

ECUADOR ATRAVESANDO LA TURBULENCIA

Luego de anunciar, entre otras cosas, la eliminación del subsidio a los combustibles, Ecuador está viviendo momentos de álgidos con protestas y paros de transporte. De lograr atravesar esta turbulencia el panorama podría mejorar de forma importante. Venezuela se adentra a un mes clave donde CITGO será objeto de atención con el vencimiento del PDVSA 20 y la demanda de Crystallex.

VENEZUELA

El lunes pasado, una Corte de Apelaciones de EEUU ratificó que la minera canadiense Crystallex estaba en derecho de proceder con sus esfuerzos por hacerse con las acciones de CITGO en EEUU para satisfacer su disputa contra Venezuela. Crystallex tiene un fallo a su favor por unos \$1.4Bn por la expropiación de sus activos en Venezuela durante la presidencia de Hugo Chávez, y logró demostrar que PDVSA, dueña de CITGO, era Alter-Ego de la República, dándole derecho a ir tras las acciones de la empresa estadounidense para subastarlas y así satisfacer los daños.

Esta ratificación por parte de la Corte de Apelaciones anula la decisión de otra corte Distrital que habría introducido una pausa a la subasta de las acciones a petición de PDVSA.

Aparentemente, el líder de la Asamblea Nacional, Juan Guaidó, se encuentra en gestiones ante el gobierno de EEUU para solicitar apoyo para evitar la pérdida de CITGO, la cual también se encuentra amenazada por los acreedores de los bonos PDVSA 2020 quienes poseen el 50.1% de las acciones de la petrolera americana en colateral. Los acreedores podrían tratar de confiscar la empresa si la amortización más los intereses del bono no se cancelan a tiempo. La fecha de la amortización sería para finales de este mes y es probable que, debido, entre otras cosas, a las sanciones, PDVSA no logre hacer el pago a tiempo. Luisa Palacios, directora de CITGO designada por Guaidó, declaró de que existe un riesgo real de que Venezuela pierda el control de CITGO y que es necesario el apoyo de la administración de Trump para evitar esto ya sea por parte de la demanda de Crystallex o por parte de los acreedores de los bonos de PDVSA

Por otro lado, Venezuela llegó a un acuerdo con Rusia para continuar cumpliendo con sus obligaciones de deuda por \$3.15Bn pero en moneda rusa para así esquivar las sanciones impuestas por el gobierno de EEUU. Dicha deuda con Rusia fue reestructurada en el 2017 y comprometía a Venezuela a cancelar cerca de \$400MM anuales. Mientras tanto, el gobierno de Trump continúa buscando aumentar la presión mediante la imposición de sanciones adicionales con la coordinación de Europa y países de Latinoamérica.

Ecuador: Un paso importante

La semana pasada el presidente ecuatoriano, Lenin Moreno, decidió, entre otras cosas, eliminar por completo vía Decreto Presidencial los subsidios de los combustibles en vez de aumentar el IVA como se estaba especulando. Esto fue una sorpresa tanto para los ecuatorianos como para los inversionistas y ha sido catalogada como una medida fuerte e intrépida por parte del gobierno.

De forma preliminar, este recorte de gastos pudiera llegar a ser mayor al 1.5% del PIB que se esperaba vía aumento del IVA y sería una medida que corregiría de forma más estructural uno de los problemas fiscales más grandes de Ecuador. Por otro lado, los riesgos de ejecución y de desestabilización política por esta medida son altos a juzgar por la reacción que se ha generado a partir del día del anuncio. La rápida reacción del gobierno decretando Estado de Excepción y sacando el ejército a la calle da a entender que esperaban una fuerte reacción negativa por parte de la sociedad, para lo cual también han anunciado una serie de medidas económicas paliativas, la apertura de varios canales de diálogo con los distintos grupos opositores y el comienzo de una campaña comunicacional dirigida a explicar la medida.

