

ECUADOR INTENTA NUEVAMENTE CON LAS REFORMAS

La Asamblea en Venezuela intenta repudiar la deuda del PDVSA 2020 junto con la junta ad hoc en el exterior. En Ecuador, el gobierno introduce un nuevo presupuesto y opta por la vía gradual

VENEZUELA

La junta administrativa ad-hoc de PDVSA, designada por integrantes del equipo del presidente de la Asamblea Nacional, Juan Guaidó, ha anunciado que tomarán acciones legales para proteger sus activos en el exterior buscando invalidar la emisión del bono de PDVSA al 2020. La petrolera venezolana debía pagar por la penúltima amortización del bono unos \$843MM más \$71MM en intereses el 28 de octubre, lo cual evidentemente no sucedió; antes de esa fecha se intentó realizar algunas negociaciones entre acreedores y la empresa pero no se concretó nada. El gobierno de Donald Trump evitó una derrota política de la oposición venezolana al emitir una resolución que prohíbe o paraliza cualquier transacción que involucre las acciones de CITGO (50.1% de las acciones son el colateral de la emisión del P20), pero esta expira luego de tres meses. Según la junta ad-hoc y la Asamblea Nacional, los bonos serían ilegales al no haber obtenido aprobación del parlamento en el momento de su emisión. (Más detalles en la sección de petróleo)

Por el lado monetario, el BCV continúa haciendo un gran esfuerzo por controlar la liquidez y el precio del dólar no oficial. Luego del repunte del dólar que se registró el lunes pasado en la calle, el Central inyectó unos 20MM de euros a través del sistema bancario para contener el alza que se venía registrando luego de que la masa de bolívares creciera unos 600 a 800 mil millones de bolívares (\$30MM a \$40MM) producto del incremento en los pagos a contratistas de PDVSA y el gobierno luego de los aumentos en el sueldo mínimo y el decreto de inicio de temporada navideña por parte del Ejecutivo que implica el comienzo del pago de bonificaciones típicas de fin de año.

En relación a la economía real, el volvió a BCV publicar data oficial sobre la balanza comercial, reportando un incremento anualizado de casi 17% en las importaciones del primer trimestre a pesar de que la contracción del mismo período fue cercana al 27%. El crecimiento de estas importaciones fue gracias a un aumento de las compras del gobierno ya que la data oficial muestra una contracción del 25% trimestralmente en las importaciones –sobre todo de materia prima- del sector privado. Esto también muestra que el gobierno, a pesar de las sanciones, ha encontrado otros caminos financieros para realizar sus importaciones y evadir las sanciones de EEUU.

Por el lado político, luego de la incorporación de los representantes del chavismo en la AN, algunos partidos de la oposición se encuentran negociando la nominación de un nuevo CNE. El propio Guaidó ha declarado al parlamento

en sesión permanente y ha dejado las puertas abiertas al debate sobre las nominaciones, para lo cual se realizó la conformación de un comité compuesto por representantes de la mayoría de las fracciones. A pesar de esto, entre las nominaciones aún no ha habido presencia de representantes del gobierno. Según lo dispuesto por la AN, las partes tienen hasta el día de mañana (5 de noviembre) para presentar sus nominados ante este comité. Los analistas locales tienen muy bajas expectativas sobre este ejercicio que se lleva a cabo en la Asamblea dudando que tenga éxito en cambiar el estatus actual del CNE y su credibilidad.

ECUADOR INTENTA CON NUEVAS REFORMAS Y MENOR PRESUPUESTO

El gobierno de Moreno ha introducido un nuevo presupuesto ante el parlamento para el ejercicio del 2020, en el cual se ha estimado un gasto total cercano a los \$31.5bn. Este presupuesto sería cerca de 1% -del PIB- menor al presupuesto planificado para este año. Una de las premisas principales para justificar este presupuesto ha sido el precio del petróleo, el cual estiman en \$51.3/bbl promedio para el 2020 contra un \$58.3/bbl utilizado en la formulación del presupuesto de este año (esto también implica un menor gasto en subsidios). Prevén un crecimiento económico del 0.6% versus 0.2% para este año. Ante este escenario, el gobierno espera cerrar el año que viene con un déficit global del 3.1% del PIB, muy distinto al 0% que tenía proyectado el programa del FMI.

