



Al cotizar en el rango de 3.5 – 4.5 cents, los bonos de PDVSA están reflejando el *risk off* global que agitó los mercados financieros durante los últimos tres meses. Los nuevos mínimos llegaron acompañados por el colapso en los precios del petróleo y el aumento en la oferta de papeles en estrés financiero, que ocurrió en la medida que otras compañías y países entraban en default, ofreciendo éstos un mejor perfil de riesgo / recompensa en comparación con la deuda venezolana. Por si fuera poco se anunció una revisión de las operaciones de PDVSA, que será llevada a cabo por una nueva gerencia siguiendo un plan que podría crear una *nueva PDVSA* y disminuir el valor de recuperación potencial de los tenedores de bonos.

vacío). Esto es algo que han temido los acreedores desde hace tiempo.

Security	30/04/2020	29/05/2020	Total Return	Total Return (2020 YTD)
VENZ 6 12/09/20	9,50	6,35	-33,16%	-47,23%
VENZ 12 3/4 08/23/22	9,85	6,20	-37,06%	-47,72%
VENZ 9 05/07/23	9,90	6,50	-34,34%	-47,96%
VENZ 8 1/4 10/13/24	9,25	6,45	-30,27%	-47,71%
VENZ 7.65 04/21/25	10,10	6,05	-40,10%	-46,04%
VENZ 11 3/4 10/21/26	9,80	6,45	-34,18%	-47,17%
VENZ 9 1/4 09/15/27	10,05	6,05	-39,80%	-49,54%
VENZ 9 1/4 05/07/28	9,95	6,35	-36,18%	-48,14%
VENZ 11.95 08/05/31	10,70	6,45	-39,72%	-48,10%
VENZ 9 3/8 01/13/34	10,00	6,40	-36,00%	-46,81%
VENZ 7 03/31/38	10,40	6,40	-38,46%	-47,81%
PDVSA 8 1/2 10/27/20	20,65	11,25	-45,52%	-35,32%
PDVSA 9 11/17/21	5,30	3,80	-28,30%	-52,60%
PDVSA 12 3/4 02/17/22	5,25	3,60	-31,43%	-55,66%
PDVSA 6 05/16/24	4,85	3,90	-19,59%	-51,93%
PDVSA 6 11/15/26	4,80	3,80	-20,83%	-52,27%
PDVSA 5 3/8 04/12/27	4,80	3,70	-22,92%	-51,60%
PDVSA 9 3/4 05/17/35	4,80	3,90	-18,75%	-52,56%
PDVSA 5 1/2 04/12/37	4,75	3,90	-17,89%	-51,39%

Tabla N° 1: Desempeño de los bonos VENZ/PDVSA, mayo 2020

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.

Otro reto relevante que enfrenta, tanto la nueva gerencia de PDVSA como la del Ministerio de Energía y Petróleo, está relacionado con la reactivación de la industria. PDVSA está atravesando una crisis sin precedentes en su historia (las razones son conocidas desde hace mucho tiempo). Esto ha traído como consecuencia que los aliados tradicionales de Maduro no estén dispuestos a brindarle su apoyo en esta situación. Sin embargo, el gobierno de Irán envió combustibles y personal calificado para ayudar al gobierno de Venezuela a restablecer las operaciones en las instalaciones de PDVSA ubicadas en Amuay, donde se encuentra la refinería más grande del país.

En el medio del brote del COVID 19 y con un panorama sombrío en el mercado petrolero, la administración de Maduro decidió reducir significativamente los subsidios a la gasolina. Bajo este esquema, se mantiene por 90 días el subsidio de 100% a la gasolina para transporte público y de carga. El resto de las personas podrá acceder a un máximo de 120 litros de gasolina al mes a un precio de VEF 5.000 (alrededor de USD 0,026 tomando como referencia el tipo de cambio del Banco Central de Venezuela al 28 de mayo), o pueden adquirir gasolina sin límite de cantidad en estaciones de servicio premium, en las que el precio de venta será de USD 0,5 / litro. Debido a

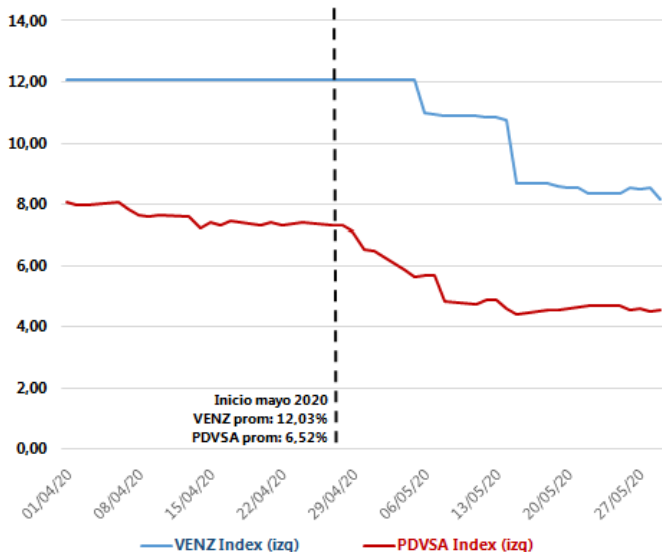


Gráfico N°1: Evolución de índices de precio bonos VENZ y PDVSA (abr - may 2020).

