UNIVERSIDAD CATOLICA ANDRES BELLO
ESTUDIO DE POSTGRADO
POSTGRADO EN INTITUCIONES FINANCIERAS

RIESGO PAÍS, METODOS Y FORMAS DE CÁLCULO. SU IMPACTO EN LOS MERCADOS FINANCIEROS. CASO VENEZUELA (AÑO 2006).

LORENZO G. VASQUEZ F. CEDULA DE IDENTIDAD: 6.360.864
PROFESOR: REINALDO LOPEZ FALCON

TRABAJO ESPECIAL DE GRADO PRESENTADO COMO REQUISITO
PARA OPTAR AL TITULO DE
ESPECIALISTA EN INTITUCIONES FINANCIERAS
MENCION: FINANZAS INTERNACIONALES

FEBRERO de 2008

INDICE

INTRODUCCIÓN 3

CAPITULO I 5

1.- Planteamiento del Problema 5

1.2.- Objetivos del Trabajo 8

1.2.1.- Objetivo General 8

1.2.2.1.- Objetivos Específicos 8

CAPITULO II 10

2.- Marco Teórico o de Referencia 10

2.1.- Definiciones de Riesgo País 10

2.2.- Importancia de Riesgo País 14

2.3.- Principales metodologías y formas de calcular el riesgo país 16

2.3.1.- Diferencial entre rendimientos de bonos soberanos (spreads) 16

2.3.2.- Índice EMBI+ (Índice de Bono de los Mercados Emergentes) 17

2.3.3.- El EMBI GLOBAL 21

2.3.4.- El EMBI GLOBAL DIVERSIFICADO 23

2.3.5.- Calificadoras de Riesgo (Standard & Poor´s, Moody´s y Fitch) 25

2.3.6.- Empresas Especializadas en la medición del Riesgo País 26

2.3.6.1.- Ranking de Euromoney 27

2.3.6.2.- Ranking de Institutional Investor 28

2.3.6.3.- Ranking elaborado por el Grupo COFACE 29

2.3.7.- Análisis Cuantitativos 31

CAPITULO III 32

3.- Marco Metodológico 32

3.1.- Tipo de Investigación 33

3.2.- Diseño de la Investigación 33

CAPITULO IV 35

4.- Análisis y desarrollo del indicador riesgo país en Venezuela. Estudio comparativo con otros países latinoamericanos. 35

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES 50

BIBLIOGRAFÍA 53

DEDICATORIA

A Dios y a mi esposa Esperanza por su respaldo
Incondicional en la culminación de mis estudios

INTRODUCCION.-

En la actualidad, nuestro mundo está más interconectado producto de la globalización, fenómeno que interactúa en todos los niveles del quehacer humano. Las economías no escapan de este hecho y por tanto, en la medida en que ellas se han vuelto más dependientes de los flujos privados de capital, y de los recursos disponibles en los mercados financieros internacionales, también se han vuelto más vulnerables a la volatilidad de los mismos. Por lo tanto, se hace necesario determinar la incertidumbre o riesgos que se adquieren al tomar posiciones en estos mercados financieros, para evitar crisis inesperadas y pérdidas sustanciales que afectan la economía de cada nación.

Una de las herramientas más importante que permiten determinar esta incertidumbre, es la que se conoce como El Riesgo País, el cual mide el grado de estabilidad política, económica y social de una determinada nación que desea obtener recursos financieros en inversiones de deudas y se suele definir como el exceso de rendimiento de títulos soberanos de economías emergentes normalmente con relación a otro instrumento de títulos soberanos de otra nación libre de riesgo. También revela posibles contagios, así como aversión y eventuales retrasos o moratorias de pagos de deuda como consecuencia de un entorno desfavorable.

El concepto de riesgo país, ha cobrado gran relevancia en los últimos años debido a los múltiples problemas de pago de deuda externa, que se han presentado en una gran cantidad de naciones. Venezuela, como economía emergente o país en desarrollo tampoco ha escapado a esta realidad. Sin embargo hoy por hoy nuestro país goza en el inicio del nuevo siglo, un crecimiento económico sostenido, producto de los altos precios del petróleo, que bien permitiría honrar cualquier compromiso de deuda con inversionistas extranjeros. Aún cuando somos objetos de mala calificación de riesgo por parte de analistas y calificadoras del área, porque dentro de sus métodos de cálculo

no solo miden aspectos económicos y financieros, sino aspectos políticos y aspectos sociales de gran determinación.