Adicionalmente, el gobierno ha presentado un proyecto de ley “urgente” en materia económica, con el propósito de avanzar en los ajustes económicos necesarios para seguir corrigiendo los desbalances macroeconómicos, mantenerse en el programa del FMI y alcanzar la sustentabilidad de su deuda, luego de haber intentado fallidamente una serie de reformas entre las cuales se incluían la eliminación de los subsidios a los combustibles.

Aún sin aumentar el IVA (sugerencia del FMI), el proyecto propuesto por el Ejecutivo se focaliza en tres aspectos: tributario, código orgánico de planificación y finanzas públicas, y código orgánico monetario y financiero. Quedó por fuera la reforma laboral, que es uno de los problemas medulares de la competitividad de Ecuador; esta sería presentada más adelante y estaría sujeta a diálogo.

Uno de los pedidos más reiterados por el Fondo ha sido la simplificación de impuestos mediante eliminación de los distintos tributos y aumento del IVA. En esta ocasión Ecuador estaría haciendo lo opuesto, creando más impuestos sin modificar el IVA. En el ámbito monetario, el gobierno está proponiendo dar más autonomía al Banco Central y aumentar la distancia entre ese organismo y el ministerio de finanzas. Por el lado de planificación el gobierno está buscando ajustar las reglas fiscales, transparencia, criterios de medición de deuda y riesgos fiscales.

Aunque complejas y poco directas, el presupuesto y las medidas parecen apuntar en la dirección correcta y se estima que, una vez aprobadas las reformas, se produzcan ingresos adicionales de 0.7% del PIB vía recaudación. El problema es la gradualidad del ajuste, lo impaciente que están los mercados y la fragilidad de las proyecciones económicas en un contexto global de tensiones comerciales. Es por ello que el equipo económico de Moreno tiene poco margen de error.

Falta la bendición del Fondo Monetario que podría darse luego de las aprobaciones en la Asamblea, siendo este uno de los pocos prestamistas que le quedan a Moreno a tasas sostenibles junto con las ventas anticipadas de petróleo, a las cuales probablemente vuelvan a acudir el año entrante para cerrar la brecha fiscal y evitar teniendo que recurrir a los mercados.

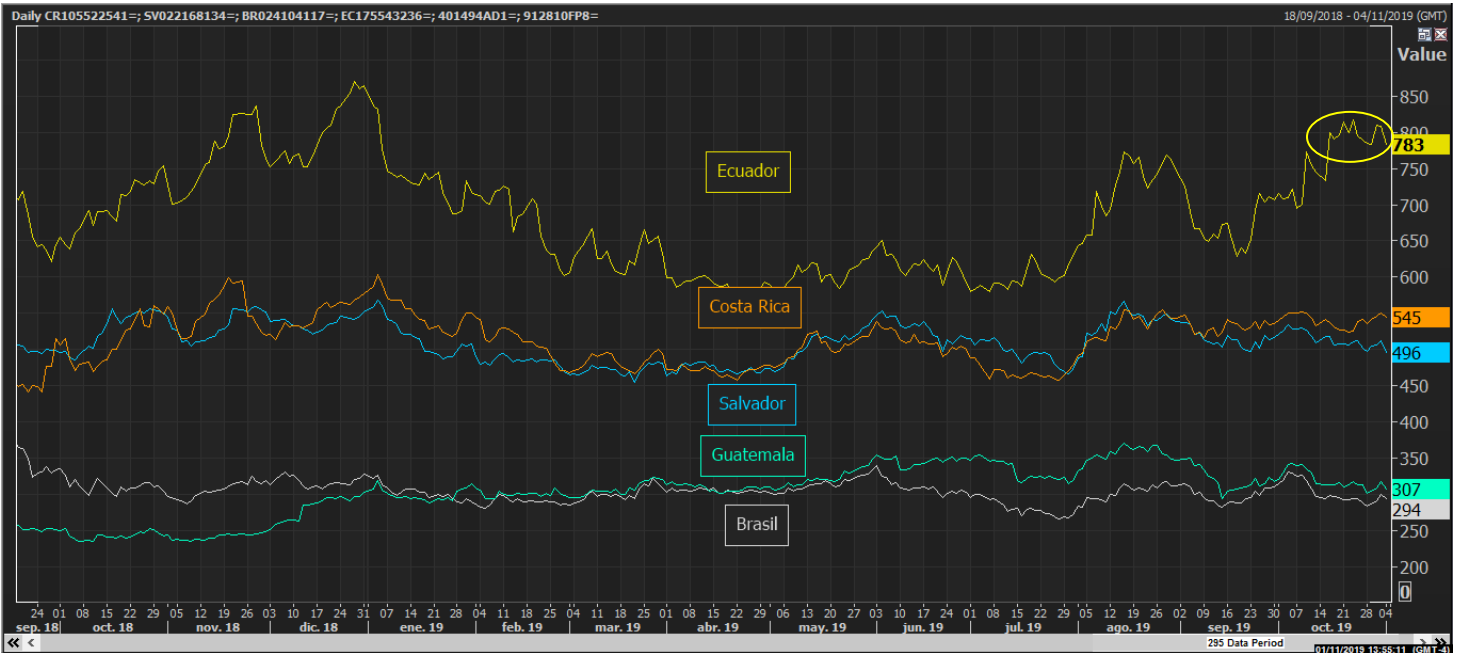
ECUADOR: budget (USD billions)	2019	2020
Total revenues	22.5	22.5
Permanent revenues	19.8	19.8
Taxes	15.2	14.3
Fees and duties	3.0	3.8
Sale of goods and services	0.1	0.0
Income from investment/fines	0.8	0.3
Transfers	0.7	1.3
subsidies	0.0	0.7
Other revenues	0.1	0.1
Non-permanent revenues	2.7	2.7
Total Expenditures	26.1	25.9
Permanent expenditures	18.8	18.4
Salaries	9.4	8.9
Goods and services	2.4	2.1
Debt service	3.3	3.4
Transfers	3.5	3.9
Other current spending	0.1	0.1
Non-permanent expenditures	7.4	7.5
Primary result	-0.3	0.0
Financial result	-3.6	-3.4
Amortizations	-5.0	-4.3
Cash reserves	0.5	2.3
Financing needs	-8.1	-6.7
Financing needs after tax reform		-6.0
Multilateral support*		3.0
oil related funding*		0.5
funding shortfall		-2.5

