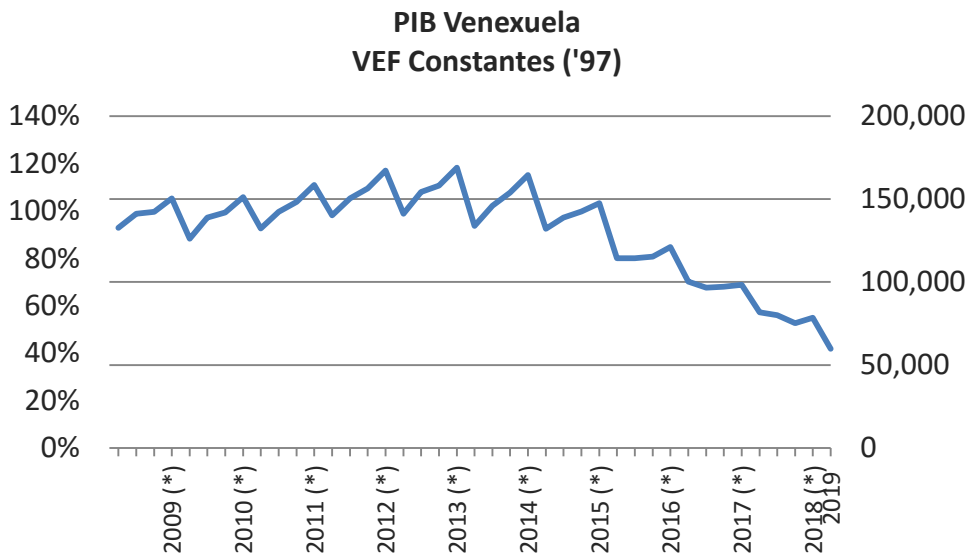


## BCV PUBLICA DATA DE INFLACIÓN Y CRECIMIENTO

El gobierno vuelve a publicar data oficial y los números hablan por sí mismos, tanto trimestral como anualmente. En la región se le sigue recordando a los inversionistas los riesgos latentes de las dinámicas políticas y sociales internas de cada país.

### VENEZUELA

El viernes en la tarde, el Banco Central de Venezuela publicó data de PIB correspondiente al primer trimestre de este año en la que reportó una contracción de 23.7% respecto al cuarto trimestre del 2018 y de 26.8% respecto al primer trimestre del 2018. Desde el primer trimestre del 2012 la economía venezolana acumularía una caída del 57.3%. En cifras oficiales, durante la última década la economía habría perdido un 55% de su tamaño.



