

AAQ3495

TESIS
IF2000
93.

UNIVERSIDAD CATOLICA ANDRES BELLO
ESTUDIOS DE POSTGRADO
POSTGRADO EN INSTITUCIONES FINANCIERAS

EL MODELO CHASE PARA VALORAR
EL RIESGO SOBERANO

Lic. Rafael J. Gallo B. - C.I. 10.803.546
Prof.: José Requena Unda

Trabajo Especial de Grado presentado como requisito para
optar al Título de Especialista en Instituciones Financieras.
Mención: Finanzas Internacionales

Junio 2000

INDICE

<u>Contenido</u>	<u>Pag.</u>
I.- INTRODUCCIÓN	3
II.- OBJETIVO Y METODOLOGÍA	5
III.- MARCO TEÓRICO	6
IV.- DESARROLLO	9
1. Capacidad de Pago y Riesgo Político	9
2. Consideraciones del Modelo Chase	12
2.1.- Flujo de Caja Soberano: Balances Presup. consolidados	14
2.2.- Balance Soberano: Directrices para su evaluación	16
2.3.- Indicadores de Crecimiento	19
2.4.- Criterio para valorar la política monetaria y cambiaria	23
2.5.- Elementos Políticos - Sociales	23
2.6.- Ponderación de variables	26
2.7.- La crisis Mexicana del 94 y el Modelo Chase	27
3. Venezuela vista bajo el Modelo Chase	28
V.- CONCLUSIONES	40
VI.- BIBLIOGRAFÍA	42
VII- GLOSARIO	44

I.- INTRODUCCIÓN

El presente trabajo nos muestra las bases para analizar el riesgo soberano de un país, basándose en el modelo estructurado por el Chase Manhattan Bank para sus análisis sobre instrumentos de deuda de países de mercados emergentes. El modelo nos muestra las innovaciones que incluye, las consideraciones sobre el flujo de caja, el balance y ciertos indicadores macroeconomicos del país, que son analizados para tomar una decisión o expresar alguna opinión sobre el riesgo soberano.

Las crisis de México y de los países Asiáticos, llevaron a los grandes acreedores e inversionistas de los países de mercados emergentes a estructurar un modelo que les sirviera como marco de referencia a la hora de dar alguna opinión sobre el riesgo soberano de algún país, como en este caso el Chase Manhattan Bank.

Dada la difícil situación por la que atraviesa Venezuela, se considera conveniente aplicar este modelo para determinar el nivel de riesgo soberano de Venezuela.

Espero que el trabajo realizado sea de interés y de inicio a futuras investigaciones sobre el estudio del riesgo soberano, así como un aporte a toda la comunidad educativa de la Universidad Católica Andrés Bello.

II.- OBJETIVO Y METODOLOGÍA

El objetivo del presente trabajo es ahondar un poco más en ese complejo mundo del análisis financiero, más específicamente en el análisis financiero, económico y político de un país, o lo que es mejor conocido como riesgo soberano. Para esto vamos a analizar y aplicar el Modelo utilizado por el Chase Manhattan Bank para la valoración de dicho riesgo.

La metodología a utilizar consiste en: primero mostrar los basamentos teóricos del modelo a través de la investigación bibliográfica, para posteriormente hacer un análisis de Venezuela aplicando la metodología Chase y establecer una matriz de selección.

El análisis sobre la base del modelo planteado se hace con las cifras disponibles más recientes (Diciembre 95-96-97-98-99, Febrero, Marzo y Mayo de 2000) y la situación política y social hasta Mayo de 2000.

III.- MARCO TEÓRICO

Dadas las condiciones actuales de la economía mundial, las crisis financieras sufridas en Latino-Centroamérica, Rusia y los Países Asiáticos se recomienda a los inversionistas considerar el Riesgo Soberano como un modelo similar al usado para analizar los instrumentos de deuda emitidos por empresas privadas. La atención se centra principalmente sobre el flujo de caja del país, la fortaleza de su balance y los factores que sustentan el crecimiento global de la economía; trasladando estos conceptos a un modelo practico para determinar el valor relativo de instrumentos soberanos. El conjunto de información disponible de los países, que debe confrontar un analista, lo que genera es confusión, y a no ser que se tenga una guía que muestre el camino para concluir algo sobre el valor relativo de los instrumentos, el análisis se puede hacer muy cuesta arriba. Esta guía representa el objetivo principal de este trabajo. En este sentido se puede decir que:

- La capacidad y no la voluntad de pago, es el factor determinante del valor relativo de los instrumentos de países de mercados emergentes.

- El manejo de las cuentas fiscales y no la balanza de pagos de un país, es el mejor indicador de su capacidad de pago y la probabilidad de repago de la deuda.

- Las políticas monetarias y de comercio exterior determinan dos importantes indicadores macroeconómicos: la tasa de interés real y el tipo de cambio. Unas políticas fiscales, monetarias y cambiarias adecuadas y concordantes son requisitos esenciales para sanear la economía, hacerla crecer y tener una disciplina fiscal. En las economías desarrolladas se practica una independencia entre las políticas fiscales y monetarias. Sin embargo, en muchas economías emergentes las barreras deseadas entre la política fiscal y la monetaria, implementadas muchas veces a través de la autonomía de los bancos centrales, no se mantienen y por lo tanto se convierte en una práctica la intervención del poder ejecutivo en la globalidad de la política económica de los países.

- Los niveles de inversión y ahorro del país son los factores determinantes de la capacidad futura del país para un crecimiento económico sano y sostenido, que

fortalezca el presupuesto del país y su capacidad de pago.

- El análisis político e institucional indica como los factores no económicos influyen en la capacidad de pago de un país, y su análisis es mejor considerarlo al momento de valorar el riesgo soberano, porque amplia mucho más el modelo simple de "capacidad de pago".

