

Históricamente, los bonos del Tesoro americano han sido un activo refugio para los inversionistas durante momentos de debilidad económica o volatilidad del mercado. Un claro ejemplo es como el mercado se ha beneficiado del estallido del conflicto entre Israel y Hamás, que desencadenó brevemente una huida hacia los bonos del Tesoro americano y a commodities como el oro y el petróleo. Sin embargo, según afirman varios analistas, los inversores siguen preocupados en los factores internos que continúan elevando los costos de endeudamiento del gobierno estadounidense, viéndose reflejado en los rendimientos de los bonos del Tesoro, los cuales han mantenido una tendencia alcista desde que la Reserva Federal indicó, en su última reunión de septiembre, que esperaban un camino más lento hacia los recortes de las tasas de interés en 2024.

Desde entonces, según distintos analistas, los datos económicos estadounidenses han endurecido las expectativas de que es probable que mantengan las tasas elevadas por más tiempo, mientras que los inversionistas siguen preocupados por los vastos planes de endeudamiento del gobierno estadounidense. Por otro lado, los datos de ventas minoristas, mercado laboral e inflación de EE. UU., los cuales reportaron mejores de lo esperado en las últimas semanas, han ayudado a impulsar los rendimientos al alza, a pesar del aumento histórico de las tasas de interés durante los últimos 18 meses. Para esta semana los analistas esperan la publicación del PIB de Estados Unidos, prevista para el jueves, la cual será seguida de cerca en medio de expectativas de que la economía se expandió un 4,2% en el tercer trimestre del año.

La última volatilidad en los rendimientos de los bonos del Tesoro se produjo después de que el presidente de la FED, Jerome Powell, manifestó el pasado jueves que el aumento de los rendimientos de los bonos podría ayudar a la Reserva Federal a desacelerar la economía. Adicionalmente, las crecientes preocupaciones sobre el déficit presupuestario anual del gobierno estadounidense de casi 2 billones de dólares, intensificada por la decisión de Fitch Ratings en agosto

Equities	Level	1 week	Index Returns (%)			
			QTD	YTD	1 year	3-yr. Cum.
S&P 500	4224	-2.38	-1.42	11.47	17.18	28.59
Dow Jones 30	33127	-1.57	-1.04	1.67	11.61	24.38
Russell 2000	4177	-2.25	-5.80	-3.40	0.18	8.01
Russell 1000 Growth	1760	-2.86	-0.57	24.27	25.41	22.16
Russell 1000 Value	897	-1.84	-2.89	-1.15	7.67	28.83
MSCI EAFE	1960	-2.59	-3.46	3.87	19.27	13.79
MSCI EM	926	-2.69	-2.81	-0.71	10.35	-11.00
NASDAQ	12984	-3.16	-1.76	24.87	23.40	15.38

Fixed Income	Yield	1 week	QTD	YTD	1 year	3-yr. Cum.
U.S. Aggregate	5.67	-1.73	-1.95	-3.13	1.25	-16.26
U.S. Corporates	6.37	-2.06	-2.27	-2.25	3.93	-16.20
Municipals (10yr)	4.14	-1.12	-0.67	-2.23	1.48	-5.78
High Yield	9.60	-1.17	-1.85	3.91	7.57	1.86

Key Rates	Levels (%)					
	10/20/23	10/13/23	9/29/23	12/30/22	10/20/22	10/20/20
2-yr U.S. Treasuries	5.07	5.04	5.03	4.41	4.62	0.14
10-yr U.S. Treasuries	4.93	4.63	4.59	3.88	4.24	0.81
30-yr U.S. Treasuries	5.09	4.78	4.73	3.97	4.24	1.60
10-yr German Bund	2.89	2.74	2.82	2.53	2.38	-0.61
3-mo. LIBOR	5.67	5.66	5.66	4.77	4.32	0.22
3-mo. EURIBOR	3.97	3.99	3.95	2.13	1.50	-0.51
6-mo. CD rate	2.19	2.20	2.21	1.80	1.22	0.28
30-yr fixed mortgage	7.70	7.70	7.53	6.58	6.94	3.02
Prime Rate	8.50	8.50	8.50	7.50	6.25	3.25

de reducir su calificación crediticia, también han aumentado la presión al alza sobre los rendimientos.

Los rendimientos de los bonos en toda Europa siguieron a los del Tesoro americano. El rendimiento del Bund alemán a 10 años, el cual es considerado un punto de referencia para la eurozona, subió 8 puntos básicos antes de caer para cerrar flat el día en 2,88%. El rendimiento del bono británico a 10 años aumentó en una cantidad similar y luego ajustó cayendo 3 puntos básicos para cerrar el día en 4,63%.