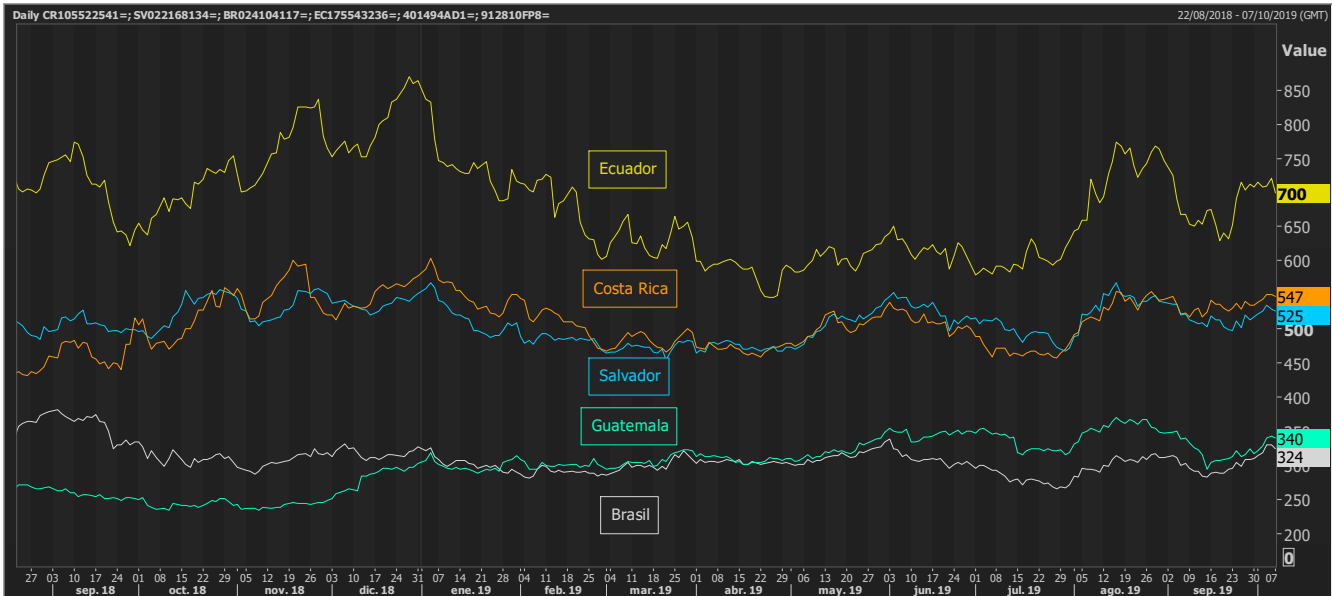
El FMI ha declarado que se encuentra evaluando las medidas y están próximos a presentar los resultados de su segunda revisión –acompañada del segundo desembolso.

En la alocución del martes por la noche, Moreno aseguró que la medida ahorraría al país más de \$1.3Bn, pero los analistas estiman que también existe un costo de oportunidad en la venta de combustibles en el mercado local versus el precio internacional que podría incrementar aún más los ingresos junto con una mayor recaudación de impuesto en la venta, teniendo el potencial de aumentar en más de 50% la cifra presentada por Moreno.

También se esperan más ahorros por ajustes en las normas de contratación de empleados públicos y otra serie de medidas que fueron introducidas en viernes, que incluyen aspectos tributarios, laborales y monetarios.

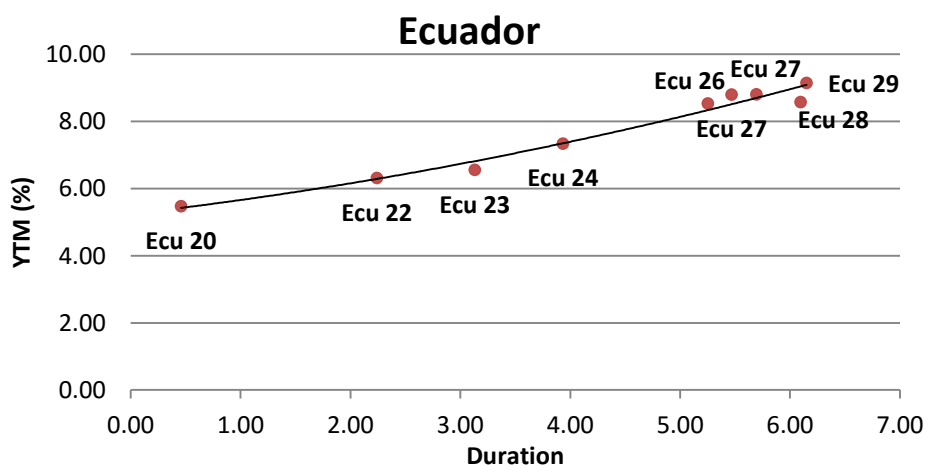
En caso de que el gobierno logre imponerse ante todos los riesgos que afronta (entre los cuales no se puede descartar un alzamiento militar dada la baja popularidad de Moreno), el cambio de rumbo de la economía ecuatoriana podría ser significativo, y en conjunto con el programa del FMI los resultados en el mediano plazo podrían ser un completo cambio de juego para el país y su deuda.