Fuente: BCV

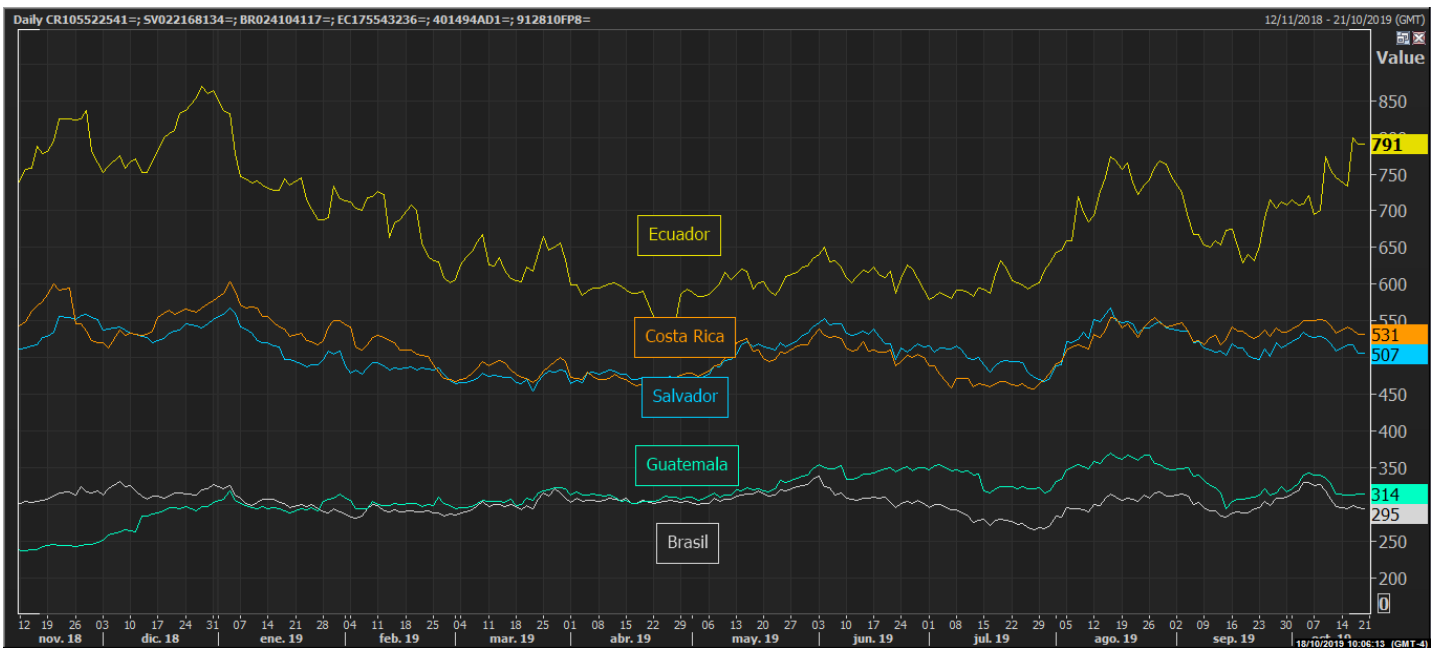
Todos los sectores de la economía reportaron contracción. Entre los sectores más afectados, año a año, resaltan construcción (74%), instituciones financieras y seguros (56%) y manufactura (56%). El sector menos afectado fue telecomunicaciones, con una caída anualizada del 12%.

Asimismo, el BCV también publicó el Índice de Precios al Consumidor (IPC), donde reportó una inflación durante el mes de septiembre del 52.2%; el acumulado del 2019 sería de 4.680% y 39.114% respecto al mismo mes del 2018. Estas cifras contrastan de forma importante con las publicadas por la Comisión de Finanzas de la AN (23.5% en septiembre o 50.000% anualizada, por ejemplo)

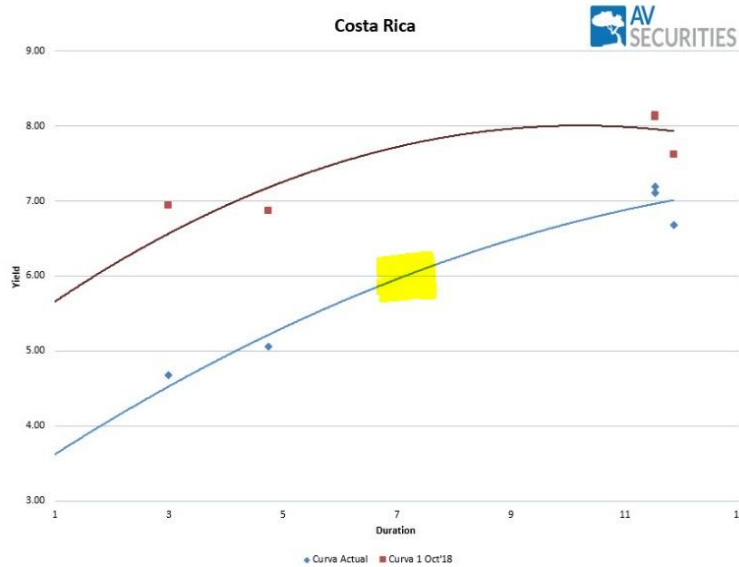
## Los Riesgos Latinoamericanos

En las últimas semanas se ha presenciado en toda la región lo volátil que se puede tornar la situación política y social de cada país frente a ajustes económicos. Los eventos en Perú, Ecuador y Chile –y previamente las elecciones argentinas- son una muestra de lo frágil que puede ser la estabilidad de la región y el riesgo latente que muchas veces no se refleja en los activos.

En el caso de Ecuador, se observa como el precio del bono al 2030, recién emitido, aún se encuentra por debajo de par y las perspectivas de desempeño seguirán siendo negativas mientras el gobierno y el parlamento no logren salir adelante con un nuevo plan de reformas luego de derogar el decreto que eliminaba, entre otras cosas, el subsidio a los combustibles y generaba un importante ahorro para el país.



