

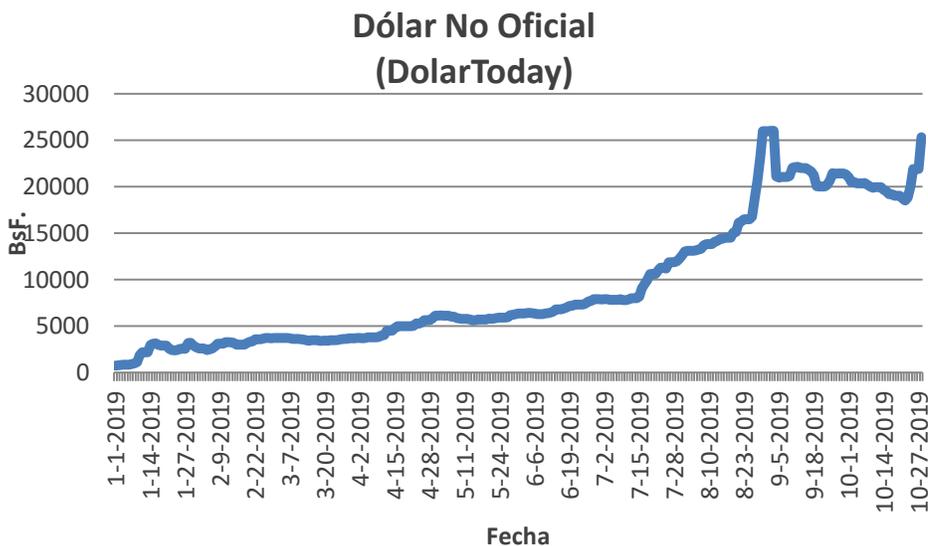
AVANZANDO CON LA DOLARIZACIÓN

La variación del dólar ahora será tomada en cuenta para los créditos comerciales y la banca toma un respiro. Argentina elije nuevo presidente pero los resultados, de nuevo, fueron sorpresivos.

VENEZUELA

El gobierno de Maduro parece estar tomando un cambio de dirección importante en materia económica este año y esto se está evidenciando en las restricciones al crédito, el control del gasto fiscal y la reciente publicación de datos oficiales de hace un par de semanas.

La semana pasada, el gobierno publicó en gaceta una autorización a la banca nacional para otorgar préstamos comerciales en moneda local pero cuyo valor nominal estará atado a la variación de un nuevo indicador del tipo de cambio. De esta forma, los compromisos adquiridos por los deudores variarán según se mueva la Unidad de Valor de Crédito Comercial, el cual se ajustará según la tasa de referencia del dólar publicada en el Banco Central de Venezuela. Los analistas locales consultados no tienen grandes expectativas sobre esta medida debido a la aversión que puedan tener los solicitantes de crédito ante lo impredecible y volátil del tipo de cambio, que se demostró nuevamente esta semana cuando aceleró el ritmo de gasto y hay repercusión directa en el mercado de cambio no oficial. De la misma forma se espera que aumente aún más el gasto con el nuevo aumento del salario mínimo decretado hace un par de semanas. Sobre lo que sí hay consenso es sobre cómo esto es una especie de salvavidas a la banca nacional que lleva años descapitalizándose debido a la hiperinflación y ahora tendrá la posibilidad de al menos indexar los créditos.