IV.- DESARROLLO

1.- CAPACIDAD DE PAGO Y RIESGO POLÍTICO:

Una lección importante de la crisis de la deuda de los ochenta es que la capacidad de pago, mas no la voluntad de pago, es ahora lo más determinante al momento de evaluar los instrumentos de deuda soberana de los países de mercados emergentes. Hay tres razones importantes para afirmar esto:

Primero, Cada vez más gobernantes de países de mercados emergentes tratan de ir a mercados de capitales globales y competitivos; la única manera en que realmente pudieran esperar competir para atraer capitales es abriendo sus economías a la inversión extranjera y llevando a cabo profundas reformas económicas. Por ejemplo, a pesar de algunas evidentes fallas en la política económica Mexicana, cada vez más países emergentes mantienen sus compromisos de reformas económicas, incluyendo al mismo México quien lidera el camino en reformas desde el comienzo de la década de los noventa. Recientemente el mercado premió a México con un incremento de su clasificación crediticia a Grado de inversión. Algunos países, obviamente, han tenido más progreso que otros y muchas reformas todavía quedan

pendientes de ser llevadas a cabo. Ningún país ha tratado de emular a Venezuela en abandonar las reformas a favor de controles y políticas económicas populistas.

Una segunda razón, "Capacidad de Pago", esta ganando terreno para la valoración de deuda soberana de mercados emergentes; esto es porque los eslabones de riesgo entre los mercados de capitales interno y externo se han acercado dramáticamente. Una vez que los países renegociaron su antigua deuda bancaria y la convirtieron en bonos Brady, se creó la oportunidad para distinguir y clasificar las deudas soberanas interna y externa. La "Globalización" significa que cualquier asunto relacionado con la deuda soberana externa de un país tendrá un inmediato impacto sobre la capacidad de un país para financiarse a sí mismo a través de la emisión de deuda publica interna. La Voluntad de pago de los países y el riesgo político, típicamente asociado con deudas soberanas, podría ser visto a manera de ejemplo como una nueva emisión de la Confederación Rusa, donde todavía la vieja deuda bancaria esta siendo reestructurada bajo la figura de moratoria de pagos. Pero cada vez en más mercados emergentes, la efectiva integración de mercados de capitales internos y externos, significa que el gobierno tiene menos posibilidad

para apuntar sus políticas contra tenedores extranjeros de deuda como un grupo excluido del contexto general de la deuda del país.

Finalmente, el mercado secundario de deudas emergentes se ha venido incrementando, orientado por la búsqueda de valores y retornos por encima de los mercados desarrollados. El mercado proporciona a los deudores un -feedback- instantáneo acerca de sus políticas económicas. Buenas políticas son recompensadas con fácil acceso al mercado de capitales, altos precios de la deuda y bajos rendimientos; malas políticas son castigadas con acceso restringido al mercado de capitales, bajo precios de la deuda y altos rendimientos.

La introducción de estas disciplinas de mercado refleja la transformación de lo que antiguamente era un mercado dominado por los grandes bancos hacia una categoría independiente de instrumentos de renta fija de mercados emergentes. El oligopolio de comercio de deuda de mercados emergentes tiende a desaparecer a medida que se desarrolla el mercado secundario, lo que hace que sean los inversionistas

los que motoricen la compra-venta de instrumentos para obtener retornos ajustados a los riesgos.

El desarrollo del concepto de capacidad de pago y el enfoque sobre el valor relativo de los instrumentos, crea la necesidad para los inversionistas de tener un modelo explícito para entender la calidad de crédito de los deudores soberanos. La interpretación de las lecciones de la década de los ochenta están resumidas en este modelo.

2.- CONSIDERACIONES DEL MODELO CHASE:

El modelo comprende seis indicadores que miden el flujo de caja del país, la fortaleza de su balance y las dinámicas de crecimiento. El modelo provee un pragmático, pero extenso método para organizar la información esencial sobre el país y un análisis histórico. El modelo está diseñado para "hacer sonar la alarma" y llamar la atención de los analistas para cambiar su opinión sobre lo que más directamente afecta la capacidad de pago de un país.

En adición a los seis indicadores, los analistas tienen que evaluar otras informaciones. Primero, tienen que valorar la calidad de las políticas monetarias y cambiarias. Aunque

algunos economistas han procurado identificar indicadores cuantitativos específicos para valorar esta calidad, se ha encontrado, dada la complejidad lograr variables que produzcan conclusiones útiles. Basta con decir que tasas de interés reales negativas y tipo de cambio no competitivo son claros signos de advertencia. Pero para determinar como deben ser las tasas de interés reales positivas o saber si un tipo de cambio es competitivo, los analistas tienen que mirar el comportamiento total de la economía real, y especialmente el comportamiento de las variables incluidas en el modelo. De este modo, se sugiere que una evaluación según la idoneidad de la política fiscal y monetaria sea incorporada como una extensión al modelo básico.

De manera similar, es preferible considerar el riesgo político en el análisis de un país, evaluando como los factores políticos influyen en la capacidad de pago de un país a través de las variables incorporadas en este modelo. De esta manera en vez de observar el riesgo político como una categoría separada, se analizan estos riesgos a través de su impacto sobre las variables y las políticas que ellas reflejan, esto determina la capacidad de pago de un país.

2.1.- FLUJO DE CAJA SOBERANO: BALANCES PRESUPUESTADOS CONSOLIDADOS.

De la misma manera que el **EBITD** define la capacidad de pago en el flujo de caja de una empresa para el servicio de su deuda, las cuentas fiscales del país muestran el flujo de caja para pagar su deuda. El Balance Primario es directamente análogo al EBITD, reflejando el neto de ingresos y gastos, pero excluyendo los intereses. El segundo concepto del flujo de caja fiscal, el Balance Nominal, comprende el Balance Primario más intereses netos.