Fuente: Bloomberg BGN, Knossos Asset Management.

En esta nueva etapa de PDVSA, que inició el pasado 27 de abril, Tareck El Aissami ha sido designado como Ministro de Energía y Petróleo, volviéndose más relevante después de que fue nombrado líder de la Comisión Presidencial para la Reorganización de la Industria Petrolera, que fue creada en febrero. Asdrúbal Chávez, quien fungió previamente como director ejecutivo de CITGO y es pariente de Hugo Chávez, también fue incluido en dicha comisión y ha sido designado director ejecutivo de PDVSA. En este rol, se espera que Chávez logre transformar la compañía reduciendo su tamaño y eliminando segmentos de negocios que no sean esenciales o rentables. Esto podría lograrse creando una nueva compañía (dejando a PDVSA como un cascarón



las severas restricciones en la producción de gasolina a nivel local, creemos que la diferencia en precios se traducirá en escasez, que será más intensa para algunos segmentos de la población.

También en el ámbito petrolero, las corporaciones americanas parecen listas para marcharse de forma definitiva, ya que el 21 de abril la Oficina de Control de Activos en el Extranjero (OFAC) emitió la Licencia General 8F (LG 8F), según la cual Chevron, Halliburton, Schlumberger, Baker Hughes y Weatherford deben haber cerrado sus operaciones en Venezuela para el 21 de diciembre de 2020. No es la primera vez que la OFAC solicita el cese de operaciones en Venezuela, al mismo tiempo que ofrece extensiones de los períodos para cumplir sus requerimientos. En el caso particular de la LG 8F, la más reciente extensión es la quinta que recibe desde su emisión.

Esperamos que algunas compañías opten por idear nuevas formas de reducir su exposición a actividades que involucren a PDVSA, como lo demostró el reciente anuncio de la restructuración de la refinería sueca Nynas AB. En este caso, la participación de PDVSA en la estructura de accionistas cayó por debajo de 50% y Nynas AB fue removida de la lista de entidades sancionadas (lista SDN) por la OFAC. Otras opciones que los socios comerciales de PDVSA pudieran estar considerando incluyen la transferencia de acciones a empresas no americanas, ya que en estos casos la supervisión y el rango de acción de la OFAC pueden ser menores.

En lo que respecta a los tenedores de bonos, la OFAC podría seguir emitiendo extensiones de sus licencias para proteger a los activos venezolanos en el exterior. Este es el caso de la protección que previene el embargo de las acciones de CITGO, que fue establecida por primera vez en octubre de 2019 ante el inminente default del pago de cupones del bono PDVSA 2020, y que ha sido renovada en enero y abril, de forma que actualmente está vigente hasta el 22 de julio. La OFAC declaró que el objetivo de esta extensión es darle tiempo a PDVSA para que llegue a un acuerdo con los acreedores, en cuyo caso dicha oficina estaría dispuesta a flexibilizar su política de emisión de licencias.

Este tipo de simpatía de la OFAC hacia los activos venezolanos en Estados Unidos podría perjudicar a Crystallex, dado que el 19 de mayo la Corte Suprema de

Justicia de EEUU desestimó la apelación que introdujo el gobierno interino, en la cual se solicitaba la reconsideración de la decisión que permite a la minera embargar las acciones de CITGO. Las probabilidades parecen estar en contra de Crystallex, que probablemente tendrá que esperar que se complete un proceso de restructuración más amplio antes de poder cobrar. A pesar de todo esto, aun consideramos atractivo el bono PDVSA 2020, ya que al cotizar cerca de los 11 cents no refleja la posibilidad de cobrar a partir del colateral en el futuro, una opción que todavía existe.

### ***Sensación de confusión y falta de acción: ¿ha perdido el gobierno interino la brújula?***

La administración de Guaidó puede estar atravesando su peor momento desde enero de 2019. La esperanza de que se suscitara un cambio de régimen rápido aparentemente se esfumó y en su lugar reapareció la división entre los miembros de la oposición. Como ejemplo, declaraciones recientes de Alejandro Grisanti, quien formó parte de la junta directiva ad hoc de PDVSA, cuestionando las decisiones del Procurador General referentes a demandar a los acreedores del bono PDVSA 2020, revelan diferencias de enfoque en lo que respecta al manejo de las relaciones con los tenedores de bonos y los acreedores.

Ahora que la comunidad internacional está ocupada resolviendo temas domésticos, la oposición venezolana luce desamparada. El único atisbo de esperanza parece provenir de un reciente acuerdo entre Maduro y Guaidó para atacar la pandemia. Si esto es un preludio para futuros acuerdos sobre otros temas, como electricidad, suministro de combustible, agua, etc., podría terminar configurándose algo como un "cogobierno de emergencia de transición". En cualquier caso es algo que parece demasiado optimista y los precios de los bonos ciertamente no reflejan eso de ninguna manera.



## **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.*