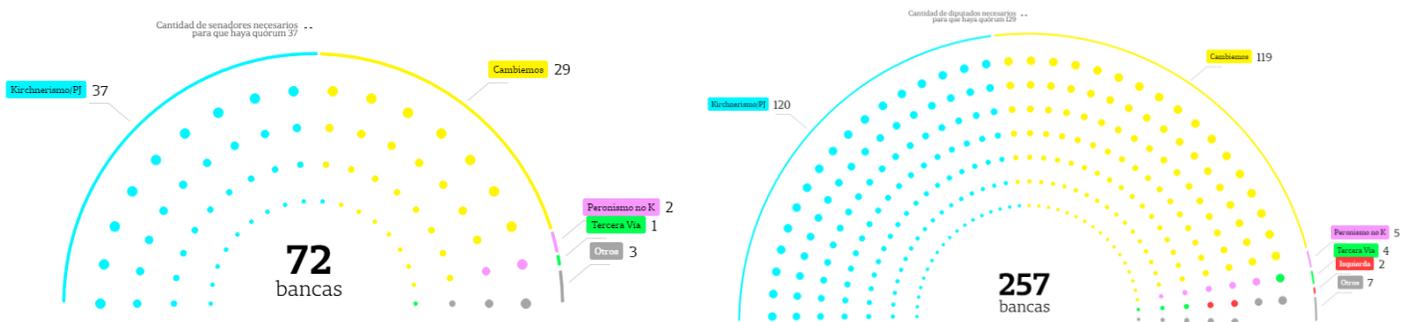
Asimismo, el gobierno, a través del Tribunal Supremo de Justicia, anunció que queda autorizada la fijación de cánones de alquileres comerciales y de oficinas en dólares, pero cancelando únicamente en bolívares a la tasa de cambio oficial de referencia.

En otras noticias, el Departamento del Tesoro de EEUU emitió una nueva Orden Ejecutiva en la que prohíben cualquier transacción relacionada con las acciones de CITGO por un período de tres meses, en clara respuesta a la solicitud que se encontraba haciendo parte de la oposición venezolana para proteger a la petrolera, toda vez que este mes está venciendo el plazo para cancelar poco más de \$930MM en capital e intereses del bono PDVSA 2020 cuyo colateral son la mitad de las acciones de CITGO Holdings. Esta medida da un respiro temporal al patrimonio de PDVSA, pero Venezuela debe buscar una solución permanente en los próximos 90 días, ya que también tiene otras empresas como Crystallex con sentencias a su favor para hacerse con las acciones de CITGO (más detalles en la sección de petróleo).

TRIUNFO DE FERNÁNDEZ EN ARGENTINA Y UN PARLAMENTO MÁS EQUILIBRADO

Alberto Fernández se adjudicó la victoria presidencial en primera vuelta con 48% de los votos totales, por delante de Mauricio Macri quien, visto los resultados de las PASO, tuvo un buen desempeño alcanzando poco más de 40% y la victoria en 5 provincias. El resultado está en línea con lo que se estaba esperando aunque quizá con mucha menor ventaja de la que se esperaba luego de que en las primarias de agosto la diferencia fuese de 19 puntos.

Estos resultados demostraron que Cambiemos aún cuenta con un alto apoyo popular y por ende tendrán una plataforma fuerte desde la cual hacer oposición en el futuro. Esto es relevante debido a la nueva composición que tendrá el Congreso y el Senado, donde los curules han quedado distribuidos de forma equilibrada entre el peronismo y el no-peronismo. De hecho, dada la dinámica electoral para las elecciones del Legislativo, el oficialismo –ahora oposición- logró crecer en cantidad de puestos, siendo el segundo bloque más grande por detrás del Kirchnerismo/PJ, quienes también sumaron.

