que está previsto para finales de abril. Ahora que el gobierno de Maduro perdió el control efectivo de CITGO y la capacidad de disponer de la liquidez en cuentas dentro del sistema financiero estadounidense, no tiene incentivos ni puede seguir honrando esta deuda. Por su parte, en declaraciones del 23 de marzo, Guaidó señaló que su gobierno estaba evaluando todas las opciones disponibles para hacer frente al vencimiento del cupón. Más que efectuar el pago, creemos que esto indica que su administración intentará optar por una solución de naturaleza jurídica, apalancándose en el apoyo que le ha brindado Estados Unidos, para robustecer las medidas de protección sobre CITGO, que durante la última semana de marzo anunció que había logrado levantar 1.200 millones de dólares para financiar operaciones comerciales.

Security	28/02/2019	29/03/2019	Total Return	Total Return (2019 YTD)
VENZ 13 5/8 08/15/18	32,35	31,10	-3,86%	+31,48%
VENZ 7 12/01/18	30,20	28,30	-6,29%	+32,41%
VENZ 7 3/4 10/13/19	31,60	28,25	-10,60%	+19,02%
VENZ 6 12/09/20	30,45	31,45	+3,28%	+36,46%
VENZ 12 3/4 08/23/22	30,50	31,05	+1,80%	+29,99%
VENZ 9 05/07/23	30,60	30,45	-0,49%	+32,13%
VENZ 8 1/4 10/13/24	30,35	31,00	+2,14%	+34,31%
VENZ 7.65 04/21/25	30,40	31,50	+3,62%	+37,73%
VENZ 11 3/4 10/21/26	30,75	31,10	+1,14%	+26,45%
VENZ 9 1/4 09/15/27	30,90	31,40	+1,62%	+35,22%
VENZ 9 1/4 05/07/28	30,65	31,15	+1,63%	+35,52%
VENZ 11.95 08/05/31	30,70	30,95	+0,81%	+31,43%
VENZ 9 3/8 01/13/34	33,00	32,45	-1,67%	+14,15%
VENZ 7 03/31/38	30,80	32,15	+4,38%	+41,44%
PDVSA 8 1/2 10/27/20	94,45	90,60	-4,08%	-3,24%
PDVSA 9 11/17/21	27,60	27,45	-0,54%	+49,11%
PDVSA 12 3/4 02/17/22	30,50	27,65	-9,34%	+44,26%
PDVSA 6 05/16/24	25,35	25,10	-0,99%	+66,75%
PDVSA 6 11/15/26	25,35	22,45	-11,44%	+49,37%
PDVSA 5 3/8 04/12/27	25,60	22,60	-11,72%	+49,93%
PDVSA 9 3/4 05/17/35	29,20	28,60	-2,05%	+49,50%
PDVSA 5 1/2 04/12/37	25,35	25,20	-0,59%	+67,03%

Tabla N° 1: Desempeño de los bonos VENZ/PDVSA, marzo 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 este sentido, el 9 de abril se aprobó la ampliación de la junta directiva ad hoc de PDVSA y se le asignaron nuevas facultades, entre las cuales están representar a la empresa en el exterior y negociar la deuda externa. Somos de la opinión que, para proteger a CITGO, se debe estar considerando alguna operación de ingeniería financiera dentro del marco jurídico estadounidense (para evitar que se ejecute la prenda sobre las acciones y se respete los derechos de los acreedores). De la forma en cómo se maneje esta situación, nos dará indicios respecto a cómo sería el proceso de negociación del resto de las deudas de la petrolera y la República en caso de que se complete la transición política.

Los altibajos de las expectativas en torno al cambio de gobierno

Para el mercado de deuda venezolana el primer trimestre del año ha sido sin duda muy acontecido. Las expectativas de cambio, que eran significativamente bajas al cierre de 2018, se elevaron de forma importante a finales de enero de este año, cuando apareció Juan Guaidó en el escenario político, generando una crisis de gobernabilidad sin precedentes. Con el respaldo de la comunidad internacional y las medidas de presión diplomática que ésta ha implementado, Guaidó emprendió una campaña



que apostó a promover un quiebre dentro de las Fuerzas Armadas venezolanas, con la intención de separar a Nicolás Maduro del poder ejecutivo dejándolo desprovisto de apoyo militar.