Fuente: Min. Finanzas, FMI y Amherst Pierpont

El hecho de que Ecuador se salga explícitamente del programa acordado con el Fondo implica que sus fuentes estimadas de financiamiento se quedarán

cortas en el mediano plazo, por lo que probablemente tengan que avanzar más rápido con los planes de privatización y concesiones.

En este contexto, los bonos han sufrido una fuerte corrección en las últimas semanas pero parecen haber llegado a un piso donde vuelven a estar demandados. Al igual que en otras ocasiones, creemos que donde hay mejor relación de riesgo/retorno es en los bonos de mayor cupón comprados a precios no muy por encima de par que cuentan con buen carry y mayor upside que los bonos cortos y medios.



PETRÓLEO

EXCESO DE INFORMACION SECUESTRA AL MERCADO PETROLERO

Una avalancha de noticias y estadísticas reales y manipuladas inundan las redes y tienen mareado al mercado tratando de hacer sentido del efecto global de las mismas. En efecto, llama la atención que durante las últimas 9 semanas se han registrado 7 cambios de tendencia en los precios petroleros, precios que supuestamente representan cambios fundamentales en un negocio cuyos cambios requieren meses para ser materiales.

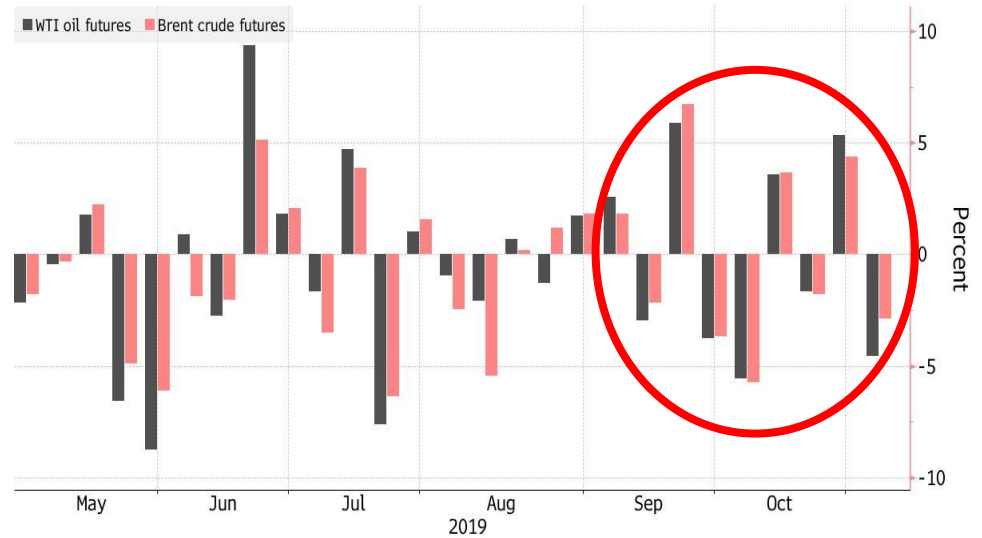


Fig. 1.- Cambios en la tendencia del mercado de futuros de crudo desde mayo

El sentimiento del mercado es realmente el responsable, en última instancia, por la fijación de los precios en base a la percepción e interpretación de las informaciones que le llegan.