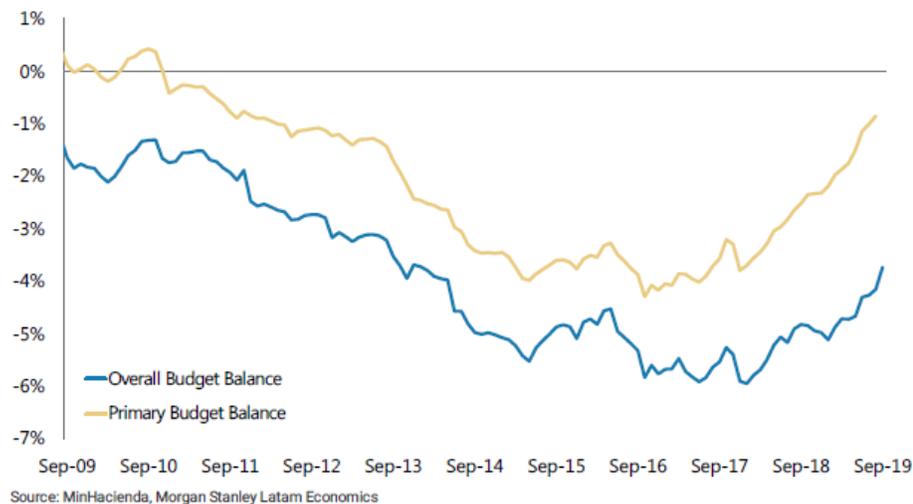


Con un Poder Legislativo más balanceado, Fernández deberá negociar con otras fracciones para lograr mayoría. En el Senado, el Frente de Todos (Fernández) tendrá cerca de 37 puestos, y logrará mayoría simple siempre que se alíe con partidos cercanos; el mismo caso se repite en el Congreso, donde ahora tienen cerca de 120 puestos de 129 necesarios para la mayoría simple.

Con el trofeo de la elección en la espalda, ahora Fernández no tiene excusas para retrasar los anuncios de gabinete, plan económico y directrices para la negociación con el FMI y los acreedores externos.

La política fiscal para el año que viene será clave luego del fuerte ajuste que dejará la administración saliente, que entregará el poder el 10 de diciembre. Por ahora, el Banco Central ha impuesto severas limitaciones a la compra de dólares en un intento por proteger las reservas internacionales, y esta será la variable a monitorear durante este período de transición, en el cual, según el propio Macri, se seguirán cumpliendo con las obligaciones internacionales.

Exhibit 1: Argentina: Fiscal Balance (12-month rolling, as % of GDP)



Sobre las reformas que aún hacen falta, parece poco probable que el gobierno actual de Macri vaya a querer correr solo con ese costo político, por lo que los analistas ya especulan con que no se avance con varias de las medidas que esperaban de Cambiemos. Aún así, al actual gobierno le interesa que la economía mejore lo más posible hasta último momento ahora que serán oposición, por lo que se espera que el foco esté puesto en tratar de estabilizar durante este período de transición. Lo mismo le interesa a Alberto Fernández, quien le tocará trabajar estos 44 días en conjunto con Macri para destrabar la crisis económica. Ya ha anunciado un equipo económico de transición que incluye a personajes conocidos como Guillermo Nielsen y Matías Kulfas.

En otros frentes, la gobernación de la Provincia de Buenos Aires se la llevó Axel Kicillof quien obtuvo una contundente victoria frente a Ma. Eugenia Vidal, mientras que en la Ciudad de Buenos Aires, Horacio Rodríguez será el nuevo alcalde en una elección que no requerirá segunda vuelta por primera vez en 20 años.

Kicillof también enfrentará un importante reto referente a su deuda cuando asuma la gobernación y deba amortizar el segundo tramo \$250MM del bono 10-7/8% del 2021 el 26 de enero.



PETRÓLEO

PETROLEO SUBE POR FUNDAMENTOS, INVENTARIOS E INTERRUPCIONES EN OLEODUCTOS QUE MITIGAN TEMORES ECONOMICOS

Si bien una sorpresiva reducción de inventarios de crudo en USA, rumores positivos provenientes de la OPEP, salida de servicio de un oleoducto principal del Mar del Norte y la incertidumbre geopolítica, han elevado los precios del petróleo esta semana, el sentimiento alcista se ha visto en gran medida sofocado por los crecientes temores de una recesión económica mundial.

En realidad, las incertidumbres geopolíticas actúan en ambos sentidos en función de la localización específica y sus relaciones con actividades de operaciones petroleras.

Tensiones geopolíticas se han multiplicado alrededor del globo, agitaciones socio-políticas han continuado en Chile, Bolivia, Venezuela, España, Hong Kong e Iraq, otros países vivían otras formas de tensión relacionado con eventos inminentes como Argentina, Reino Unido y, finalmente, otro grupo de países se enfrentan a problemas de crecimiento económico como Alemania y China, entre otros.

Todos estos puntos álgidos contribuyen a incrementar el nerviosismo del mercado con relación a una posible recesión mundial que podría estremecer también al mercado petrolero.

En reacción a este cuadro de sentimiento pesimista, las voces que se escuchan dentro de los confines de la OPEP+, el grupo de 24 países que producen más de la mitad del crudo consumido por el mundo, son que están dispuestos a hacer lo que se requiera para mantener el mercado balanceado, tal como expresó el ministro de energía saudita, el príncipe Abdulaziz bin Salman "los miembros

están dispuestos a poner todas las opciones sobre la mesa". Algunos analistas estiman que probablemente se apruebe un recorte incremental de 500 MBPD.