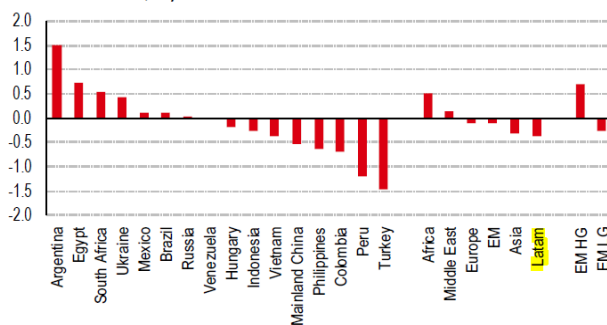
En Costa Rica, a pesar de las medidas fiscales, el déficit general continúa siendo alto y el agotamiento de la capacidad de pago de los locales presenta un riesgo adicional (<https://www.elfinancierocr.com/finanzas/endeudamiento-sofoca-la-capacidad-de-pago-de-las/GB7W7XWZFNABZKPJIQJDZYICBE/story/>). No sería de extrañar que el ambiente social y político se deteriore rápidamente en algún momento. El mercado parece estar consciente del reto económico al que se enfrenta el país y los spreads aún no han corregido desde el sell-off en mercados emergentes de finales de julio. El gobierno se prepara para la emisión de \$1.500MM en eurobonos para seguir financiando el presupuesto y dar un alivio al mercado local. Las estimaciones apuntan a que gran parte de la colocación se haga entre 10 y 30 años, donde Costa Rica aún tendría un costo de emisión menor que El Salvador.



Por otro lado, Argentina tendrá la primera votación oficial este fin de semana y las expectativas son que gane Alberto Fernández en primera vuelta. Con ello se espera que, una vez que se sepan los resultados, el ganador pueda empezar a señalar las políticas económicas que implementará en el corto plazo, así como las condiciones y negociación necesaria que deberá ocurrir con el FMI y los bonistas para destrabar la situación económica. La crisis en la que se encuentra inmersa el país se produce luego de un severo plan de ajuste fiscal que ejecutó Macri de la mano con el FMI y que perdió credibilidad luego de la derrota frente a Fernández por un margen suficiente como para descartar la posibilidad de una segunda vuelta. Argentina terminó recurriendo al programa con el Fondo luego de que intentara hacer un ajuste macroeconómico de manera gradual desde el inicio de la gestión que fracasó en el momento que el mercado empezó a dudar de las probabilidades de éxito y las condiciones financieras en mayo del año pasado se tornaron más hostiles en los mercados emergentes en general.

Las recientes noticias recuerdan a los inversionistas los riesgos latentes que sufre la región que últimamente han salido a la superficie y esto se está evidenciado en el freno de los flujos de capital hacia la región.

Chart 14. EM hard currency debt by markets (weekly performance of related benchmark, %)



Source: Refinitiv Datastream, HSBC

## PETRÓLEO

### EL MERCADO PETROLERO PIERDE FOCO Y SE MUEVE A MERCED DE NOTICIAS

Las agitaciones políticas se han, o resuelto, o están en neutro esperando eventos decisores, y el único que salió fuera de control fueron los ataques de Turquía a Siria y las protestas en Chile, las cuales no tienen efecto material sobre el mercado petrolero, por lo menos en forma directa.

En efecto, la normalidad comienza retornar a Ecuador después de los acuerdos logrados entre el gobierno y los indígenas. La situación geopolítica en Perú y Colombia también se ha estabilizado, Argentina avanzando hacia unas elecciones que parecen irreversibles y mientras tanto, en el “viejo mundo” parece haber una resolución para un Brexit acordado, sujeto a un voto crítico en el parlamento.

Las negociaciones entre China y USA, después de generar cierto optimismo, revertieron su curso al China anunciar que todavía se requería acordar detalles para la firma final de la fase 1, en medio de noticias negativas referente al crecimiento de la economía china.