Una medida fiscal usada por Brasil y otros países es el Balance Operacional, el cual es el mismo Balance Primario más los intereses netos en términos reales. Esta medida es típicamente usada en países con altos índices de inflación, porque la inflación aumenta la carga de la Deuda Publica Nominal de los gobiernos. El Balance Nominal exagera el déficit fiscal real en países con altos índices de inflación. El Balance Nominal, más o menos las transacciones con activos del Estado, tales como las privatizaciones, es definido como la Necesidad de Crédito del Sector Publico (PSBR). Como las privatizaciones no representan ingresos ordinarios, deben ser

mostradas de manera separada para medir el flujo de caja ordinario del país. Ciertos países los incluyen como ingresos de capital dentro de sus balances fiscales nominales, los cuales pueden proveer una perspectiva errónea sobre la fortaleza de los flujos de cajas fiscales del país.

Los Balances Primario y Nominal deben ser evaluados usando el presupuesto consolidado del país. El presupuesto consolidado incluye ingresos y gastos del gobierno central, gobiernos estatales y municipales, agencias del gobierno centralizadas, el resultado financiero neto de las empresas del estado y del sistema de seguridad social. Ocasionalmente el Banco Central podría presentar déficits, por ejemplo como resultado de las crisis bancarias. El analista debe chequear para asegurarse como estos déficits son incluidos en el Presupuesto Consolidado.

Para muchos gobiernos, la mayor parte de sus ingresos presupuestarios provienen de impuestos recibidos en moneda local, incluyendo impuestos y regalías de las empresas del estado. Lo principal para los analistas es la estabilidad y sostenibilidad de los ingresos. La capacidad del país para preservar y mejorar la confiabilidad en la administración de

su presupuesto es la clave para mejorar los precios de sus papeles en el mercado. Estos países tratan de reducir el peso de su deuda en el presupuesto, esto significa que la conservación de sus políticas presupuestarias, se reflejaría en una mejora de su ranking crediticio.

2.2.- BALANCE SOBERANO: DIRECTRICES PARA SU EVALUACIÓN.

El análisis del balance de una empresa se enfoca principalmente sobre los activos financieros (posibilidad de cubrir pagos extraordinarios) y sobre los pasivos relacionados con deuda. Los indicadores del balance de un país comprenden el Coeficiente de Cobertura de Importaciones, el cual mide la liquidez internacional de un país, y la Razón de Deuda Publica (como un porcentaje del PIB) que cuantifica el volumen de su deuda.

Un coeficiente de importación equivalente a tres meses de gastos en bienes y servicios importados (incluyendo intereses) es considerado como lo mínimo deseable de liquidez de seguridad para un país, esto es similar al indicador de la prueba del ácido para una empresa. Un coeficiente por debajo de tres meses indica que el país tendría dinero para cubrir

sus obligaciones externas por tan solo tres meses y mostraría una señal de alerta para el analista y una pronta investigación adicional sobre la adecuación de la liquidez internacional del país. Este indicador puede variar de un país a otro.

La Razón de Deuda Publica incluye la deuda publica interna y externa, pero excluye la deuda del sector privado. La deuda publica interna y externa tienen una importante demanda de recursos en el Presupuesto del Estado. Los países que muestran dificultades para levantar recursos internos y externos, frecuentemente generan altas tasas reales de interés y/o de inflación. La Deuda Interna y Externa deben ser incluidas, por lo tanto, al momento de cuantificar el total de la deuda de un país.

La exclusión de la deuda privada de la Razón de Deuda Publica esta basada en que la deuda privada no representa una demanda de recursos en el presupuesto de un país. Durante los años ochenta muchos países reprogramados subsidiaron deudores del sector privado, frecuentemente para venderles divisas a tasas preferenciales. Se tiene por experiencia que esta actitud tiene consecuencias adversas para la administración

fiscal del país y motivara a no tomar más estas acciones en el futuro. La excepción primaria de esta regla aparecería para afianzar los bancos locales, Venezuela y México han hecho un aporte de gran escala para los bancos privados que han mostrado problemas de liquidez. En estos casos el analista tiene que, obviamente, tomar en cuenta estimaciones de estos costos fiscales.

El analista deberá estar atento a un descenso en la razón de deuda publica, la reducción del volumen de deuda representaría una supuesta mejor calidad crediticia a través del tiempo. Una razón ascendente indica un crecimiento del volumen de la deuda. Una razón menor a sesenta por ciento (el promedio aproximado de los países industrialmente desarrollados) es el valor más deseable. La información lo más detallada posible sobre la estructura de vencimientos, tasas de interés promedio y montos por acreedor es lo mas adecuado para evaluar esta parte del balance de un país. Como sucedió en México, una excesiva dependencia sobre la deuda interna y externa a corto plazo, podría causar serios problemas al servicio de la deuda, si la confianza de los inversionistas es afectada.

2.3.- INDICADORES DE CRECIMIENTO.

El crecimiento económico futuro de un país está basado en la capacidad productiva de su pueblo, la proporción de los recursos destinados a la inversión y al ahorro, la eficiencia de su sector productivo y las capacidades gerenciales de su gobierno. Un crecimiento positivo proporcionara la base para incrementar los ingresos del presupuesto de la nación, mejorando así su capacidad de pago.

La valoración de las perspectivas del crecimiento futuro de un país esta basada en el análisis de los niveles de ahorro e inversión nacional. Nuestros indicadores de ahorro e inversión comprenden el nivel de Ahorro Nacional Bruto (como un porcentaje del Producto Interno Bruto) y el crecimiento de la tasa de inversión real. Los indicadores miden el aporte de los ahorros nacionales destinados a la inversión y la dirección de la tasa de inversión real.