Nosotros pensamos que una reducción solo puede ser el resultado de imitaciones intrínsecas de los países en su conjunto y que se presentarán como un logro de unidad para ajustar por los estragos de una demanda en colapso.

Hasta ahora, faltando prácticamente dos meses para cerrar el año, no hemos observado evidencias de la reducción del consumo, y paradójicamente los inventarios en USA y en China parecen indicar lo contrario. Adicionalmente, disrupciones no previsibles, pero siempre presentes, reducen los suministros aún más de lo esperado. Así, problemas con oleoductos en el Mar del Norte y Colombia y cierres no programados en Ecuador y Nigeria, así como las sanciones contra Irán y Venezuela, actúan para mantener el mercado más que balanceado y así lo indican los precios de esta semana.



Fig. 1.- Comportamiento del precio del crudo Brent durante el mes y la última semana

Particularmente, en lo que se refiere a los inventarios de crudo en USA que publica la EIA, esta semana mostró una reducción de 1,7 MMBBLS a pesar de estar empeñados en mostrar niveles de producción artificialmente abultados como lo demuestran ellos mismos en sus informes mensuales.

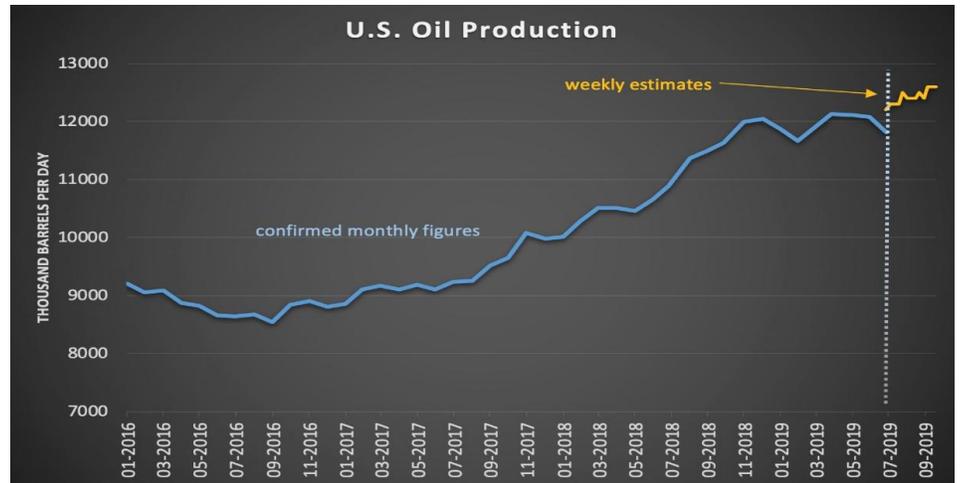


Fig. 2.- Comparacion de informes mensuales y semanales de EIA

También es relevante mencionar en este contexto la reducción más fuerte en muchas semanas en la actividad de taladros en USA. Más de 20 unidades salieron de servicio mientras los precios se recuperaban, por lo tanto, y tomando en cuenta que la mayoría de los taladros excluidos corresponden a las Cuencas de “Shale Oil y Gas”, se interpreta de que los resultados técnicos, y por lo tanto económicos, requieren al menos repensar la estrategia de crecimiento.