Es por todo esto, que en este trabajo, se expondrá un análisis interpretativo con soportes gráficos y estadísticas de los años 2004, 2005 y 2006, de uno de los indicadores o índice que bien evalúa el nivel de riesgo de nuestro país, tal índice es el denominado EMBI+ o "Índice creciente de Bono en los Mercados Emergentes" emitido por el Banco de Inversión J.P. Morgan, el cual indica el nivel de probabilidad que tiene actualmente nuestros bonos soberanos con respecto a los bonos soberanos del tesoro de los Estados Unidos. Así mismo se realizará un estudio comparativo sobre la percepción del riesgo país de Venezuela respecto a los países: México, Brasil, Perú, Colombia y Argentina aplicando igual metodología e índice antes señalado.

La presentación de la presente Monografía se ha estructurado en cuatro capítulos. En el Capítulo I se expone el planteamiento del problema y los objetivos que se propone el presente estudio. El Capítulo II se expondrá los fundamentos teóricos sobre el riesgo país, haciendo especial énfasis en los factores que lo determinan, así como una amplia exposición de las metodologías de las Calificadoras u Organismos Financieros Internacionales más importantes que estudian esta medición. El Capítulo III referente al marco metodológico, en el cual queda señalado el tipo de investigación que oriente este estudio y el diseño para su desarrollo. El Capítulo IV el cual describe el análisis y desarrollo del indicador del riesgo país para Venezuela, además de hacer comparaciones con otros países latinoamericanos. Y por último las conclusiones y recomendaciones derivadas luego de toda la investigación realizada.

CAPITULO I

1.- PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.

El riesgo país es un índice que ofrece información en términos cuantitativos sobre el riesgo que implica invertir en instrumentos representativos de deudas externas emitidos por gobiernos de países emergentes o países en vías de desarrollo. Expresado como prima de riesgo, su determinación está influenciada por factores económicos, financieros y políticos que pueden afectar la capacidad de pago de un país, de difícil medición y de allí que se empleen diferentes metodologías que intenten cuantificar dicha prima.

Cuando una nación desea emitir deuda, en el mercado financiero internacional como lo es el caso Venezolano, los potenciales compradores (Inversionistas) de estos instrumentos analizan tanto el rendimiento ofrecido como el nivel de riesgo que deberán asumir. Por tanto es lógico pensar que el Inversionista exija un rendimiento superior al que le ofrecen otras alternativas relativamente menos riesgosas.

Los métodos de medición del riesgo país le han asignado a Venezuela uno de los niveles más altos de América Latina desde finales de la década de los años 90, manteniéndose esta tendencia hasta nuestros días. Esto ha transcendido a pesar de que, en algunos aspectos, la economía venezolana y su deuda pública externa muestran indicadores favorables, tal es el caso actual de los altos precios del petróleo que garantizan suficiente recursos para cubrir su compromiso de deuda, así como más de quince trimestres consecutivos de crecimiento económico. Por tanto los inversionistas deberían ver con bajo riesgo a nuestro país, pero al contrario, crecen los recelos.

En este sentido, el ex director del Banco Central de Venezuela, Domingo Maza Zavala, manifestó que existen varios factores que favorecen el nivel de riesgo país de Venezuela, tales como[1]:

- El registro de solvencia de la deuda externa ha sido prácticamente impecable. Salvo algunas circunstancias muy eventuales, el país ha cumplido con el servicio de la deuda religiosamente, aun en situaciones económicas adversas o difíciles.
- La relación entre el saldo de la deuda externa y el Producto Interno Bruto (PIB) es bastante más baja que para otros países latinoamericanos. Lo mismo ocurre con relación entre el servicio de la deuda y el monto de las exportaciones.
- Desde el año 2000, el movimiento de los precios del petróleo han sido muy favorables para Venezuela, lo cual han permitido elevar las reservas internacionales y mejorar las cuentas fiscales.
- La inflación ha declinado y la actividad económica, medida por la evolución del PIB, registra signos de recuperación.