Estudios sobre crecimiento económico de países en desarrollo proporcionan una fuerte evidencia de la estrecha relación entre el ahorro y la inversión con el crecimiento. Además, la contribución de factores no fácilmente

cuantificables, como las mejoras de calidad de la mano de obra, capital y gerencia, algunas veces suelen ser más grandes en países con altos niveles de ahorro. La contribución de estos factores es conocida por los economistas como el Factor Total de Productividad. Analizar el comportamiento del ahorro en países de mercados emergentes nos ayudara a percibir la contribución de factores no fácilmente cuantificables.

Estudios en diversos países concluyen que no hay una relación clara entre el crecimiento y el volumen de los flujos de capitales extranjeros en el proceso de crecimiento de un país. De este modo el acceso a un flujo adecuado de capital extranjero, por si mismo, no es un factor importante para explicar porque algunos países presentan altas tasas de crecimiento. La experiencia indica que en países con bajas tasas de ahorro interno una gran proporción de los flujos de capital extranjero ha financiado al consumo mucho más que a la inversión.

Las lecciones para países con bajos niveles de ahorro son muchas. Los pre-requisitos para incrementar el ahorro interno son: un entorno macroeconómico y tasas de retorno

reales positivas para los ahorristas. La estabilidad da las bases para mejorar la confianza del sector privado en la gestión económica del gobierno. Una economía inestable (alta inflación, volátil y sobrevaluado tipo de cambio y déficit fiscal) causara una alta prima de riesgo que será incluida dentro de las tasas de interés reales, la incertidumbre desalentara la inversión privada. La capacidad de los bancos para ofrecer retorno reales positivos a los ahorristas esta estrechamente asociada con la desregulación financiera, la cual permite a los bancos reducir riesgos adquiriendo un portafolio diversificado de activos y créditos.

La manera más directa en que la política del gobierno puede contribuir a la creación de un entorno macroeconómico estable es incrementando el ahorro publico a través de la reducción de los déficit presupuestarios del gobierno. Las políticas presupuestarias anunciadas, basadas en las reformas estructurales del sistema tributario y privatizaciones, son muy importantes para cualquier dinámica de crecimiento futuro del país. Al mismo tiempo, otros elementos esenciales del programa económico del gobierno deben incluir políticas para abrir la economía al comercio exterior, mantener un

competitivo tipo de cambio real y asegurar tasas de interés reales positivas para los ahorristas privados.

De estos planteamientos podemos sacar dos conclusiones; Primero, la valoración de las dinámicas de crecimiento de un país debe enfocarse sobre el comportamiento de la inversión y el ahorro nacional. Segundo, las políticas destinadas incrementar el ahorro nacional, y con lo cual el potencial crecimiento de un país, estará estrechamente relacionado a la efectividad de las políticas presupuestarias del país.

El analista deberá ver que la tasa de Ahorro Nacional Bruto este en un rango entre veinte y treinta por ciento como mínimo. Este nivel de ahorro nacional deberá proveer una adecuada base para soportar el crecimiento sin depender del capital extranjero. Una tasa de ahorro menor del veinte por ciento indica la necesidad de políticas para levantar el nivel de ahorro en el país. En este sentido cada vez mas países latinoamericanos necesitan hacer más cosas para incrementar sus niveles de ahorro.

Una dirección positiva en la tasa de inversión real es apropiada para reflejar atractivas oportunidades de inversión

en el país. Una dirección descendente negativa y frecuente en la inversión real y grandes movimientos en la tasa de crecimiento en la inversión interanual, alertara al analista y lo llevara a investigar esto más a fondo.

2.4.- CRITERIO PARA VALORAR LA POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA.

Para el modelo es importante considerar la disposición del gobierno para realizar ajustes de sus políticas monetaria y cambiaria, y sobre todo en la buena disposición de defender sus reservas internacionales. La importancia del anuncio de las políticas monetarias y cambiarias no puede quedar mejor ilustradas que en la crisis Mexicana de Diciembre del 94. En gran parte esta crisis se debió a la falla del gobierno para hacer cambios en sus políticas monetarias y cambiarias como medidas correctivas, luego del shock político a comienzos de ese año, lo que trajo como consecuencia un rápido y brusco descenso en las reservas internacionales.

2.5.- ELEMENTOS POLÍTICOS-SOCIALES.

Dentro de las consideraciones del Modelo Chase, también se encuentran algunas de carácter político-social, que si

bien no influyen directamente sobre la capacidad de pago si lo pudieran hacer sobre la voluntad de pago, entre las cuales tenemos las siguientes:

♦ **Régimen Político:** Es un factor primordial para identificar el Riesgo Político de una nación. Un régimen democrático da más estabilidad política a un país que cualquier otro régimen. Hay que estudiar la antigüedad del régimen, su evolución y como ha solucionado los problemas que se les han presentado.

♦ **Grupos de Oposición:** Ideología, Influencia en el Gobierno, Posición de estos con respecto a las relaciones Internacionales y más concretamente respecto a la Deuda Externa, posibilidades de trascendencia.

♦ **Crisis de Gobierno:** Es el grado de fortaleza que tiene el gobierno teniendo en cuenta el respaldo de la sociedad y la unidad dentro del mismo.

♦ **Corrupción:** Este factor puede variar mucho de un país a otro, pudiendo incluso llegar a ser un factor determinante.

♦ **Sistema Judicial:** La credibilidad del sistema de administración de justicia es un elemento clave para garantizar la aplicación y cumplimiento de las leyes, y así poder dar ciertas garantías a los inversionistas.

♦ **Estructuras Sociales:** Diferencia en estándares de vida entre clases altas y bajas suelen ser fuentes de conflicto. A mayor homogeneidad, mayor estabilidad política.