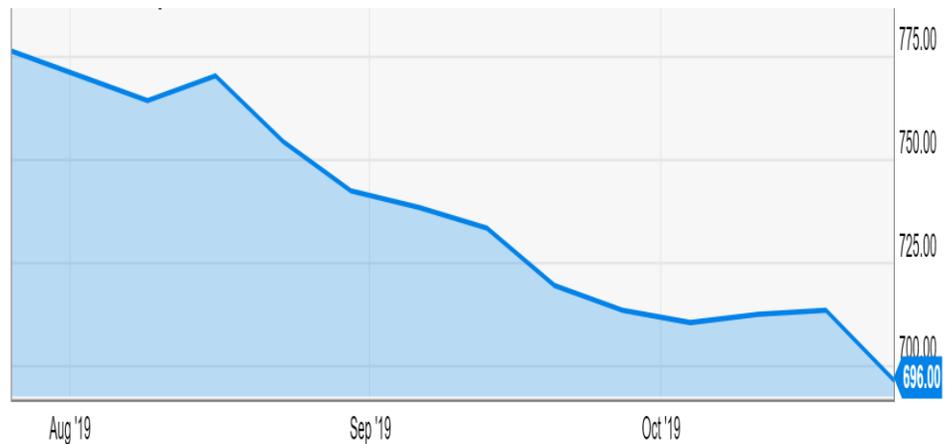


Fig. 3.- Actividad de taladros de perforación en USA a partir de julio 2019

En resumen, la demanda puede ser afectada adversamente en los próximos meses al ritmo de los resultados de las negociaciones comerciales entre China y USA, sin embargo, no vemos que esto pudiera sobrepasar las limitaciones en el suministro y por lo tanto mantenemos nuestra proyección de recuperación de los precios del crudo a niveles de cerca de 70 y por encima de 60 \$/ BBL para los crudos Brent y WTI respectivamente.

VENEZUELA

OXIGENO TEMPORAL A CITGO Y REMATE DE INVENTARIO FLOTANTE

El Departamento del Tesoro de Estados Unidos renovó la licencia que permite a Chevron continuar operando en Venezuela hasta el 22 de enero de 2020.

Algunos funcionarios del gobierno del presidente Donald Trump estaban en contra de la renovación, alegando que Chevron era una ficha importante para mantener la producción de crudo que sostiene al régimen en el poder al hacer, inclusive, pagos y actividades a nombre de las EM. Mientras, otros en la administración Trump ven la permanencia de una empresa estadounidense en Venezuela como un activo ante una eventual salida del poder de Maduro. La licencia general también permite las operaciones de Halliburton, Schlumberger, Baker Hughes y Weatherford International por el mismo plazo. El poderoso lobby de Chevron aparentemente inclino la balanza en su favor.

Por el contrario, el refinador europeo Nynas AB se ve obligado a suspender sus compras de crudo de especialidades provenientes de la Cuenca de Maracaibo, al recibir del Departamento de Tesoro la renovación de su licencia para continuar operando bajo las sanciones de USA, pero con un cambio fundamental mediante la cual no le permiten la compra de crudos venezolanos. Nynas tendrá que recurrir a fuentes alternativas de petróleo para su negocio primordial, que es la refinación de crudo naftenico para producir lubricantes naftenicos y asfalto, estos crudos no son de fácil consecución.

Los crudos naftenicos del BCF junto con el crudo Boscan venían siendo los únicos crudos de exportación del occidente del país.

El Departamento del Tesoro de Estados Unidos modificó este jueves la licencia que había otorgado a tenedores de un bono de la estatal Petróleos de Venezuela (PDVSA) que congela hasta el 22 de enero del 2020 cualquier acción que intenten contra CITGO.

La medida protege temporalmente de los bonistas a CITGO, el activo más grande y valioso de Venezuela fuera del territorio nacional, bajo control del Gobierno Interino de Guaido.

En los últimos meses, un equipo de PDVSA ad hoc mantenía conversaciones con los tenedores del PDVSA 2020 buscando un acuerdo, toda vez que 50,1 % de CITGO servía de colateral del Bono y podían embargarse tan pronto como el 28 de octubre, cuando se vencía un pago de 931 MM\$ en capital e intereses.

Previo a la licencia del Tesoro, el equipo de la oposición propuso un periodo de gracia de 90 días a los representantes de los bonistas, quienes trataron de acorrallar a PDVSA ad hoc no respondiendo y dejando que el reloj continuara su paso imparabile. El Departamento de Tesoro instó a la negociación entre las partes, inclusive promoviendo reuniones tripartitas. Al ver las limitaciones financieras, la intransigencia de los bonistas y las insistentes solicitudes del grupo de PDVSA ad hoc al gobierno estadounidense de alguna medida de

protección para CITGO, que siendo una pieza clave para la recuperación de Venezuela una vez que se produzcan los cambios que tanto el Gobierno Interino como USA favorecían, decidió revisar la Licencia para obligar a las partes a llegar a acuerdos.