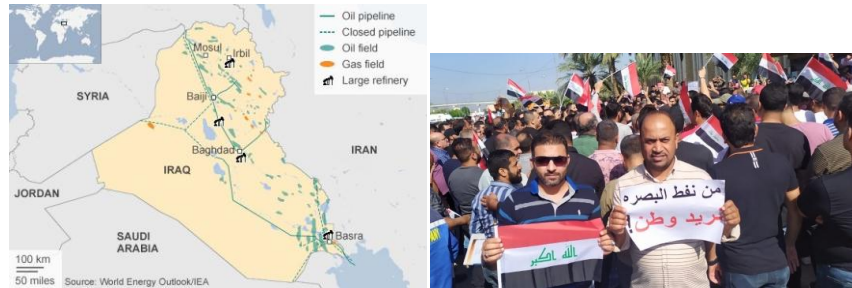
Esta semana ha habido numerosos eventos, noticias y estadísticas de esta naturaleza, a continuación, mencionaremos los más relevantes, tanto negativas como positivas:

1. Los inventarios de crudo en USA, según EIA, mostraron un incremento de 5,7 MMBBLS, producto de utilizar un nivel de producción por encima de la realidad, mayores importaciones, menores exportaciones y una mayor utilización de capacidad de refinación.
2. Se detecto una fuga en el oleoducto Keystone a la altura de North Dakota, lo que requirió parar totalmente el bombeo para remediar el problema. Cerca de 9 MBBLs fueron derramados.



3. La producción de crudo de Irak podría estar en peligro por el incremento los disturbios en la provincia de Basra, y los trabajadores petroleros comienzan a unirse a la protesta. Basra concentra la mayoría de los super yacimientos de Irak y el único puerto de aguas profundas. Sin embargo, la provincia no recibe su proporción de estas riquezas y sufre de desempleo rampante de infraestructura deteriorada que incluye numerosas falles del suministro eléctrico. Este último y fricciones de orden religioso han originado la actual

ronda de protestas, durante el verano que se caracteriza por temperaturas en exceso de los 40 grados en la sombra.



4. En Brasil entrarán en operación varias unidades flotantes de producción (FPSO) con una contribución de al menos 400 MBPD.
5. Exxon anunció que el comienzo de la producción de la primera fase del desarrollo costa afuera de Guyana, se adelanto para diciembre este año. El Lisa Destiny FPSO producirá unos 120 MBPD



6. Existen dudas fundadas sobre la capacidad de USA de sostener el crecimiento proyectado para el 2020 y 2021. Todo indica que, a pesar de la mayor actividad y producción desplegada por las grandes petroleras integradas, tomado en su globalidad, las actividades de perforación y fractura se contraerán sensiblemente durante los próximos meses a medida que los productores de "Shale Oil" no logran crecer y general ganancias al mismo tiempo. El conteo de taladros activos tiene semanas en caída.
7. En Argentina, las elecciones favorecieron al gobierno Peronista, el mercado tiene claro que una vez que el gobierno se posea, ejercerá mayores controles y la libre empresa tendrá que retroceder, razón por la cual las actividades petroleras en Vaca Muerta continuaran una tendencia de reducción que comenzó cuando se hizo patente de que el actual gobierno estaba concluyendo. Este frenazo impactará la producción es si, pero aún más grave, el proceso de optimización operacional y logística, esencial para la producción económica de "Shale Oil", entrará en letargo.
8. El informe de puestos de trabajo creados en USA fue muy superior al esperado, reduciendo los temores de crecimiento económico.
9. A última hora China anunció que había llegado a un consenso en principios sobre la fase 1 de las negociaciones comerciales con USA.