Por todas estas razones, el ex director del instituto emisor considera inapropiado que Venezuela se le califique con el grado de “alto riesgo financiero”.

Otras opiniones emanadas por representantes de prestigiosas bancas de inversiones, publicadas por Garcias Freites (2004), coinciden con la opinión de Maza Zabala, como por ejemplo: Salomón Smith Barney brindó un voto de credibilidad del equipo económico del presidente Hugo Chávez, en su informe de marzo 2001, al afirmar que “tenían confianza en las cuentas fiscales y en un

[1] Domingo Felipe Maza Zabala (17-01-2001). “El Riesgo País”, El Nacional, Economía, p.4.

manejo económico conservador". Asimismo, Carlos Janada, vicepresidente de la banca de inversión Morgan Stanley, consideraba que la percepción de los analistas internacionales debía considerar la fuerte posición externa del país y el ambicioso programa de gastos previsto por el gobierno para impulsar la economía.

Sin embargo en opiniones más recientes[2] analistas nacionales como Miguel Octavio del BBO Servicios Financieros piensa que Venezuela sigue recibiendo un castigo mayor, porque Inversionistas Internacionales ven con preocupación la falta de transparencia del proyecto de reforma constitucional que se llevara a cabo en diciembre del 2007, el poner fin a la autonomía del Banco Central, así como la administración de las reservas internacionales por parte del gobierno diferente al ente rector, además de las nacionalizaciones de la empresas de comunicación CANTV y Electricidad de Caracas. Así mismo Rafael Alcántara de Mercados Globales, comenta que la coyuntura actual hace que los fondos de inversiones salen de los papeles de menor calidad, y como actualmente el país tiene políticas de controles de cambio hacen que las percepciones de inversión se aceleran al deterioro.

Como se pude apreciar existen diversas opiniones en torno al riesgo país, a pesar de que toman en cuenta los mismos indicadores. Por tal motivo y como se ha manifestado la medición del riesgo país es muy compleja, involucra una gran cantidad de factores y refleja definitivamente cierto grado de subjetividad.

En el presente trabajo se tratara de identificar cuáles son los factores que determinan el riesgo país en Venezuela, así como evaluar los criterios de selección de los instrumentos que permitan compararlo con otro instrumento de

---

[2] Investigación realizada por Víctor Salmerón (26-08-2007). "Crisis en Wall Street desnuda los temores sobre Venezuela", El Universal, Economía p.14.

libre riesgo emitido por otro país (normalmente con títulos o bonos del tesoro norteamericano) de características similares en plazo, a través del Índice Creciente de Bono en los Mercados Emergentes (EMBI+), en los mercados internacionales y así obtener elementos de juicios que nos conlleven a mejorar las calificaciones actuales y lograr la suficiente credibilidad de los Inversionistas en invertir en nuestro país y para comprender por qué existen diversas opiniones como las anteriormente señaladas.

1.2.- OBJETIVOS DEL TRABAJO.

En función del planteamiento formal del proyecto por analizar, se establecerán los siguientes objetivos:

1.2.1.- **Objetivo General:**

Analizar el indicador del Riesgo País en Venezuela para el periodo 2006, así como el impacto que este factor ha producido en la percepción de los inversionistas extranjeros.

1.2.1.1.- **Objetivos Específicos:**

- Analizar el indicador del Riesgo País, a través del mecanismo de medición por excelencia del valor mínimo de rentabilidad del “Índice Creciente de Bono en los Mercados Emergentes” (EMBI+) emitido por el Banco de Inversión J.P. Morgan para Venezuela el período del 2006.

- Señalar cuáles son los aspectos más relevantes considerados en la medición del Riesgo País, sobre los criterios de selección del índice EMBI+, que permitan favorecer en un momento determinado la calificación obtenida.