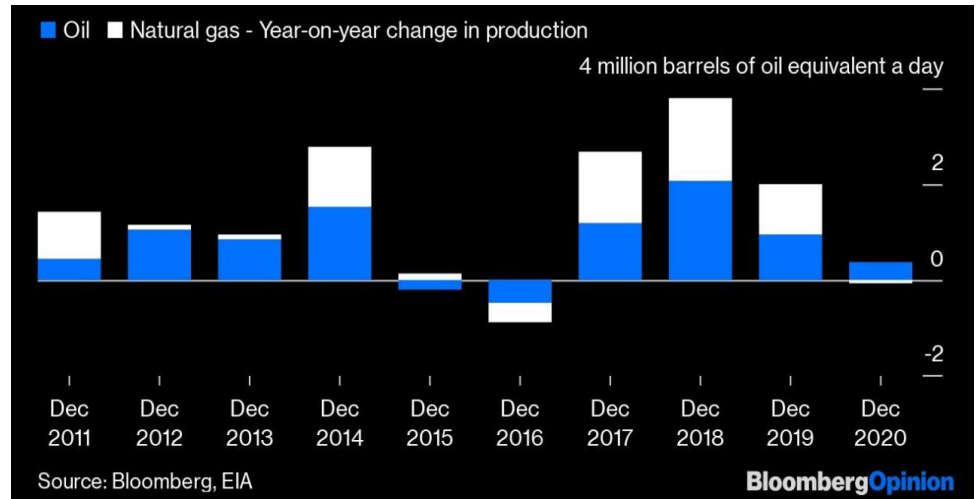
En paralelo, se perciben noticias contrapuestas relacionados con la capacidad del suministro para satisfacer la demanda actual en la forma de incrementos y reducciones de inventarios en diferentes partes del mundo, ninguno con tanta influencia y tan poco confiable, como los inventarios de USA calculados y publicados semanalmente por la EIA.

Precisamente, los precios cambiaron de tendencia, hacia la baja, después de que la EIA informara de un aumentado mucho más elevado de lo que el mercado esperaba, y con el telón de fondo del débil crecimiento del PIB de China.

Para nosotros, este indicador es totalmente insignificante, para no decir “misleading”, en la forma cruda como se publica y requiere ser analizado cuidadosamente por lo complejo de su composición.

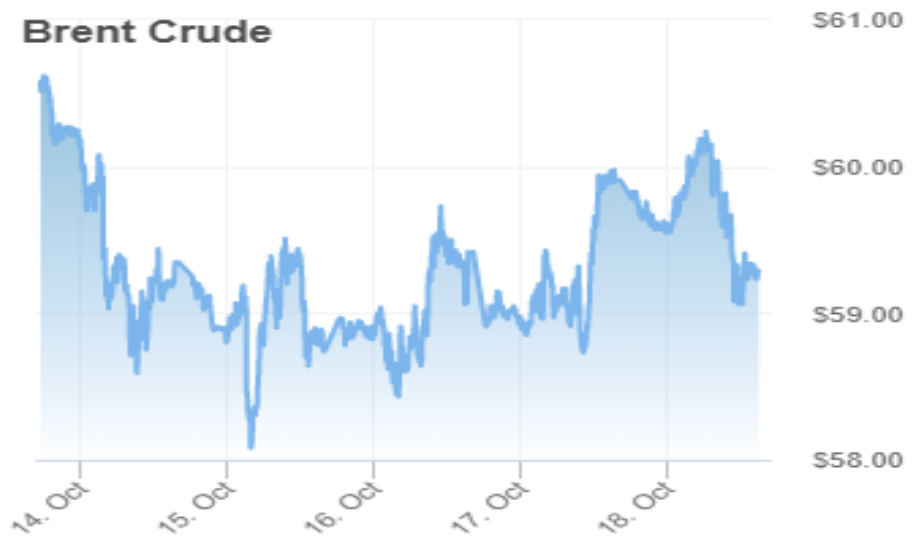
El total aumento reportado fue de 9,5 MMBBLS, resultado de una suma aritmética de producción, importación y exportación de crudo, su utilización en el sistema refinador de USA y un factor de ajuste (fudge factor). Comenzando por el elemento quizás más importante y menos confiable, la EIA ha estado sobre reportando la producción y posteriormente corrigiéndola en su reporte mensual, mucho más confiable. En los cálculos de esta semana volvieron a utilizar 12,6 MMBPD, un nivel probablemente 300 o 400 MBPD por encima de la realidad.