Dicho esto, los bonos ecuatorianos han experimentado volatilidad en las últimas semanas y el potencial upside en caso de que Moreno se imponga con las medidas sería importante.



Aún así, siendo los riesgos políticos y sociales tan difíciles de medir en esta situación, hay una serie de consideraciones que creemos que hay que tomar en cuenta:

- Históricamente, los presidentes de Ecuador con baja popularidad (menor a 25%), son víctimas de destituciones o alzamientos militares. La popularidad de Moreno, antes de las medidas, estaba cerca del 30%. Con los anuncios se espera que este número decrezca por razones obvias.
- Los mercados han reaccionado de forma favorable, dando a entender que las expectativas de éxito de Moreno son mayores que las de fracaso. Aunque esto fuese así hay que tomar en consideración los precios de los bonos y su duración, ya que los bonos más cortos tienen menor upside y mayor downside, no así los bonos largos, donde el upside compensa el riesgo de pérdida. Es por ello que no parece tener mucho sentido estar en los bonos cortos o medios tanto como en los largos.



PETRÓLEO

MERCADO PETROLERO CONTAGIADO POR EL PESIMISMO ECONOMICO – AMNESIA PETROLERA SOLO VE LA DEMANDA

Hace menos de tres semanas la percepción del mercado petrolero indicaba que el riesgo del suministro petrolero en el medio oriente era equivalente a un escenario de guerra en el área.

Después de unos anuncios de Arabia Saudita, no necesariamente ajustados a la realidad, diciendo que habían alcanzado los niveles de producción pre-ataque, varios tweets de Trump con sus correspondientes respuestas por parte de China, el anuncio de Trump de imponer aranceles a productos Europeos y un Brexit sin acuerdo entre las partes, el mercado petrolero se olvidó de los riesgos de suministro, a pesar de señales obvias en contrario, y se está enfocando en la potencialidad de una reducción de la demanda futura.

Es obvio que si todos estos eventos político-comerciales resultaran negativos para las partes en conflicto los niveles de crecimiento económico se reducirían, y por consiguiente lo mismo ocurriría con las demandas de energía. Pero también debemos recordar que muchas de estas situaciones pueden no materializarse, o podrían resultar en oportunidades, y que el resultado eventual no necesariamente será tan negativo. El tema fue discutido la conferencia en la Semana de la Energía de Rusia en Moscú por los Ministros de Energía de Rusia y Arabia Saudita.



Fig. 1.- Una conversación privada durante la Semana de la Energía en Moscú

Mientras Novak, ministro ruso, se concentraba en indicar que la inestabilidad y potencial deterioro de la demanda exigía que la organización OPEC+ se mantuviera vigilante, el ministro saudí hizo un análisis mucho mas sensato y ajustado, en nuestra opinión, a las realidades del mercado. "Hay algunas preocupaciones sobre las fuerzas recesivas", dijo el ministro Abdulaziz Bin Salman, "hay una imagen sombría que se ha dibujado", sin embargo, el ministro agregó que muchos supuestos sobre la economía eran demasiado pesimistas,

“hay cosas que son reales y cosas que se perciben. Estamos impulsados por expectativas negativas, por el lado de la demanda, sí, ha sido menor, pero la gente necesita comprender que la oferta también puede ser menor que las previsiones actuales”.

En efecto, el ministro hablaba con el conocimiento de la vulnerabilidad e inestabilidad del suministro en su mismo país, la situación de Venezuela, Irán, Nigeria y en la misma Rusia.

Sin hacer referencia a la producción de USA, pero también ya era conocido que la revisión de las cifras oficiales de la EIA, colocaba la producción de USA en niveles 300 MBPD menores que los números publicados en sus informes semanales y que a su vez son la base de los inventarios que calcula el informe de EIA, ese error crónico lo hemos mostrado reiteradamente.