- Analizar el comportamiento del riesgo país de Venezuela respecto a otros países de la región latinoamericana, para el mismo período, a través del “Índice Creciente de Bono en los Mercados Emergentes” (EMBI+)

CAPITULO II

2.- MARCO TEORICO.-

2.1. Definiciones de Riesgo País.

Entender el concepto de Riesgo País, es entender el riesgo como una variable que esta estrechamente vinculada al mundo financiero y en especial a los mercados. La palabra riesgo según Bello (2004) implica la posibilidad de que ocurra un hecho o evento de cualquier naturaleza, el cual tiene consecuencias negativas generalmente financieras, aunque pudiera ser de otro tipo. Por tanto surge con la posibilidad de perdida que puede acarrearle a los inversionistas.

El riesgo también se puede definir según Moyer, Guigan y Kretlow (1988) como la posibilidad que los rendimientos futuros se desvíen de los esperados. Es decir, el riesgo representa la variabilidad de los rendimientos. Entonces surge la consideración de que una inversión está libre de riesgo cuando se conoce con certeza su rendimiento esperado.

Dos conceptos estrechamente relacionados con la noción de riesgo son la tasa libre de riesgo y la prima de riesgo. La primera representa el rendimiento disponible sin que exista la posibilidad de incumplimiento; La segunda representa la recompensa que el inversionista espera recibir cuando realiza una inversión riesgosa. Por lo que la prima de riesgo vendrá siendo el riesgo país mismo. Luego su formulación será:

Tasa de Rendimiento = tasa libre de riesgo + prima por riesgo.

En consecuencia se define **el Riesgo País** como la exposición a perdidas de un intermediario financiero por la colocación de sus recursos en calidad de inversión, deposito o crédito en un país diferente al de su domicilio, derivadas de efectos adversos en el entorno económico, social, político, jurídico o por desastres naturales en el país donde se colocan.

Otra manera común de definir el riesgo país, es como el exceso de rendimiento de los títulos soberanos en relación con un instrumento libre de riesgo emitido por otro país (normalmente con títulos o bonos del tesoro norteamericano) de características similares en plazo.

El concepto de riesgo país está asociado a la probabilidad de incumplimiento en el pago de la deuda pública de un país, expresado como una prima de riesgo. En la determinación de esta prima de riesgo influyen factores económicos, financieros y políticos que pueden afectar la capacidad de pago de un país. Algunos de ello son de difícil medición, y de allí que se empleen diferentes metodologías para cuantificar dicha prima.

Por otro lado el termino riesgo país esta asociado con el riesgo político, el riesgo soberano y el riesgo de transferencia, tres términos que se mantienen estrechamente relacionados, pero no son exactamente los mismos. En general, **el riesgo político** de acuerdo a Levy (1997) es aquel riesgo que se deben enfrentar sobre una inversión directa de tipo extranjero, midiendo la posibilidad de confiscación (lo cual se refiere a una adquisición empresarial por parte del gobierno sin ninguna compensación) y aquellos que se deben a la posibilidad de expropiación (compra del gobierno con compensación), además se considera la posibilidad de que se instrumenten una inconvertibilidad de la moneda y restricciones a la repartición de capitales, así como la posibilidad de que estallen guerras, revoluciones e insurrecciones. **El riesgo soberano**, implica la posibilidad de pérdidas en relación con las reclamaciones presentadas a gobiernos extranjeros o agencias del gobierno, en otras

palabras, el riesgo soberano procede de la incapacidad de un Estado de hacer frente a su deuda. Y en cuanto **al riesgo de transferencia**, deriva de la imposición de restricciones a la conversión de la moneda local a una moneda fuerte o a su repatriación; O como lo expone Eduardo Pablo (1995) el riesgo de transferencia es la capacidad que tiene un país de honrar su deuda y que esta directamente relacionada con la capacidad de generar u obtener las divisas necesarias para cumplir con los compromisos.