Mientras tanto a medida que los ingresos de dinero fresco por venta de hidrocarburos menguan, por menores volúmenes exportados luego de cumplir con los compromisos de pago por deuda, el régimen ha estado gestionando formas de conseguir recursos financieros por vías no ordinarias. En efecto, hemos observado una reducción importante del inventario flotante en aguas venezolanas.

Específicamente, Bloomberg reporta que alrededor de 1 MMBBLS de crudo que pertenecían a Valero y que no dejaron zarpar hasta recibir pago por el cargamento desde finales de enero, fue vendido con una especie de triangulación que permitió a Valero soltar el tanquero y deshacerse de los cargos que venía acumulando por el impase; así PDVSA logrará colocar un volumen de crudo adicional al producido. La mitad del volumen fue vendido a Repsol y la otra mitad fue cargado a un VLCC, el cual, una vez lleno, partirá al lejano oriente. Este fue el mismo esquema que se utilizó con el crudo que eventualmente terminó en Israel y que reportamos anteriormente.

Según los tanqueros que se observan en los mapas de seguimiento de barcos concluimos que alrededor de 6 MMBBLS han sido vendidos, o por lo menos colocados en otras latitudes, del inventario flotante que había sobrepasado los 11 MMBBLS en el 2º trimestre del año. La venta de estos volúmenes representa casi 300 MM\$ de ingresos para el régimen.

Una situación colateral de estos procedimientos utilizados para despistar y evadir seguimientos de los cargamentos venezolanos parece haber originado un problema ambiental y geopolítico entre Brasil y Venezuela. Como reportamos la semana pasada, las playas del norte de Brasil se vieron contaminadas por una cantidad importante de crudo pesado que las mareas y el oleaje ha llevado a las cotas brasileñas.

La recolección de este crudo antes de que contamine las playas es difícil porque parece flotar por debajo de la superficie de las aguas, obstaculizando su detección y recolección. En todo caso unos 500 barriles han sido recolectados de las playas



Fig. 4.- Petróleo contaminando las playas del norte de Brasil

El gobierno brasileño, Petrobras y universidades del área, han realizado estudios ambientales y de caracterización del crudo y según fuentes brasileñas todo apunta a que el crudo es pesado de origen venezolano y la explicación más factible recae sobre un procedimiento de trasbordo de petróleo de barco a barco (STS), la cual de por sí es una operación de alto riesgo sobre todo cuando se realiza en alta mar y que se ha venido utilizando cada vez más frecuentemente en el comercio de crudo venezolano e iraní.

Según los expertos en este tipo de operaciones que trabajan en el departamento técnico de aseguradores de actividad marítima, opinan que un derrame de 500 a 1000 Barriles puede suceder por la fuga en una de las mangueras de carga, si la falla toma de 20 a 25 minutos en ser reparada.

La exportación de crudo un octubre ha estado incrementando, los informes de las diferentes fuentes indican que durante los primeros 21 días se exportaron unos 800 MBPD, con los siguientes destinos:

- China 250
- India 200
- Cuba 120
- España 40
- Italia 40
- Desconocido* 150

Presumimos que los 150 MBPD de destino desconocido están íntimamente relacionados con la liquidación de barriles de inventario flotante antes descrita.

Mientras tanto en la producción se han visto incrementos al abrirse capacidad de almacenaje y poder paulatinamente poner en producción de cadena de Merey 16 así como también la producción de Boscan. Par ambas actividades, vino como anillo al dedo la extensión de la Licencia de Chevron.

La producción instantánea para el 24 de octubre fue de 674 MBPD, distribuido como sigue:

- Occidente 160
- Oriente 220
- Sur 7
- Faja 287

El nivel de Occidente refleja las continuas fallas en el suministro eléctrico.

Cesta Venezolana Puntual: 54.18 \$/BBL (25 de octubre)

Taladros Activos: BakerHughes: 25, Fuentes Secundarias: 4

Producción Estimada: 674 MBPD (estimados internos)