♦ **Sistema Económico y Grado de Diversificación Económica:** El sistema económico elegido por un país es también un factor político a evaluar. Pueden elegirse sistemas económicos que van desde una economía planificada hasta una de libre mercado. La eficacia y la actitud respecto a la inversión extranjera varía de un tipo de economía a otra. Por otra parte la diversificación de la actividad económica es un factor importante a considerar en el

análisis; un país con una economía diversificada es mucho menos vulnerable a cambios en esta economía globalizada.

♦ **Política Exterior:** La política exterior y más aun con respecto a sus vecinos es fundamental para ver la estabilidad política interna. Aspiraciones expansionistas, diferencias ideológicas, reclamaciones territoriales o disputas de tipo económico son varios puntos que se deben considerar.

2.6.- PONDERACIÓN DE VARIABLES

El modelo asigna valores entre un 50% y un 70% para las variables económicas y entre un 50% y un 30% para las variables político-sociales, que pueden variar de acuerdo al país y al criterio del analista. El modelo no pretende mostrar una calificación de riesgo tal como lo hacen las empresas calificadoras, sino confrontar estas calificaciones externas con un modelo propio, que sustente la recomendación o no de determinada inversión.

2.7.- LA CRISIS MEXICANA DEL 94 Y EL MODELO CHASE

Se puede hablar sobre la crisis mexicana considerando el Modelo Chase:

- El Modelo Chase resaltó el deterioro inicial en la posición de las reservas internacionales de México, aunque dio señales confusas sobre el comportamiento fiscal ya que la información no se hizo pública oportunamente.
- La escasez de información oportuna, específicamente sobre las reservas internacionales, alertó sobre la necesidad de revisar las variables cuantitativas del modelo con un análisis de las políticas monetarias y cambiarias así como también una evaluación de los aspectos políticos.
- El análisis debió haber advertido antes sobre las inapropiadas políticas monetarias y los factores políticos que debilitaron la capacidad de pago de México.

La magnitud de la crisis subsiguiente alertó sobre la importancia de desagregar las variables en el modelo. El problema de la deuda de México no fue su tamaño sino su estructura, con demasiados vencimientos en el corto plazo y con una gran presencia de inversionistas extranjeros en ese corto plazo.

3.- VENEZUELA VISTA BAJO EL MODELO CHASE:

Sobre la base del Modelo teórico presentado se analizara el caso Venezuela, no se pretende la exactitud en los planteamientos hechos, sino mostrar e interpretar de que manera identificamos el nivel de riesgo soberano de Venezuela.

3.1.- Capacidad de pago y riesgo político: Actualmente Venezuela tiene buena capacidad de pago, gracias al repunte de los precios del petróleo, y a la buena voluntad de pago de la deuda que siempre se ha visto como una prioridad para las autoridades del gobierno, tanto así que se han incorporado a todos los programas de refinanciamiento llevados a cabo, ya que se pretende seguir teniendo una buena reputación para obtener acceso a los mercados de capitales, aunque la crisis

política que vive el país ha generado rumores sobre retrasar el pago de las obligaciones contraídas con el fin de llevar a cabo planes de interés social, pero hasta los momentos esto han sido solo rumores.

3.2.- Consideraciones del Modelo: El modelo comprende seis indicadores básicos, los cuales, para el caso Venezuela nos muestran lo siguiente:

- **Balance Primario:** Los ingresos y gastos ordinarios (excluyendo los financieros) del país ascienden a 12.773.521 MM de Bs. y 15.350.152 Mm de Bs., respectivamente, esta relación da un coeficiente de 0,83; es decir que **el gobierno a través de sus ingresos ordinarios no es capaz de cubrir en un 100% sus gastos básicos.**

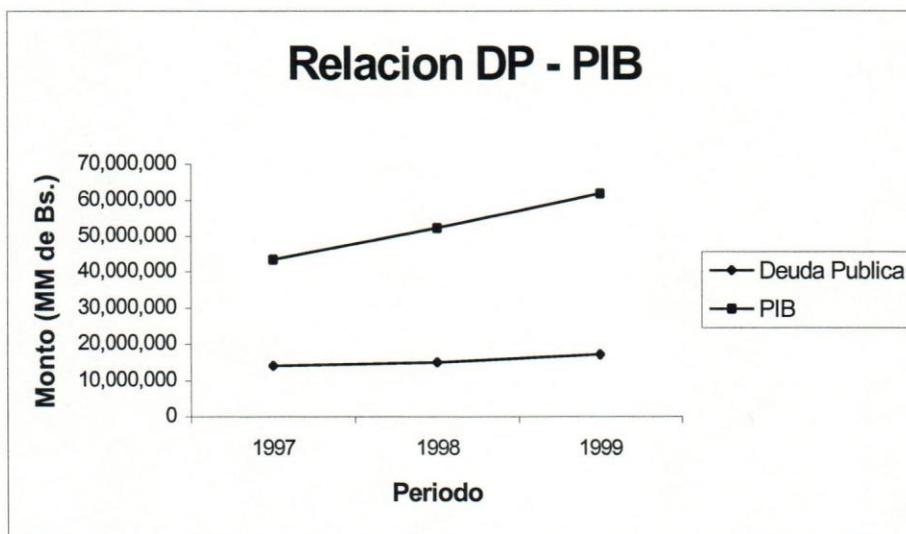
- **Balance Nominal:** Los ingresos y gastos totales (incluyendo los financieros) del país ascienden a 18.736.344 MM de Bs. y 18.736.344 MM de Bs., respectivamente, esta relación da un coeficiente de 1,00; es decir **el gobierno tiene que cubrir a través de sus ingresos totales el 100% de sus gastos, pero**

para que esto ocurra el gobierno incluye como ingresos el endeudamiento, es decir que no puede cubrir sus gastos por si mismo sin plantearse un endeudamiento o una devaluación de la moneda para cubrir su déficit de caja.

