



En septiembre, los precios de la deuda venezolana experimentaron caídas significativas. A medida que se acercaba el día 30, los mercados anticiparon que la OFAC no extendería el período de liquidación para las transacciones que involucran bonos venezolanos. El 8 de octubre se estableció que la nueva fecha límite para liquidar transacciones con bonos venezolanos es el 30 de marzo de 2020, según lo indican las licencias generales 3G y 9F. Sin embargo, esta situación dejó a la mayoría de los bonos soberanos cotizando entre 10 y 11 cents, lo que implica una contracción promedio de los precios de casi 30% solo para este mes. Los bonos de PDVSA cotizaron alrededor de los 8 cents, salvo el bono PDVSA 2020 que cerró ligeramente por encima de los 36 cents. El precio de este título también refleja las expectativas del potencial default sobre el pago de USD 913 millones que vence el 27 de octubre.

de ser considerados como voceros legítimos en un proceso de restructuración de deuda. Por otro lado, Guaidó aparentemente aún espera que haya algún tipo de intervención por parte del gobierno o del sistema judicial de EEUU, que ayude a su administración a mantener el control de CITGO. Sin estrategia y considerando las demandas que favorecen a Crystallex y a ConocoPhillips, en la medida que nos acercamos al 27 de octubre, parece cada vez más difícil pensar que CITGO seguirá bajo control venezolano.

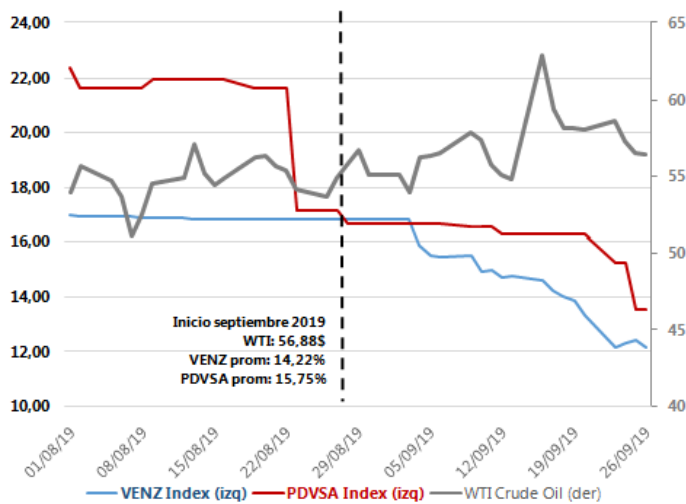


Gráfico N°1: Evolución de índices de precio bonos VENZ y PDVSA vs. Futuros del crudo WTI (ago-sep 2019).  
Fuente: Bloomberg BGN, Knossos Asset Management.

A pesar de que la crisis en Venezuela se profundiza y va sumando meses, el trimestre que finalizó en septiembre no nos dio ninguna pista acerca de la aparición de algún catalizador que termine por restituir el acceso del país a los mercados financieros. En su lugar, frente a la potencial pérdida de CITGO, vemos dos bandos tratando de enviar un mensaje más bien confuso.

Por un lado, la convocatoria de renegociación de la deuda que Maduro anunció el 30 de septiembre resultó estéril, en parte debido a que dicha tarea fue delegada a Delcy Rodríguez y Tareck El Aissami, quienes están en la lista de sancionados de EEUU y por lo tanto no tienen posibilidad

Security	31/08/2019	30/09/2019	Total Return	Total Return (2019 YTD)
VENZ 7 3/4 10/13/19	15,55	10,50	-32,48%	-55,79%
VENZ 6 12/09/20	13,45	10,85	-19,33%	-52,49%
VENZ 12 3/4 08/23/22	14,75	10,85	-26,44%	-54,60%
VENZ 9 05/07/23	15,60	10,85	-30,45%	-53,01%
VENZ 8 1/4 10/13/24	15,50	10,80	-30,32%	-54,12%
VENZ 7.65 04/21/25	15,40	10,75	-30,19%	-52,93%
VENZ 11 3/4 10/21/26	15,70	10,80	-31,21%	-56,78%
VENZ 9 1/4 09/15/27	15,35	10,90	-28,99%	-53,89%
VENZ 9 1/4 05/07/28	15,70	11,00	-29,94%	-52,44%
VENZ 11.95 08/05/31	15,70	11,05	-29,62%	-53,61%
VENZ 9 3/8 01/13/34	15,30	10,75	-29,74%	-61,81%
VENZ 7 03/31/38	15,70	10,85	-30,89%	-52,89%
PDVSA 8 1/2 10/27/20	43,50	36,50	-16,09%	-61,01%
PDVSA 9 11/17/21	13,75	8,25	-40,00%	-55,19%
PDVSA 12 3/4 02/17/22	13,75	8,45	-38,55%	-55,99%
PDVSA 6 05/16/24	14,05	8,45	-39,86%	-43,90%
PDVSA 6 11/15/26	13,60	8,25	-39,34%	-45,09%
PDVSA 5 3/8 04/12/27	13,90	8,15	-41,37%	-45,91%
PDVSA 9 3/4 05/17/35	13,95	8,45	-39,43%	-55,90%
PDVSA 5 1/2 04/12/37	13,90	8,25	-40,65%	-45,35%