10. La producción de crudo en México continua en declinación, aunque el ultimo informe del gobierno indica que se ha estabilizado en 1,69 MMBPD, fuentes secundarias indican que el deterioro continuo al igual que el crecimiento económico que el ultimo trimestre se situó en -0,4 %
11. Arabia Saudita para fines de octubre sobrepasó la producción de 9 MMBPD, sin embargo, la mayor parte del incremento se utilizó para volver a los niveles de refinación nacional, quedando la exportación esencialmente constante en 7,2 MMBPD.
12. También en Arabia Saudita, parece que el príncipe heredero ha decidido lanzar el IPO de ARAMCO, en lo que sospecha ha sido la valoración aceptada de 1,6 a 1,8 M MMMM\$.

Nosotros pensamos que los puntos 3 a la 10 son los que definirán la dirección del mercado. En todo caso, el mercado procesará toda la información, aunque parece darle mayor importancia a la situación comercial de USA y China y los avances de los ambientalistas en tratar de influir para que la utilización de hidrocarburos se reduzca, lamentablemente con argumentos no necesariamente técnico-científicos. La percepción combinada resultó en volatilidad mayor de lo normal y una ligera tendencia al alza en los precios petroleros, cónsono con los fundamentos bastante fuertes que prevalecen en el mercado.



Fig. 2- Comportamiento del precio del crudo Brent durante el mes

En otro orden de ideas, la investigación de la contaminación por crudo que sufrieran las playas nororientales de Brasil y que reportamos la semana pasada, ha mostrado progresos. Después de determinar que el crudo era de origen venezolano, también se determinó la probable localización del derrame entre el 28 y 29 de julio. Utilizando técnicas de geo inteligencia y cálculos oceanográficos regresivos se estableció que el único tanquero que paso por la zona en la fecha acotada y con crudo venezolano fue el Suezmax Bouboulina, de bandera griega y que en efecto había cargado crudo Merey 16 a mediados de julio a nombre de Rosneft.

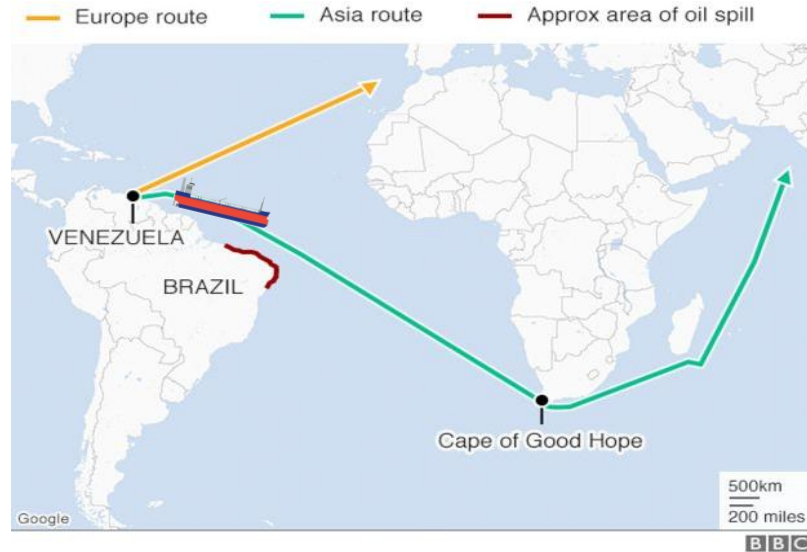


Fig. 3.- Trayectoria del tanquero Bouboulina y el posible punto del derrame

VENEZUELA

OXIGENO TEMPORAL A CITGO Y REMATE DE INVENTARIO FLOTANTE

La recuperación de la producción de crudo no continuó su paso ascendente de la semana pasada, y los informes no oficiales indican una ligera reducción de 15 MBPF, la exportación siguió por el mismo cauce y el nivel reportado para los primeros 21 días parece que se redujo ligeramente al promediar el mes completo.

Observamos que las exportaciones sobrepasaron la producción, de manera que la capacidad de almacenamiento aumentó en un 12 %.

El cargamento de casi 2 MMB que salió durante el mes nominado para Chevron, terminó dirigiéndose a Singapur, y los cargamentos a Suecia (Nynas) fueron los últimos permitidos para la Licencia revisada.