El rendimiento del Tesoro americano a 10 años cruzó justo por encima del 5% por primera vez en 16 años, pero luego retrocedió cayendo 17 puntos básicos hasta 4,85%. Similar al rendimiento del tesoro a 30 años, el cual llegó a un máximo de 5,17% para luego caer en la misma magnitud hasta 5%. Por otro lado, el rendimiento del tesoro a 2 años alcanzó un máximo de 5,25% pero luego retrocedió cayendo 21 puntos básicos hasta 5%.

En Wall Street, los principales índices bursátiles tuvieron un resultado mixto iniciando la semana. El Dow Jones cayó un 0,58%, el S&P 500 perdió un 0,17% y el Nasdaq Composite fue el único positivo sumando un 0,27%.

LAS GUERRAS REEMPLAZAN LOS FUNDAMENTOS DEL MERCADO, POR AHORA



Los elementos relacionados con las políticas de los bancos centrales, la incertidumbre entre una futura recesión o un "soft landing", el movimiento de inventarios comerciales de crudo, las dudas sobre la economía china y el cumplimiento de las metas de producción de los países de la OPEP+, que tradicionalmente analizamos semanalmente como eje central de la variación de los precios petroleros, han quedado como un ruido de fondo o un agente de volatilidad, ya que la guerra entre Israel y Hamás y su intensificación han enfocado el interés del mercado, asignándole una "prima de guerra" a los precios.

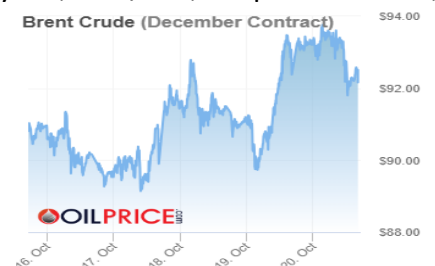
Las amenazas de Irán de cortar suministros a los países que favorezcan la posición israelí, el fuego cruzado en las alturas de Golán entre Israel y Hezbollah, la presencia del presidente Biden en Israel acompañado de un fuerte contingente de la armada de EE. UU., la visita sorpresa del secretario general de la ONU António Guterres a la frontera de Egipto con Gaza, y la intercepción por parte de un acorazado de EE. UU. en el mar Rojo, de misiles y drones lanzados desde Yemen por rebeldes hutíes, probablemente con dirección a Israel, avivan los temores de que el conflicto tome proporciones de una guerra regional que pudiera interrumpir la producción de crudo o el transporte fuera de Medio Oriente, a pesar de que no hay señales inmediatas de que esto suceda.

Particularmente, EE. UU. está jugando en todos los tableros de la simultánea geopolítica. Por un lado despliega una activa diplomacia itinerante entre Israel, Jordania, Egipto y Arabia Saudita, incluyendo la presencia de Biden, para subrayar el apoyo a Israel y la condena a Hamás. Mientras que por el lado militar, sirviendo de complemento al "domo de acero" israelí, apoyaron interceptando los misiles lanzados desde Yemen y sirviendo de fuerza disuasoria para mantener a Irán y su "alter ego" Hezbollah a raya.



Por si fuera poco, EE. UU. también anunció que iniciaría la reposición de volúmenes en su SPR por razones de seguridad energética, y en paralelo levantó, temporalmente, las sanciones petroleras a Venezuela, una decisión cuyas implicaciones analizaremos en la sección dedicada a Venezuela.

En suma, con los vientos de la guerra como elemento nuevo aunados a los tradicionales catalizadores de mercado que afectan los precios, sin ningún cambio real en los suministros y entregas de crudo y productos, los precios se han mantenido a niveles altos. Al cierre de los mercados, el viernes 20 de octubre, los crudos marcadores Brent y WTI se cotizaban a 92,16 y 88,75 \$/BBL, respectivamente, después de haber sobrepasado los 93 y 90 \$/BBL el día anterior. Si se quiere, aún precios modestos dada la situación.



Los precios continuarán elevados mientras persista el riesgo de una expansión regional del conflicto entre Israel y Hamás.

Venezuela

Eventos Políticos



El pasado sábado 21 de octubre se celebraron las elecciones primarias de la oposición venezolana para elegir al candidato que se enfrentará al presidente Nicolás Maduro en las elecciones presidenciales de 2024. El proceso se llevó a cabo de forma autogestionada por la propia oposición de forma simultánea en Venezuela y otros 28 países, en la que participaron más de un millón y medio de personas.