- Coeficiente de Cobertura de Importaciones: En el ultimo año las importaciones ascendieron a un monto de 12.400 MM de US\$ (unos 1.033 MM de US\$ mensuales en promedio), mientras que las Reservas Internacionales se ubican en 14.982 MM de US\$, esta relación nos indica que **las reservas internacionales equivalen a 14 meses y medio de importaciones.** Se cumple con creces el mínimo de tres meses que sugiere el modelo. En el caso de Venezuela, cuando las reservas bajan de 12 meses de cobertura de importaciones, se activa la alarma.

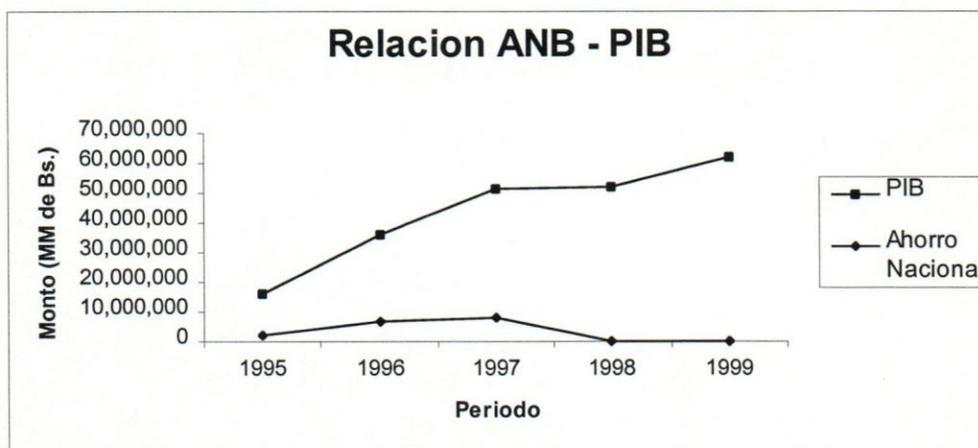
- Razón de Deuda Publica: El monto total de la Deuda Publica (Interna y externa) es de 17.253.409 MM de Bs., y el PIB 61.917.874 MM de Bs., esto da una relación de 0,27; **es decir que el monto total de la deuda representa el 27% del PIB del país.** Como nos

muestra el siguiente grafico los niveles de deuda publica se han venido incrementando, lo que contradice el supuesto del modelo al respecto.

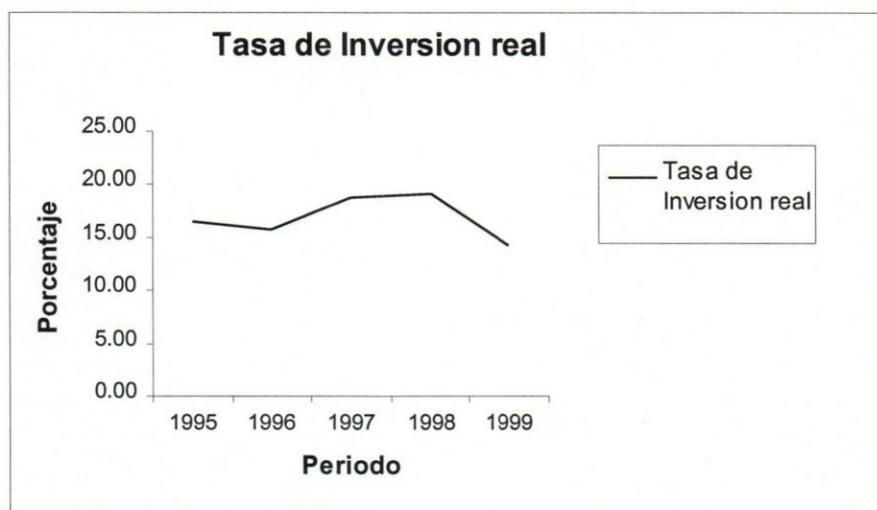


- **Ahorro Nacional Bruto:** El total del ultimo año disponible (97) de ahorro domestico fue de 7.828.324 MM de Bs., y el PIB para el mismo año de 43.343.669 MM de Bs., esto da una relación de 0,18; **es decir que del crecimiento real de la economía, el 18% es aportado por el ahorro domestico.** Esta relación nos muestra uno de los principales enemigos del modelo como lo es la falta de información oportuna y

actualizada, aunque en la serie se observa que el ahorro y el PIB llevan una relación directa.



- **Tasa de Inversión Real**: Para el último año el total de inversión real es de 8.852.126 MM de Bs., y el PIB 61.917.874 MM de Bs., esto da una relación de 0,14; **es decir que en el crecimiento real de la economía la inversión participa con un 14%**. En esta variable el monto no es relevante sino como ha sido su evolución a través del tiempo. La serie mostrada deja ver como los niveles de inversión han venido disminuyendo en los últimos periodos llevados de la mano por la crisis general en la que se encuentra el país.