La EIA misma publicó un informe en la cual indica que el crecimiento de la producción de “Shale Oil” está menguando. Este elemento en si podría explicar un tercio de incremento de inventarios, el resto se debe a exportaciones reducidas por razones comerciales y una fuerte reducción del nivel de refinación en USA.



**Fig. 1.- Pronóstico de la misma EIA en contraste con el informe semanal**

También llama la atención el hecho de que los inventarios de gasolina y destilados se redujeron en más de 6 MMBBLS. En resumen, los números semanales continúan siendo un catalizador de los precios petroleros sin tener ni la confiabilidad ni la entidad para serlo.



**Fig. 2.- Comportamiento del precio del crudo Brent durante la semana**

En efecto, los futuros de petróleo crudo del WTI de USA bajaron un 0,2% hasta 53,81 \$/BBL mientras que los futuros de Brent descienden un 0,6% hasta 59,57 \$/BBL y el crecimiento económico de China del tercer trimestre se ralentizó hasta un 6% interanual, según informó el viernes la Oficina Nacional de Estadísticas.

En línea con el resto de las noticias del mercado, el recuento de taladros activos realizado por BakerHughes indico que en el área de petróleo la actividad se mantuvo esencialmente constante y en el sector de gas mostro una pequeña reducción de 5 unidades.

Finalmente, el IPO de ARAMCO, que se iba a presentar la semana que viene, seguido de una presentación formal en un importante foro de inversiones de alta visibilidad en Riad la semana siguiente, para proceder con el IPO a finales de noviembre, fue pospuesta y parecería que la misma no se presentare hasta principios del año que viene.

## VENEZUELA

### INDIA LANZA UN SALVAVIDAS... CITGO EN LA MIRA

La principal refinería privada de petróleo de India, Reliance Industries, reanudó sus importaciones de crudo venezolano y las pagará con exportaciones de diésel, en una especie acuerdo de trueque que, supuestamente, respeta las sanciones de USA, el representante de la empresa, Tushar Pania, anunció que "Esto cumple con las sanciones de Estados Unidos y Reliance confía en seguir cumpliéndolas". Inclusive, según informaciones no confirmadas, Reliance envió un VLCC para recibir el primer cargamento de crudo Merey bajo esta modalidad.

Estos volúmenes junto a los que venía recibiendo la refinería de Nayara, bajo control de Rosneft, hacen de India el destino más importante de crudo venezolano después de China. Esto representa realmente un salvavidas para PDVSA cuando estaba en una situación de cierre de producción por falta de poder colocar el crudo producido y por no tener acceso a tanqueros,

De esta manera, las exportaciones, durante la primera mitad de octubre, parecen haber aumentado a niveles por encima de 800 MBPD; China recibiendo 250, India 230, Cuba 110, España 40, Nynas 46 e inclusive un tanquero con 500 MBBLS de crudo, después de transbordos y múltiples cambios de destino fue descargado en Israel. La novedad del mes lo constituye un cargamento programado para el 21 de octubre para Chevron, USA. El resto fue tomado por Rosneft para se reventa generalmente en el sureste asiático.

Se conoció en medios petroleros que Chevron estaba programado para recibir un cargamento de gran tamaño (2 MMBLS) de PDVSA, según documentación visto por Reuters. Chevron no confirmó la transacción, pero indicó que "Las actividades internacionales de comercialización de crudo que en última instancia pagan los gastos relacionados con el mantenimiento de las operaciones están permitidas bajo la Licencia General OFC 8C", refiriéndose a su actual exención de sanciones. Concluimos de este comentario que el cargamento se enviara por pagos hechos por Chevron a nombre de PDVSA, lo que podría interpretarse como un subterfugio para burlar las sanciones. Llama la atención que la programación indica que el cargamento zarpara de José solo días antes de que la licencia expire.