Según el segundo boletín de la Comisión Nacional de Primarias de Venezuela, con un 64,88% de actas escrutadas (3.331 actas) y 1.591.504 votos, los resultados de las elecciones primarias opositoras fueron:

CANDIDATO O CANDIDATA	VOTOS	PORCENTAJE
MARÍA CORINA MACHADO	1.473.105	92,56%
CARLOS PROSPERI	70.819	4,45%
DELSA SOLÓRZANO	10.540	0,66%
ANDRÉS CALECA	8.559	0,54%
CÉSAR PÉREZ VIVAS	5.383	0,34%
ANDRÉS VELÁSQUEZ	2.878	0,18%
LUIS FARIAS	1.759	0,11%
GLORIA PINHO	1.454	0,09%
TAMARA ADRIÁN	1.171	0,07%
CÉSAR ALMEIDA	879	0,06%
VOTOS NULOS	14.957	0,94%

Según distintos analistas especializados en el ámbito nacional, Machado ha sido una de las voces más críticas contra el gobierno del presidente Nicolás Maduro. Su victoria representa un desafío para la oposición, que deberá negociar con el actual gobierno la autorización de todos los candidatos y partidos políticos, según lo acordado en el diálogo de Barbados.

El ojo del huracán en ese entorno lo constituye la formalización de las negociaciones entre el régimen y la plataforma unitaria sobre el camino a elecciones libres y verificables, regularización de los candidatos y partidos políticos, y realización de las primarias sin supuestos contratiempos por parte del régimen.



Los acuerdos se negociaron en un proceso a tres bandas, reuniones en Catar entre las administraciones de Biden y Maduro, presentados posteriormente a la plataforma unitaria democrática (PUD); la firma se realizó en Barbados el 17 de octubre. Se trata de un documento genérico, con muchas lagunas que requieren acuerdos adicionales. Los acuerdos en su mayor parte representan solo una promesa de que el régimen acuerda cumplir lo establecido en la Constitución. Una lectura, por descarte, podría ser un reconocimiento de que hasta la fecha eso no ha sido el caso.

Tal como era de esperarse, el día siguiente a la firma, la administración de Biden publicó cinco Licencias OFAC que esencialmente suspenden parte de las sanciones económicas, en el sector de hidrocarburos, el sector aurífero, el manejo de los papeles de deuda y los bonos conocidos como PDVSA 2020. La continuidad en el tiempo de todas estas licencias se dice que están condicionadas al cumplimiento tangible de la intención de los acuerdos firmados.

Las autoridades de EE. UU. revelaron un detalle de particular importancia, se trata de lo que José Ignacio Hernández bautizó como "apéndice Blinken", un

punto de control temprano para asegurar que el proceso mantiene el curso deseado. El propio secretario de Estado, Anthony Blinken, detalló que antes de noviembre el régimen debe iniciar la liberación de presos con ciudadanía de EE. UU. y presos políticos, y debe comprometerse a eliminar las inhabilitaciones de candidatos. La intención de la política de EE. UU. parece indicar que, ante el incumplimiento inicial, en noviembre repondrán el proceso al estado anterior a los acuerdos.

En lo que concierne al sector de los hidrocarburos, los cambios fundamentales están descritos en la Licencia General 44 (GL44) y en aclaratorias hechas por escrito por parte de la OFAC. Los cambios aparentan ser más amplios de lo esperado, pero condicionados a resultados de cumplimiento por parte del gobierno de Maduro, tal como se describió anteriormente.

Particularmente, la Licencia General N.º 44 autoriza por 6 meses lo siguiente:

- Producción, extracción, venta y exportación de petróleo o gas de Venezuela.
- Pago de facturas de bienes y servicios relacionados con las operaciones del sector.
- Nuevas inversiones en operaciones del sector.
- Entrega de petróleo y gas a acreedores de Venezuela o PDVSA como parte de pago.

Así mismo, la OFAC aclara en su sitio web que se suspenden las prohibiciones de comercialización de petróleo y gas de Venezuela a EE. UU., así como las prohibiciones de pago de impuestos, regalías, costos, tarifas, dividendos y ganancias relacionadas con operaciones del sector o transacciones que involucren a PDVSA. Esto último pudiera generar un mercado secundario de acciones de las EM, en las que algunos socios B estarían ofreciendo todo o parte de sus acciones a la par de acciones de PDVSA, limitado, por ahora, a mantener mayoría estatal en las EM.