3.3.- Política Monetaria y Cambiaria: La política monetaria utilizada por el gobierno ha sido de tipo restrictiva, interviniendo constantemente en la regulación de las tasas de interés; el tipo de cambio continua bajo el sistema de bandas con un bolívar aparentemente sobrevaluado. La reciente utilización de PDVSA como instrumento de política monetaria ha dejado una gran incógnita en el aire en torno a las atribuciones del BCV. Las políticas se habían venido manejando adecuadamente a través del BCV, pero esta decisión del gobierno **no fue muy bien recibida por parte de los agentes económicos y ha creado mucha incertidumbre al respecto.**

3.4.- Elementos Políticos-Sociales: El análisis de los elementos políticos-sociales (sobre todo políticos) constituyen un valioso aporte para el análisis, como podremos ver a continuación:

- **Régimen Político:** El régimen continua siendo el sistema democrático de elección popular, pero una democracia revolucionaria (según palabras del presidente Chavez), que pretende llevar a cabo profundas reformas políticas y sociales con el apoyo electoral del pueblo. **Hay que esperar por el proceso electoral.**

- **Grupos de Oposición:** Los grupos de oposición prácticamente habían desaparecido, pero ha surgido con gran fuerza el liderazgo de un grupo de oposición liderado por comandantes disidentes del gobierno, el cual tiene posibilidades de un triunfo electoral, la popularidad del gobierno se ha venido a menos y pareciera que la abstención de los anteriores comicios no se hará presente en las próximas elecciones, motivado por la crisis económica, el desempleo, la inseguridad, la violencia del discurso

político y en fin, por que la población ha visto seriamente afectados sus intereses y los del país en general. Este nuevo grupo cuenta con el apoyo del empresariado, de la iglesia, de las clases medias y altas, de algunos sectores populares, de gran parte de las fuerzas armadas y de la comunidad internacional. **Hay que esperar por el proceso electoral.**

- **Crisis del Gobierno:** El gobierno afronta una gran crisis y ha perdido mucho respaldo, se han enfrentado entre ellos mismos, ocasionando rupturas en el denominado polo patriótico, tales como la deserción de los comandantes y el retiro del apoyo por parte del PPT. **Hay que esperar por el proceso electoral.**

- **Corrupción:** La corrupción desbordada continua, una de las premisas del gobierno era erradicar la corrupción, pero las mismas personas allegadas al gobierno se han visto involucradas en casos de corrupción, la fiscalía y los tribunales han iniciado juicios e investigaciones contra los implicados; **pareciera que se van a castigar los casos de**

corrupción sea quien sea, pero hay que esperar por la administración de justicia.

- **Sistema Judicial**: El sistema judicial ha enfrentado profundos cambios y ahora afronta lo que pudiera ser su prueba de fuego, con los casos de corrupción del presidente de la Asamblea Nacional y varios otros. La reforma del COPP continua en el tapete de la discusión, ya que este no cumplió con su objetivo por no contar con la estructura judicial y física adecuada para su implantación. **No ha demostrado la confiabilidad necesaria.**

- **Estructuras Sociales**: El 80% de la población vive en estado de pobreza, 11% representa la clase media y el 9% la clase alta. Supuestamente a mayor homogeneidad social hay mayor estabilidad política, pero en este caso la homogeneidad vive en estado de pobreza lo que la coloca muy lejos de estos supuestos; **existe una presión social y un recelo entre clases que hacen la situación muy delicada para la estabilidad del país.**

- **Sistema Económico y Grado de Diversificación**

Económica: El sistema económico se encuentra en un punto intermedio entre el libre mercado y la economía planificada. Existe la libre competencia aunque algunas veces el estado mete su mano controladora para regular los mercados. Se interviene sobre las tasas de interés y el tipo de cambio constantemente. **El estado es muy activo en sus intervenciones.** La economía es poco diversificada, dependiendo casi totalmente de las exportaciones petroleras lo cual hace a Venezuela demasiado vulnerable a cambios externos. **Es un país monoprodutor y demasiado vulnerable.**

- **Política Exterior:** La política exterior se ha centrado en las relaciones con los países asiáticos y se han estrechado lazos con Cuba. Por otro lado las relaciones con los Estados Unidos y Colombia no han sido lo más amigables posibles, incluso han habido algunos impases que se han resuelto por la vía diplomática. Con el resto de los países Suramericanos las relaciones son excelentes, incluso con Brasil existen proyectos conjuntos y se continúa con la

posibilidad de entrar al MERCOSUR. Se ha tratado de mediar en el conflicto de la vecina Colombia y se están retomando viejos conflictos limítrofes para tratar de ser resueltos. En la actualidad Venezuela se desempeña como presidente de la OPEP, lo que da más respaldo a la política petrolera del actual gobierno. **La política exterior no se ha manejado adecuadamente.**

3.5.- Resumen de Factores y Calificación de Riesgo: Se asignaron porcentajes por orden de importancia, así como clasificaciones negativas y positivas de cada uno de los factores. Los aspectos económicos representan el 65% de la posibilidad de repago de la deuda, mientras que los políticos-sociales un 35%. Estos factores quedaron tabulados de la siguiente manera:

<u>Factores Económicos</u>	<u>65%</u>
Balance Primario	-
Balance Nominal	-
Coef. De Cobertura de Importaciones	+
Razón de Deuda Publica	-
Ahorro Nacional Bruto	+
Tasa de Inversión Real	-
Polit. Monetaria y Cambiaria	-

Factores Políticos - Sociales

35%

Régimen Político	-
Grupos de Oposición	+
Crisis del Gobierno	-
Corrupción	-
Sistema Judicial	-
Estructuras Sociales	-
Sistema Económico y Diversific.	-
Política Exterior	-

6 -

En este caso, como la relación de todos los factores es negativa, en base con el modelo Chase a la fecha del análisis, Venezuela esta clasificada correctamente como: **B-**, lo que significa que **NO TIENE GRADO DE INVERSION.** Esta calificación limita el acceso a importantes fuentes de financiamiento en los países desarrollados a la vez que aumenta las tasas de interés, medidas por un "spread", que Venezuela debe ofrecer en sus instrumentos soberanos.