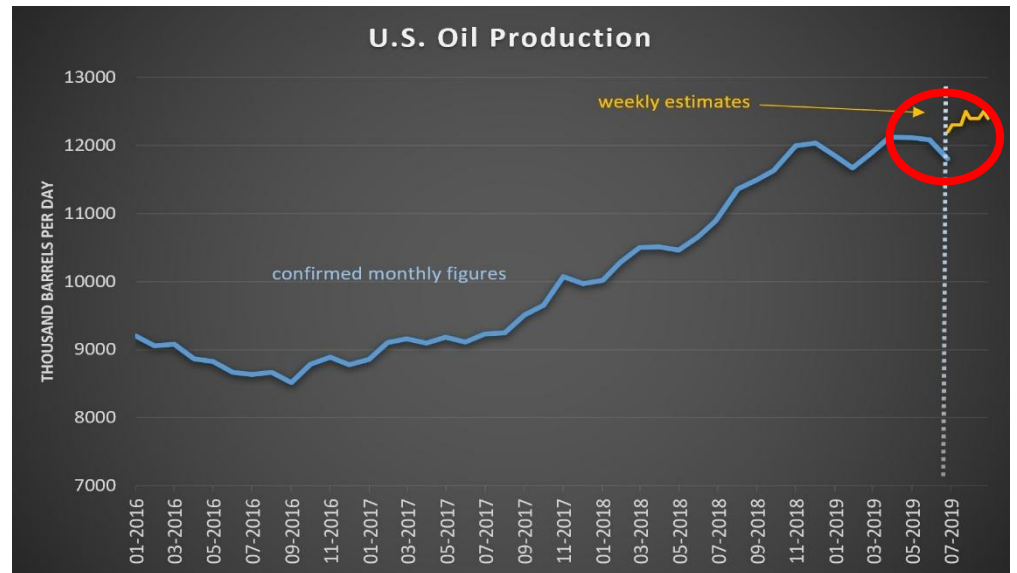


Fig. 2.- Producción “Real” de USA comparado con la producción aparente semanal

A todo evento, los grandes países productores de petróleo (USA, Arabia Saudita y Rusia) no parecen poder aportar volúmenes incrementales significativos durante los próximos 15 meses, y si a esa realidad le adminiculamos las situaciones de Venezuela, Nigeria, Irán y potencialmente México, China y Mar del Norte, las proyecciones de suministro no se presentan particularmente halagadoras.

En consecuencia, el balance de demanda/oferta para todo el año 2020, aún a demandas reducidas, será un reto para la industria petrolera y la carga caerá sobre el desarrollo de “Shale Oil” y su proceso de consolidación y reinversión técnica. Mientras mas temprano el mercado petrolero se reubique en el mismo lado de los fundamentos, más fácil será para el Shale Oil reaccionar para cumplir con la demanda insatisfecha.

Durante esta semana los precios se movieron en tándem con el mercado accionario, bajando fuertemente durante la primera parte de la semana para mostrar una recuperación parcial el cierre.

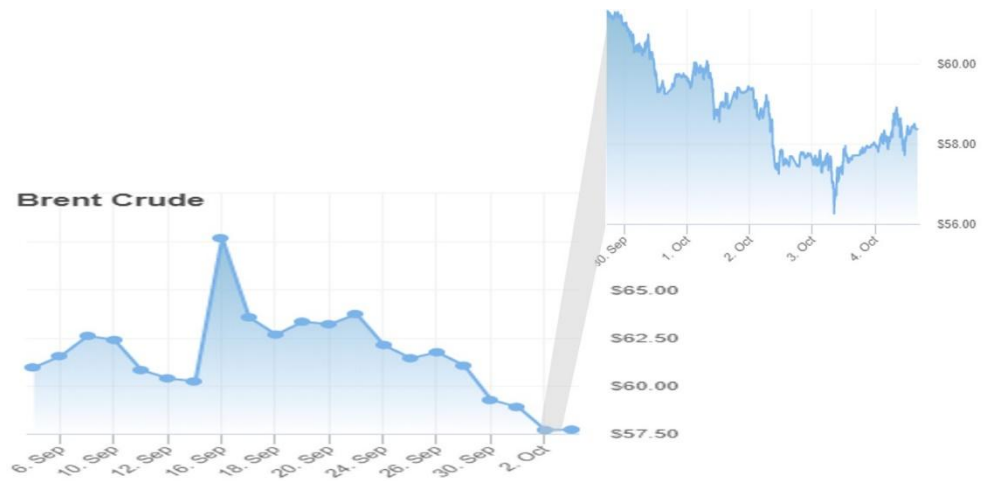


Fig. 3.- Comportamiento del precio del crudo Brent en el último mes y semana

Nuestra visión continúa siendo positiva, primordialmente basada en los fundamentos del mercado. Indubitablemente no podemos prever reacciones del mercado a un sin número de actividades y anuncios que afectan su percepción, pero nuestra posición, si se quiere algo obstinada, responde a que los precios eventualmente tienen que representar el mercado físico y no al mercado de papel y a eventos potenciales y especulativos.