Esta suspensión temporal de las sanciones conduce a dos posibles escenarios. Uno, que llamaremos el Escenario de Aborto y la otra el Escenario Gestión Democrática, los dos se diferencian en el cumplimiento o no de los compromisos por parte del régimen y/o la voluntad de EE. UU. en aplicar la "raya roja".

El primer escenario repondría las condiciones sancionantes al estado anterior a la firma de Barbados, con una variante apocalíptica, pero poco probable, de suspender inclusive la Licencia original de Chevron. En este caso, la economía revolucionaria sufriría un retroceso que se reflejaría en las condiciones cada vez más difíciles para las elecciones presidenciales. Bajo estas condiciones no se puede descartar una posible cancelación de las elecciones o un llamado a unas elecciones adelantadas para agarrar fuera de balance a una oposición sancionada.

El segundo Escenario implica que el cumplimiento de los acuerdos se consideró aceptable por parte de EE. UU. y las licencias emitidas el 18 de octubre mantienen su vigencia en el tiempo, lo cual permitiría una serie de desarrollos en las actividades petroleras que pasamos a analizar a continuación.

Analizaremos los potenciales efectos político-económicos de este proceso, pero primero vamos a pasar revista a la situación actual de la estructura operativa de la industria de los hidrocarburos en el país, en particular las operaciones de producción, con el objeto de entender y/o estimar la capacidad de reacción de esta en los diferentes escenarios que pudieran desarrollarse.

Venezuela actualmente produce alrededor de 740 MBPD de crudo, de los cuales aproximadamente 360 provienen de empresas mixtas (EM) y el resto de los Campos de PDVSA, aunque algunos de estos están operados por contratistas. Producto del proceso de migración de los contratos de la Apertura y la repartición de la Faja del Orinoco en múltiples EM, en el proceso denominado Magna Reserva, se formaron casi 50 EM en las cuencas sedimentarias del país, todas con mayoría accionaria del Estado. De este gran

abanico de empresas mixtas, después de un proceso de expropiación, renuncias, abandono y muertes por atrición, solo quedan 16, de las cuales 2 no tienen producción y 5 producen 3000 BPD o menos.

EM	Producción MBPD	SOCIO B	EM	Producción MBPD	SOCIO B
PetroBoscán	54	Chevron	PetroDelta	3	CTEnergy
PetroIndependencia	10	Chevron	PetroSucre	2	ENI
PetroPiar	66	Chevron	PetroParía	0	ENI
PetroIndependiente	1	Chevron	PetroGüiria	0	Inepetrol
PetroWarao	3	Perenco	PetroRegional del Lago	9	Maurel & Prom
PetroMonagas	70	Rusia	PetroQuiriquire	8	Repsol
PetroSinovensa	89	CNPC	PetroCabimas	3	En Litigio
PetroCarabobo	6	Repsol	PetroZamora	18	En Litigio

En estas 16 EM, solamente 6 socios privados (socios B) tienen la solvencia financiera para iniciar una reactivación a la luz de la suspensión temporal de las sanciones, a saber: Chevron, Repsol, ENI, Maurel & Prom, CNPC y Perenco.

En definitiva, únicamente estas 16 empresas mixtas pudieran reaccionar a los posibles cambios en las sanciones, pero cada una tiene su agenda, y el levantamiento de las sanciones, aunque fuera perdurable, en muchos casos no es condición suficiente para inducir a esas empresas a extender su exposición al riesgo país venezolano. Mientras tanto otras empresas, sobre todo con las que PDVSA mantiene deudas, podrían elegir la ruta "Chevron": llevar a cabo operaciones enfocadas solo a la recuperación de sus acreencias.

Un aspecto poco tratado en los análisis es el proceso de instrumentación financiera para beneficiarse de las oportunidades que plantea la Licencia N.º 44. Aunque la licencia lo autorice, el flujo de los dineros entre los sistemas financieros internacionales y el venezolano requiere de trabajo y tiempo, y por ahora solamente Chevron tiene el proceso patentado y operando. Por lo tanto, tendremos que clasificar las actividades post licencia entre las de Chevron y todas las otras. A su vez, en las otras hay dos categorías, por un lado tenemos la mera venta de crudo venezolano en mercados comercialmente más atractivos, reemplazando crudo descontado en el mercado asiático, y por otro lado están las actividades

enfocadas en generar producción incremental para exportación en condiciones ventajosas.