Otros aspectos considerados tanto cuantitativos como cualitativos en la medición del riesgo país, son en términos generales los siguientes:

El Riesgo Económico, que es uno de los elementos más importante del análisis, ya que es la base cuantitativa para establecer la capacidad de pago de un país. Parte de un estudio histórico del desarrollo económico, del crecimiento obtenido a través de los años, de las fuentes de crecimiento, de la distribución de la riqueza y de las oportunidades que presente de mejorar la calidad de vida de sus habitantes. Para tal concepto se analizan los siguientes aspectos:

- Su estructura Económica, tal como el tamaño de sus empresas, su estructura patrimonial y la presencia del estado en las decisiones empresariales.
- Su estructura del mercado laboral como el índice de desocupación, legislación, conquista sociales.
- Su estructura del nivel de ahorro o inversión como las inversiones domesticas y extranjeras en el país.
- La calidad en el manejo económico y financiero como su historial, la calidad de equipo económico, política fiscal y estructura de las cuentas públicas, nivel del déficit del gobierno central y del sector publico.
- Manejo de política monetaria como la inflación, tasa de interés, mercado cambiario.

- Calidad y solvencia del sistema financiero como los riesgos sistémicos, sus fortalezas y debilidades.
- Posición externa del país como su balanza comercial, de cuenta corriente y fuente externa de ingresos.
- Y su deuda externa como su nivel y composición de manera pública como privada, sus plazos, el servicio mismo de la deuda, así como la capacidad de pago de estos sectores.

El riesgo social, el cual para determinarlo se debe entender los conflictos que rigen la sociedad y su capacidad de reacción. Se trata de establecer lo más objetivamente posible, cuales son las fuerzas que mueven a la sociedad, cual ha sido su comportamiento histórico y cuales podrían ser sus tendencias. Entender la idiosincrasia de los habitantes del país y cuales son sus principales móviles de comportamiento. Para tal concepto se toma en cuenta los siguientes factores:

- Conflictos regionales, intereses grupales, étnicos y religiosos.
- Grado de consenso sociales y políticos.
- Nivel de vida de la población, expectativas populares.
- Características de la población en cuanto a distribución, densidad, crecimiento, edad promedio.

El riesgo internacional, el cual, debido a circunstancias recientes que han influenciado a todos los mercados financieros mundiales en diferentes medidas, ha tomado singular importancia el análisis de los efectos internacionales en una nación especifica, como la influencia de la crisis asiática y rusa. Es por ello que dentro del contexto internacional cobra gran importancia estudiar los siguientes factores:

- Conocer las leyes y condiciones internacionales que influencian a cada país.

- Conocer de que organismos internacionales el país es miembro (OPEP; MERCOSUR, CAN, etc.)
- Conocer como son las relaciones con los vecinos y que grado de conflicto podría tener con ellos.
- Existencia de influencias foráneas en las decisiones políticas del país (influencias del FMI, BM, BID, CAF, etc.)

2.2.- Importancia del Riesgo País.

Este indicador posee una gran influencia en los costos de cualquier tipo de operación financiera o comercial realizada entre residentes y no residentes de una nación.

Incide en el precio (interés) al que los acreedores externos prestarán dinero al Estado, empresarios y particulares del país. Es decir, el riesgo país es el adicional de tasas de interés (spread) que requerirán los inversores en dicho préstamo; Se expresa en puntos básicos, su conversión es muy simple cada 100 puntos equivalen a 1% de tasa de interés adicional. En otras palabras, el riesgo país mismo determina el costo de endeudamiento que enfrenta el gobierno. Esto es fundamental y tiene dos fuertes implicaciones a saber: primero, mientras más alta sea la calificación del riesgo país, mayor va a ser el costo de endeudamiento, y mientras mayor sea el costo, menor va a ser la maniobrabilidad de la política económica y mayor el riesgo de incumplimiento, lo que a su vez elevará de nuevo el riesgo país, convirtiéndose en un circulo vicioso.

Un elevado riesgo país influirá en las decisiones de inversión, lo que determinará un menor flujo de fondos hacia el país y una mayor tasa de interés global. En este caso no solo eleva el costo de endeudamiento del Estado sino que también eleva el costo del endeudamiento del sector privado, ya que la tasa

de interés que paga el Estado conforma o constituye el piso a partir del cual los inversionistas internacionales e internos le prestan a las empresas. Esto significa que ninguna empresa podrá tener un riesgo menor al de su país. Ello ocasiona que las empresa ubicadas en naciones con elevado riesgo país se encuentren en desventaja respecto a empresas ubicadas en naciones con riesgo menor o inexistentes, tanto a la hora de vender los productos como al momento de encarar nuevas inversiones.