La presencia continuada de Chevron en Venezuela tiene varias interpretaciones, por ejemplo, David Voght, director gerente de IPD Latín América y generalmente conocedor de la situación petrolera venezolana, dijo "Si revoca esa licencia, no tendrá un impacto importante en la producción de crudo, no creo que resulte en una mayor presión sobre el régimen de Maduro". Nosotros no estamos de

acuerdo con esta apreciación, por el contrario, estamos convencidos de que Chevron tiene mucha más inherencia en las operaciones de lo que se supone que tenga en función de las leyes y el funcionamiento de las E.M., particularmente en el Campo Boscan la productividad del mismo es un “Know how” de Chevron que no puede ser expeditamente reemplazada, más aún su capacidad estructurar el financiamiento de las operaciones tampoco puede ser reemplazado con facilidad. Nosotros pensamos que si Chevron se ve forzada a salir de Venezuela la producción de noviembre y diciembre sufrirán una contracción adicional de 50 a 80 MBPD.

Con estas medidas de evacuación de crudo y por lo tanto de disponibilidad de almacenamiento en los terminales, la producción pudo ser abierta parcialmente, sobre todo en lo que se refiere a la faja, lo que permitió comenzó nuevamente a mezclar crudo Merey 16 para exportación. Estimamos que para la primera mitad de octubre la producción promedio podría estar en 650 MBPD; 170 proveniente del Occidente, 220 del Norte Oriental y Sur y 260 de la faja del Orinoco.

La producción del Campo Boscan se mantiene a niveles muy bajos por la combinación de falta de mercado y la expectativa que se dilucidará la semana viene, relacionada con la extensión de la licencia para operar en Venezuela de Chevron y empresas contratistas de USA. La percepción del mercado es que las licencias se renovarán una vez más por el eficiente y poderoso “lobby” de Chevron, aunque pudiera haber sorpresas como lo hubo en el caso de Nynas.

En efecto, la licencia de Nynas fue renovada, pero restringiendo la compra de crudo venezolano que era la parte fundamental del permiso, ya que el crudo adquirido a Venezuela es de una calidad de especialidades que es la base del negocio de Nynas. Se trata de un crudo naftenico que se produce en los yacimientos del Lago de Maracaibo y en la COL.

Sin embargo, en este momento, el punto más álgido en el quehacer petrolero venezolano es la situación de Citgo. La empresa se encuentra en el ojo del huracán financiero/legal, debido al uso que se le dio a la empresa durante mas de 18 años del régimen.



Fig. 3.- Citgo en fuego cruzado legal

Por la intervención político/financiera de PDVSA por parte del régimen, Citgo como filial de PDVSA y el activo de mayor valor fuera de las fronteras nacionales se ve involucrada en los reclamos contra la republica una vez un tribunal de Delaware declara que la Republica y PDVSA es uno y lo mismo (alter ego). Por otro lado, para evitar una situación de impago de bonos que estaban a punto de vencerse, PDVSA emite unos bonos (2020) para cuya emisión utilizo a Citgo como colateral y posteriormente el remanente de las acciones de Citgo fueron dadas en prenda para un préstamo de Rosneft.

Los bonos 2020, la administración Guaido y la AN los considera ilegales por no haber cumplido con el paso legal de aprobación por la AN, pero la forma de estructurarse y el texto legal hacen que el mismo proceso de denunciar su ilegalidad constituya causal de "default".

Obviamente, el régimen de Maduro no tiene ningún interés de efectuar el pago que vence el 27 de octubre y el gobierno interino no tiene los fondos para hacerle frente a los 930 MM\$ adeudados.

De manera que la integridad de Citgo depende de:

1. un posible acuerdo entre PDVSA Ad Hoc y los bonistas a los cuales se les planteo un tiempo de gracia de 90 días,
2. la defensa que el gobierno de Trump pueda brindar por vía de Orden Ejecutiva y
3. el poco probable evento de que la ilegalidad pueda ser demostrado en tribunales de USA.

El Gobierno de Trump está claro de que el mantener Citgo en manos del gobierno legítimamente reconocido es importante tanto para el futuro de Venezuela como para USA, sin embargo, el Departamento del Tesoro no quiere tomar una decisión comercialmente discriminatoria contra los bonistas y establecer un precedente. El resultado de esta disonancia cognitiva solo se sabrá en las próximas semanas.

**Cesta Venezolana Puntual:** 52.12 \$/BBL (17 de octubre)

**Taladros Activos:** BakerHughes: 25, Fuentes Secundarias: 4

**Producción Estimada:** 650 MBPD (estimados internos)