La flexibilización de las sanciones influirá en el abastecimiento de combustibles para el mercado interno, al permitir la importación o trueque por crudo por productos refinados, en condiciones menos onerosas de las de hoy, y por otro lado, al facilitar la procura de partes y accesorios para las refinerías.

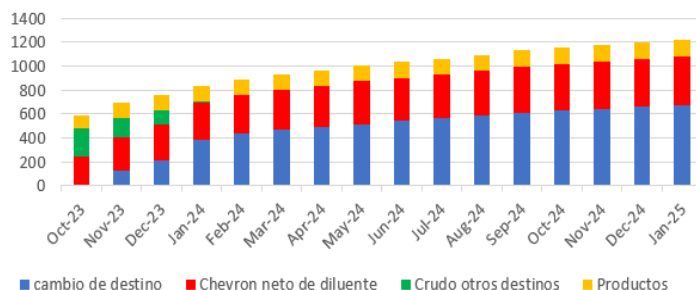
El mero cambio de destino solamente requiere arreglar el flujo de los fondos. El manejo de las divisas desembolsadas por el comprador puede seguir el curso trazado para cumplir con los extremos fijados entre bancos hasta llegar al Banco Central de Venezuela, o podría contratar los servicios de "trading" de Chevron para usar una estructura ya en funcionamiento.

Los proyectos para comenzar la recuperación y desarrollo de la producción en las EM que así lo decidan, en forma análoga a Chevron, tendrán que resolver los problemas relacionados con el flujo de divisas, obtención de permisos, contratación de taladros, localizaciones y carreteras, perforación de pozos y su conexión al sistema de producción; todo este proceso requiere tiempo, que en casos contados resultaría ser menor de 6 meses.

Con todo esto en mente hemos estimado los ingresos incrementales que resultarían, si las licencias tuvieran validez durante los próximos años, lo que en teoría indicaría que el régimen está cumpliendo con los hitos de noviembre, abril y más allá.

Los precios de crudo venezolano (Merey 16), utilizados para calcular los ingresos, para el mercado del golfo de México, se inician con 62 \$/BBL y crecen paulatinamente hasta alcanzar 76 \$/BBL al final del período. Por otra parte, los volúmenes exportados son netos de los usados para deuda china y envíos a Cuba.

Ingresos por Hidrocarburos MM\$/mes



Producción Venezuela



Los gráficos nos ilustran que:

- Las transacciones de cambio de destino son las más fáciles de instrumentar y que una vez todo el crudo disponible a este cambio se materialice, los ingresos incrementales podrían llegar a 500 MM\$ por mes.
- Durante el año 2024, los ingresos por venta de hidrocarburos prácticamente se duplicarían con respecto a los ingresos actuales; estos montos no incluyen los ingresos por venta de combustibles en el mercado interno.
- Con excepción de Chevron, el crecimiento de la producción comenzaría cerca de la mitad del 2024, producto de la perforación en Urdaneta Oeste, Barúa/Motatán y la Faja del Orinoco.

Este escenario describe un paulatino crecimiento de la producción y la actividad de comercio, acompañado de un proceso de elecciones libres, justas y verificables que llevaría al país a un Gobierno reconocido internacionalmente.

Sector Hidrocarburos.

La producción parece haber llegado a una meseta, al no poder reducir la producción diferida debido a las diferentes falencias en los servicios. Esta semana nos encontramos con falta de flujo eléctrico continuo, problemas de la distribución de diluyentes y tropiezos operacionales en la deshidratación del crudo de la Faja. La baja disponibilidad de crudo liviano para diluir crudo de la Faja orientó a las unidades de mezcla a producir más DCO en vez de Merey 16. Por otro lado,

Baker Hughes reporta solamente un taladro activo en el país, perforando para PetroMonagas.

Producción: La distribución geográfica de la producción de la última semana se muestra a continuación:

- Occidente: 130 (Boscán 54)
- Oriente: 150
- Faja: 460 (Chevron 78)
- Total: 740 (Chevron 132)

La producción de Chevron está en línea con las producciones de los últimos meses.

Refinación: 300 MBPD de crudo y productos intermedios fueron refinados en Venezuela. A partir del domingo 15 de octubre, la planta de craqueo catalítico en Cardón fue interrumpida, reduciendo la producción de gasolina, la cual depende ahora de los suministros recibidos de Italia.

Exportaciones: Las exportaciones del mes de octubre están encaminadas a promediar un exceso de 550 MBPD de crudo y 70 MBPD de productos. Las exportaciones manejadas por Chevron están promediando en octubre 147 MBPD.