VENEZUELA

AHORA CABOTAJE INCLUYE A CUBA

Debido a la falta de información oficial, existe una proliferación de estimados de la exportación y la producción consecuencial venezolana. Quizás la dos mas divergentes son las que se muestran en la próxima Figura 4.

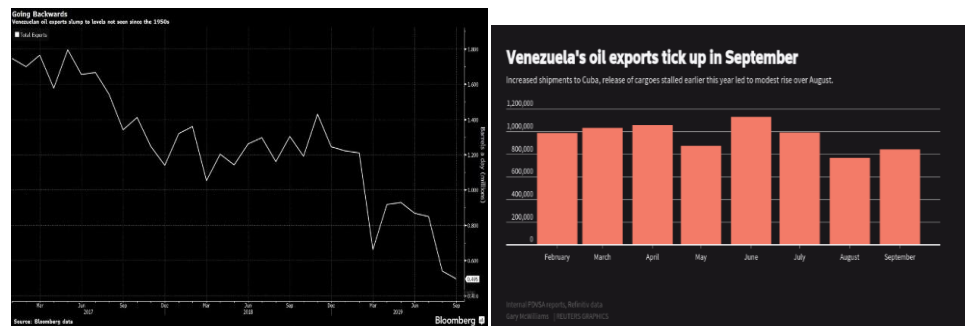


Fig. 4.- Exportación de Crudo Venezolano en septiembre según Reuters y Bloomberg

Reuters publica el primero basado en datos de Refinitiv Eikon (quienes están en contacto cercano con PDVSA y a veces tienden a validar sus números aun cuando no necesariamente son sostenibles), el otro proviene de Bloomberg, que se basa en datos de tanqueros que rastrea con su sistema de seguimiento y verifican los detalles con los inspectores en las terminales.

La diferencia de la información comenzó a agravarse cuando PDVSA comenzó a utilizar mecanismos aprendidos de Irán para evitar que los cargamentos fueran rastreados. Todos los números reportados se basan fundamentalmente en datos correctos, pero generalmente no son comparables entre sí.

La información de Bloomberg se basa en los 24 tanqueros cargados y que partieron con destinos de "exportación" y solo incluye crudo.

Mientras tanto, Reuters incluye en sus números exportación de productos, pero no tiene en cuenta criterio alguno de inventario flotante.

Creemos que habiendo analizado ambos conjuntos de información podemos interpretarlos incorporando el conocimiento interno y la correlación de todas las fuentes disponibles.

En efecto, se despacharon 24 cargamentos de crudo con destino de exportación, algunos con destino especificado otros sin o con cambios en el destino, esto corresponde a un volumen despachado de 495 MBPD.

En tanto que tanqueros con productos (residuales y combustibles) que zarparon de terminales venezolanas, alcanzaron los 150 MBPD.

Adicionalmente, un numero de tanqueros de bandera venezolana haciendo servicio de cabotaje (transporte entre terminales en el país), una vez que zarparon apagaron sus transponders y cambiaron de rumbo con destino a Cuba, el volumen total de estos cargamentos fue de 90 MBPD, que sumados a los 70 MBPD de exportaciones identificadas como tal, indican que un total de cerca de 130 MBPD de crudo llego a Cuba en el mes de septiembre. Este último elemento es la principal diferencia entre los números proporcionados por ambas fuentes. La lógica de estos envíos a Cuba, los pondremos en contexto en el próximo párrafo.

Por lo tanto, las exportaciones de CRUDO, fueron $495 + 60 = 555$ MBPD y de Productos: $150 + 30 = 180$ MBPD

CRUDO TOTAL + PRODUCTOS = 735 MBPD.

La diferencia con los más de 800 MBPD reportados por Reuters corresponde al almacenamiento flotante, ya que esta última fuente no aplica criterios de clasificación para determinar si el cargamento es exportación o inventario flotante. Bloomberg considera que un cargamento inmóvil durante 30 días es inventario flotante.

Estos niveles de exportación y producción resultante son el resultado de que clientes de crudos venezolanos, así como dueños y operadores de tanqueros han actuado para evitar tener relaciones comerciales con Venezuela, a lo que se agrega el hecho de que la filial de fletamentos de ExxonMobil, SeaRiver, informó a los corredores que no fletará buques que hayan levantado cargamentos en puertos venezolanos en los últimos 12 meses.