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

Con una producción menor a 1.000.000 de barriles de crudo al día, las perspectivas para la industria petrolera son poco alentadoras. Sin inversiones ni compradores, la producción petrolera de PDVSA cae cada vez que la capacidad de almacenamiento de crudo alcanza su máximo. Tal como se anunció el 10 de octubre, está previsto que la compañía india Reliance vuelva a comprar petróleo de PDVSA, pero eso no mejorará el flujo de caja de la compañía pues se espera que el pago se efectúe con combustibles, incluyendo diesel, lo que permitirá que el intercambio se haga en cumplimiento con las sanciones estadounidenses. En este sentido, el destino de la industria petrolera venezolana es similar al de la deuda, por lo que no esperamos ver ningún cambio importante hasta que finalice el régimen de Maduro.

El gobierno interino y la Asamblea Nacional están trabajando para preparar a la industria petrolera para ese



momento, ya que según Reuters el órgano legislativo está considerando una propuesta que permitiría a las empresas privadas poseer la mayoría accionaria en las empresas petroleras donde PDVSA tenga participación. Es difícil desestimar la importancia del rol que el sector privado tendrá en la recuperación de la industria petrolera venezolana, por lo que este tipo de incentivos son necesarios. Sin embargo, como hemos señalado previamente el tiempo juega en contra de los esfuerzos para atraer inversiones, y perder CITGO solo empeorará la situación.

### ***PDVSA 2020 y la propiedad de CITGO: correr la arruga no resuelve el verdadero problema***

En lo que respecta a las posibles soluciones para la amortización del PDVSA 2020 el próximo 27 de octubre, podemos descartar cualquier opción que involucre a la administración de Maduro. De hecho, considerando los precios actuales de ese bono, parece que el mercado ni siquiera está esperando un resultado favorable de parte de la administración de Guaidó.

Entre las escasas opciones con las que cuenta el gobierno interino para hacer frente a este evento, anular el bono PDVSA 2020 es la que está concentrando la mayor parte de los esfuerzos, como mecanismo para mantener a raya a los tenedores que quieran apoderarse de las acciones de CITGO. La principal razón que alega la Asamblea Nacional para justificar la anulación del bono nos regresa al año 2017, cuando el ejecutivo liderado por Maduro llevó a cabo el refinanciamiento de los bonos PDVSA 2017 usando las acciones de CITGO como colateral sin que esto fuera aprobado por la Asamblea Nacional, aprobación que es necesaria según el artículo 150 de la constitución venezolana.

El 15 de octubre la Asamblea Nacional emitió un acuerdo en el que ratifica su posición, refiriéndose también a un documento del 26 de mayo de 2016 que sigue la misma línea discursiva. El gobierno interino también aclaró que el pago de cupón que efectuaron en abril pasado fue hecho para proteger CITGO ya que no estaban preparados para defender la refinería en las cortes.

En nuestra opinión, este aparente cambio en la manera de aproximarse a los tenedores del bono PDVSA 2020 es

solo una nueva forma, aunque más agresiva, en la que gobierno interino intenta ganar tiempo y probablemente lograr una mejor posición a la hora de negociar, ya que hasta hace unas semanas atrás, la opción de negociar con los acreedores parecía ser la preferida por el equipo de Guaidó. Adicionalmente, este curso de acción tiene otras debilidades, ya que a nuestro entender solo apunta a proteger a CITGO de los tenedores del bono PDVSA 2020, lo que implica que el gobierno interino podría estar perdiendo la oportunidad de desplegar una estrategia más amplia orientada a alinear los intereses de todos los acreedores que pueden reclamar las acciones de CITGO.

Si el asunto llega a tribunales puede tomarnos años conocer el resultado final de este nuevo episodio en la historia de la deuda venezolana, además el desenlace depende de muchos factores (por ejemplo, la ley que rige la disputa, los argumentos que usen los abogados, entre otros), en ese sentido somos de la opinión que tratar de anular el bono PDVSA 2020 no lleva a ningún lado y puede deteriorar severamente la relación futura de Venezuela y los mercados financieros, por lo que esperamos que el gobierno interino siga trabajando en otro tipo de soluciones que mitiguen el efecto que el default del título PDVSA 2020 tendrá sobre los activos venezolanos y los tenedores del bono.



## **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.*