Destino	EXPORTACIONES		
	Bloomberg	TT	AV
China	187	185	187
India	245		245
Cuba	16	50	106
Suecia	25		25
España	17	46	40
Italia	32	47	32
Malasia	13		13
Singapur	62	62	62
desconocido	125	341	23
	722	731	733

Mientras que la producción del mes promedio 660 MBPD

· Occidente	170
· Oriente	206
· Sur	6
· Faja	278
TOTAL	660

Estando a menos de 2 meses del cierre del 2019, podemos hacer un análisis de lo que ha pasado este año, nuestra proyección original indicaba que el 2019 cerraría con una producción de 750 MBPD, correspondiendo a una declinación de 28% aproximadamente incluyendo las declinaciones energéticas de los yacimientos y las mecánicas de los pozos contrarrestados por una exigua actividad de generación de potencial. Al comparar esta proyección con los resultados reales obtenidos durante los primeros 10 meses y su proyección hasta el fin de año, notamos que se percibe una declinación adicional de 12%, este efecto incremental, de carácter difícil de pronosticar, es la sumatoria de las fallas eléctricas total y parciales, a los actos de vandalismo y robo de equipos en los campos de producción, a la falta de personal calificado tanto en número como en experticia y finalmente a las continuas purgas y cambios gerenciales que han producido parálisis en la actividad operativa.

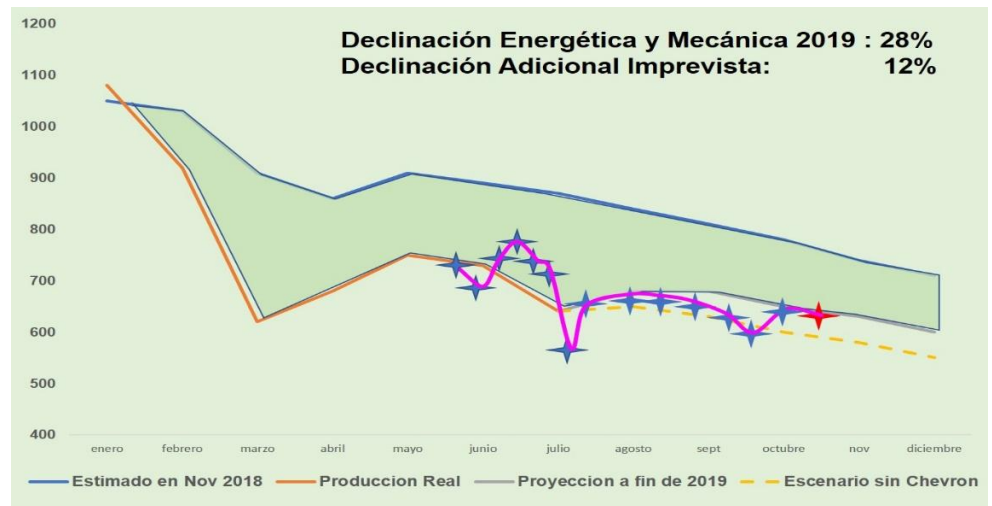


Fig. 4.- Proyeccion original y resultados reales de producción de Venezuela

El Departamento del Tesoro de los Estados Unidos está considerando sanciones contra el banco central de España y medidas contra otras entidades donde dinero venezolano está estacionado, trascendió extraoficialmente, sin ofrecer detalles. En todo caso no se espera ninguna acción antes de las elecciones generales del 10 de noviembre en España.

Mientras tanto, en Caracas, los funcionarios del banco central venezolano han estado diciendo a los contratistas que pasar por el Banco de España es una opción para hacer y recibir pagos fuera del país, a la vez que advierten que los fondos pueden tardar más tiempo en liquidarse debido a un mayor escrutinio.

En relación a la situación de CITGO, el 28 de octubre cuando se vencían los pagos de intereses y amortización de los Bonos de PDVSA 2020, por un total de 913 MM\$. El pago no se realizó, cayendo en “default” el único bono que no estaba en esa condición. Previamente fue publicada la Licencia 5A, por parte del Departamento de Tesoro, que en efecto no permite que los bonistas ejecutar el colateral (50,1 % de las acciones de CITGO)

PDVSA ad hoc, dado esta protección temporal por 90 días, introdujo una solicitud de nulidad en las cortes Federales en Nueva York. Las bases de la petición se fundamentan en que la utilización de CITGO, un activo de interés nacional no puede ser utilizado como colateral sin la expresa aprobación de la Asamblea Nacional. La AN en ocasión de la emisión de los bonos indicó que los mismos eran ilegales porque carecían de la mencionada aprobación.

Cesta Venezolana Puntual: 54.07 \$/BBL (25 de octubre)

Taladros Activos: BakerHughes: 25, Fuentes Secundarias: 3

Producción Estimada: 660 MBPD (estimados internos)