Estas restricciones colocaron en jaque la producción venezolana al quedarse in espacio de almacenamiento, a lo cual el régimen reaccionó tomando las siguientes decisiones:

- i) Arrancaron una unidad de destilación en las refinerías de Amuay y Cardón, y a pesar de que las corridas consisten en procesos de refinación rudimentaria con exiguos rendimientos de productos blancos, cumplen con el objetivo de generar espacio de almacenamiento tanto en occidente como en oriente (por cabotaje).
- ii) Redujeron producción, inclusive en la faja, parando las plantas de mezcla de PetroPiar y Sinovensa y en Boscan en el occidente
- iii) Enviando cargamentos adicionales de crudo y productos a Cuba utilizando los barcos de cabotaje. Esto nuevamente no representa incremento en el flujo de caja “formal”, sino que resuelve problemas energéticos serios de la isla y descongiona tanques de almacenamiento en Venezuela para mitigar el cierre de producción

El volumen despachado hacia Cuba excede su capacidad de consumo y almacenamiento, en cuyo caso que se convertirían en revendedores de crudo y productos venezolanos con todas las implicaciones legales y financieras de ese procedimiento.

La estrategia de manejo de la problemática parecería una exigencia o recomendación de los rusos ya que beneficia a Cuba y a los países que mantienen el flujo petrolero en repago de deudas, con muy poco o ningún beneficio para el país, quizás con la salvada excepción de que mantiene cierto nivel de producción de crudo X-pesado que podría resultar complejo de recuperar si se cerrara por completo el o los campos de la Faja.

En todo caso la producción instantánea total reportado por fuentes internas para el 4 de octubre fue de 569 MBPD, distribuido como sigue:

Occidente	160
Oriente	222
Sur	7
Faja	180
TOTAL	569

Con ocasión de la Semana de la Energía llevada a cabo en Moscú, varios de los ministros opinaron sobre la situación mundial del petróleo y sobre sus propios países, tal como lo mencionamos en la sección internacional de esta edición, el ministro Quevedo también hizo unas declaraciones sobre la producción de crudo en Venezuela, expuso “Venezuela aumentará este año la producción de petróleo a un nivel de entre 1,5 millones y 1,6 millones de barriles al día, es decir volver al nivel de 2018, y agregó, sin parpadear: “para el 2020 la producción promediará 2 MMBPD”, el mismo ministro saudí, sentado a su lado, observaba con la cara perpleja.



Estas declaraciones, por lo infundadas, ya han sido ampliamente comentadas en la prensa internacional.

En otra orden de ideas, Rusia anuncio que ha recibido el pago correspondiente al mes de septiembre de las deudas que Venezuela mantiene con su socio. Las reservas internacionales reportadas por el BCV mostraron una disminución de casi 400 millones de dólares, que se presume esté asociado a la operación de pago de deuda remanente con

Rusia, aunque persiste dudas al respecto porque según los rusos el pago fue hecho en Rublos lo cual podría indicar que el pago fue el resultado de un proceso más complejo que lo que reflejan las reservas internacionales.

Finalmente, cerca del cierre de este informe se conoció que las autoridades venezolanas arrestaron al presidente y a otros funcionarios en una investigación de corrupción en la empresa mixta Sinovensa de PDVSA con China National Petroleum Corp. (CNPC), según fuentes del sector petrolero y de inteligencia.

Aparentemente, tras el procedimiento realizado en las instalaciones de la empresa mixta petrolera Sinovensa, ubicada en Barcelona, dieron con la ubicación de Alberto Emilio Bockh Moreno; presidente de la empresa mixta, Domingo José Raga; gerente de servicios generales, León José González; gerente de finanzas y Alejandro Armas Cordero, quien es el exgerente de seguridad integral. Este último se desempeñaba actualmente como gerente de operaciones del Hotel Maremares.

Se les atribuyen los delitos de peculado doloso propio, concierto de funcionarios con contratistas, así como el delito de asociación para delinquir.



Fig. 5.- Empresa mixta Sinovensa y su presidente detenido por corrupción

Cesta Venezolana Puntual: 52.31 \$/BBL (4 de octubre)

Taladros Activos: BakerHughes: 25, Fuentes Secundarias: 4

Producción Estimada: 569 MBPD (estimados internos)