V.- CONCLUSIONES

Del presente trabajo se puede concluir lo siguiente:

- La capacidad y no la voluntad de pago, es el factor determinante del valor relativo de los instrumentos de países de mercados emergentes.
- El manejo de las cuentas fiscales y no la balanza de pagos de un país, es el mejor indicador de su capacidad de pago y la probabilidad de repago de su deuda.
- Unas políticas fiscales, monetarias y cambiarias adecuadas y concordantes son requisitos esenciales para sanear la economía, hacerla crecer y tener una buena disciplina fiscal.
- Los niveles de inversión y ahorro del país son factores determinantes de la capacidad futura del país para un crecimiento económico sano y sostenido, que fortalezcan el presupuesto del país y su capacidad de pago.

- El análisis político-social hay que considerarlo obligatoriamente al momento de valorar el riesgo soberano, porque amplia mucho más el modelo simple de "capacidad de pago".

- Los inversionistas son los que motorizan la compra-venta de instrumentos de deuda soberana para obtener retornos ajustados a los riesgos.

- Venezuela tiene que mejorar el suministro oportuno de su información económica y financiera, y no dejar tantos huecos en la información, ya que al momento de un análisis se presentan serias discrepancias por la diversidad de tiempo presente en la información.

- Venezuela a la fecha del análisis, bajo el modelo Chase no presenta calificación de grado de inversión, motivado por la crisis política y por el deterioro que esto ha ocasionado en la economía y en el país en general.

VI.- BIBLIOGRAFIA

- .- THE CHASE MANHATTAN BANK: **Manual de Operaciones de Crédito**, New York, 1996.
- .- PAMPILLON OLMEDO, RAFAEL: **Análisis Económico de Países**, Primera Edición, Editorial McGraw Hill, Madrid, 1996.
- .- MOCHON, FRANCISCO E ISIDRO, RAFAEL: **Diccionario de Términos Financieros y de Inversión**, Primera Edición en Español, Editorial McGraw Hill, Madrid, 1995.
- .- AGUIRRE, ANTONIO: **Cuentas Consolidadas de la Nación y su relación con el Sector Externo**, Fundación Editorial Universitaria de Venezuela, Caracas, 1993.
- .- HOCHMAN, ELENA Y MONTERO, MARITZA: **Notas sobre Investigación Documental**, Primera Edición, IIES, Caracas, 1970.
- .- REPUBLICA BOLIVARIANA DE VENEZUELA: **Ley de Presupuesto 2000 y Modificaciones al 31-03-2000**.
- .- REPUBLICA BOLIVARIANA DE VENEZUELA: **Gaceta Oficial Extraordinaria N° 5.420 del 29-12-99**.
- .- BANCO PROVINCIAL: **Informe Económico Mensual N° 5, Año V, Mayo 2000**.

.- BANCO CENTRAL DE VENEZUELA: *Boletines Semanales y Anuales.*

VII.- GLOSARIO

Ahorro Nacional Bruto: Es la tasa que mide el aporte del ahorro domestico de un país como soporte del crecimiento futuro de la economía.

Balance Nominal: Comprende el Balance Primario más los intereses gastos netos (intereses pagados en deuda interna y externa menos los intereses generados por los activos financieros del estado). Provee la relación entre flujo de caja y el balance del país.

Balance Primario: Expresa el balance de ingresos y gastos en términos nominales, incluyendo todos los pagos por intereses en deuda interna y externa. Es análogo al indicador del flujo de caja de las empresas, EBITD.

Capacidad de Pago: Estimación de la capacidad de una empresa o un país para hacer frente a los vencimientos de las deudas o créditos que mantiene. Se puede medir a través de la relación flujo de caja / carga financiera, entendiendo esta como la suma del capital e intereses.

Coefficiente de Cobertura de Importaciones: Es calculado como la equivalencia en meses de importaciones de bienes y servicios (incluyendo intereses) de las reservas internacionales oficiales.

Deuda Externa: Es el endeudamiento contraído por las unidades residentes frente a no residentes. Incluye los pasivos en moneda extranjera.

Deuda Interna: Es el endeudamiento contraído por las unidades residentes frente a otros residentes. Incluye pasivos en bolívares y en moneda extranjera.

EBITD: Indicador de flujo de caja que representa las ganancias antes de intereses, impuestos y depreciación, es lo que comúnmente se denomina utilidad operativa.

Globalización: Se refiere a dos fenómenos: 1) proceso de integración de los mercados financieros a lo largo de todo el mundo, y 2) tendencia a la eliminación de las fronteras entre los diferentes tipos de intermediarios financieros.

Política Fiscal: Junto con la política monetaria forma base de la actuación de la política económica de un gobierno para conseguir la estabilidad y los objetivos de política macroeconómica. Actúa sobre los instrumentos económicos del gasto público y los impuestos o ingresos públicos.

Política Monetaria: Instrumento de política económica con el que la autoridad monetaria intenta controlar y manipular la oferta de dinero, los tipos de interés y las

condiciones crediticias para regular las condiciones de liquidez de una economía, el gasto o demanda agregada del sistema, el equilibrio de los precios y el crecimiento económico.

Producto Interno Bruto (PIB): Conjunto de bienes y servicios finales producidos dentro de un país por residentes nacionales y extranjeros en una unidad de tiempo, generalmente un año, valorados a precios de mercado al costo de los factores.

Razón de Deuda Pública: Es definida como la deuda pública total (interna y externa) dividida entre el valor actual del Producto Interno Bruto del país.

Riesgo País: Es la exposición a una pérdida a consecuencia de razones inherentes a la soberanía y a la situación económica de un país.

Riesgo País y Riesgo Soberano: Todas las inversiones o prestamos en países extranjeros están expuestas al riesgo país, tanto si el deudor es el gobierno del país como si es una empresa privada. Riesgo país es un concepto más amplio que riesgo soberano, el cual es riesgo asumido en una inversión donde el deudor es el gobierno soberano del país.