A la crisis de gobernabilidad se le ha sumado una crisis humanitaria que ha sido exacerbada por la crisis de servicios básicos. Actualmente, aunque las expectativas de cambio de gobierno todavía se encuentran por encima de los niveles previos a la aparición de Guaidó y se sigue presionando para lograr el quiebre dentro de la institución castrense, éstas se han reajustado y el espectro de opciones para promover la salida de Maduro de Miraflores incluyen ahora también la negociación y la celebración de elecciones. Por estas razones, consideramos que el conflicto venezolano está aún lejos de resolverse y esperamos que este proceso de pugna por el poder se siga caracterizando por ser lento, incierto y frágil.

¿Cómo será el día después para los bonos? Depende de quién se imponga

Una vez se resuelva la crisis de gobernabilidad por la que atraviesa el país, esperamos que el escenario al cual se enfrenten los acreedores de PDVSA y la República tome alguna de las siguientes formas:

- **Prevalece Maduro: impago sin posibilidad de reestructuración.** De mantenerse el *statu quo*, no esperamos que se levanten las sanciones sobre PDVSA y la República, ni que la protección sobre los activos foráneos se desvanezca y por tanto cualquier acceso a la liquidez en los mercados financieros queda descartado. Estas condiciones harían imposible reestructurar la deuda en el corto plazo, por lo cual el *recovery value* estaría en el rango de 10 – 15 cts., con posibilidades a seguir disminuyendo a medida que pase el tiempo.
- **Se establece un gobierno de transición: haircuts con reestructuración.** Un gobierno de transición liderado por Guaidó contaría con el respaldo de la comunidad internacional y por lo tanto con acceso al sistema financiero norteamericano y al financiamiento proveniente de bancos de desarrollo. Sin embargo se sabe, tal como han señalado Ricardo Hausmann y Miguel Ángel Santos, que el gobierno liderado por el

presidente interino daría atención prioritaria a la crisis humanitaria y a la reconstrucción del país, por lo que los acreedores deberían esperar haircuts agresivos en este escenario y por ende un *recovery value* que estará por debajo de los niveles de precio de referencia que se reflejan la tabla N° 1. En este escenario, se espera un valor de 20 – 25 cts. Es probable que una parte del valor estará atada al desempeño del precio del petróleo, en forma de warrants (algún tipo de opcionalidad que le dé a los inversionistas mayores ingresos cuando el país comience a crecer de forma importante).

Alternativamente, no se debe descartar que la transición pueda llegar a ser liderada por una persona distinta a Guaidó, con un equipo de asesores que otorgue más peso al acceso a los mercados financieros. En nuestra opinión sigue siendo demasiado optimista esperar *recovery values* iguales o mayores a los precios de referencia actuales, ya que la Venezuela post crisis necesitará entre 60 mil millones y 70 mil millones de dólares para recuperarse.

Cada día que la crisis persiste juega en contra de los intereses de los acreedores y hace más complejo el trabajo del gobierno de transición ya que se enfrentaría al reto de llevar a cabo la restructuración de la deuda financiera de PDVSA y la República, intentando evitar un mensaje hostil a la inversión privada, la cual va a requerir la nación. El mismo dilema se extiende a todos los casos de demandas que se vayan a apelar, por ejemplo, las relacionadas con expropiaciones como es el caso de Conoco Phillips ante el CIADI, o Cristallex ante la corte de Filadelfia, en los que el gobierno interino de Guaidó ya está ejerciendo un rol proactivo a través de la vía judicial, para proteger los activos de la nación de las acciones potenciales de todos los acreedores. Así, queda claro que una de las tareas más difíciles para el futuro equipo económico será poder encontrar el equilibrio entre las necesidades del país, los derechos de los acreedores y la señal y precedente para los inversionistas nuevos y aquellos que contemplen regresar.



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.