Un elevado riesgo país ocasiona dos efectos negativos sobre la economía: no solo se traduce en un incremento del costo del dinero para el Estado y las empresas, sino que también ocasiona una reducción en la oferta de capitales en préstamos hacia dicha nación, pues muchos inversores no aceptaran un alto nivel de riesgo, y los que lo acepten seguramente lo harán invirtiendo importes sensiblemente más reducidos o a plazos más cortos. Esto afecta en gran medida a los nuevos proyectos de inversión de las empresas donde muchos no se implementaran por la elevada tasa de interés y la reducida oferta de capital a mediano y largo plazo. En este orden de ideas un riesgo país muy alto puede traer como consecuencias la negación del crédito mismo. Las principales consecuencias son una disminución de las inversiones extranjeras y un crecimiento económico menor. Todo esto puede significar desocupación y bajos salarios para la población.

Por último, algunas metodologías para evaluar empresas en bolsa, como el descuento de flujo de caja libre, incorporan el riesgo país en el cálculo de la tasa promedio ponderada de costo de capital (Weighted Average Costo of Capital - WACC, por sus siglas en ingles). Entre mayor es el riesgo país, mayor es la tasa de descuento y con ello disminuye el valor presente de los flujos estimados, es decir, las valoraciones son menos atractivas.

El riesgo soberano dará lugar a las calificaciones crediticias (rating crediticio) que las Agencias Calificadoras de Riesgo Internacionales elaboran

respecto a las deudas públicas de los países, y que en el siguiente apartado daremos a conocer.

2.3.- Principales metodologías y formas de calcular el riesgo país.

En la actualidad, de las metodologías que se mencionaran para calcular el riesgo país, ninguna de ellas ofrece resultados totalmente objetivos y certeros para cuantificar exactamente el valor de este índice para cualquier nación, ya que en ellas juegan un sin numero de variables no cuantificables o no controladas que permitan la mayor efectividad de dicho índice. Sin embargo es posible determinarla en términos cuantitativos. Y es por ello que para realizar el análisis del riesgo país puede ser conveniente combinar varias de las metodologías que se exponen a continuación.

2.3.1.- Diferencial entre rendimientos de bonos soberanos (spreads)

Uno de los métodos mas sencillo de calcular el riesgo país es el de comparar el rendimiento de un titulo valor representativo de la deuda externa de un país determinado con el de un instrumento con condiciones financieras similares, libre de riesgo, como por ejemplo el de los Estados Unidos, que se considera nulo, o pudiendo ser con otro país con la misma naturaleza. La diferencia o el spread entre ambas tasas de rendimiento representa la prima de riesgo o recompensa para el inversionista por adquirir una inversión más riesgosa, es por ello que si se habla de que el riesgo país se ubica en 1.200 puntos, en realidad se está diciendo que la inversión como por ejemplo el bono de un país emisor paga adicional 12% respecto al bono soberano de libre de riesgo.

2.3.2.- Índice EMBI+ (Índice de Bono de los Mercados Emergentes)

El índice EMBI+ que para el propósito de la presente monografía, representa el índice objeto de análisis, el cual conllevara responder a los objetivos planteados. Comenzó a elaborarse a partir del año 1994 por la banca de inversión J.P. Morgan de los Estados Unidos, cuya finalidad es que registra y permite estudiar el comportamiento y el retorno de una cesta de instrumentos que conforman la deuda de los países emergentes (resultado de ganancias en precios y flujos de intereses), así como el diferencial (spread), en puntos básicos, con respecto a la misma canasta de bonos considerados de cero riesgo. O dicho de otra forma, como el diferencial o spread en puntos básicos, producto de la negociación de instrumento de deuda externa o bonos de mercados emergentes respecto a bonos considerados de cero riesgos como por ejemplo bonos de La Reserva Federal del Tesoro Estadounidense (FED), es decir:

EMBI+ = (TIR de bono del país de análisis - TIR de bono del la FED) x 100

De esta manera, si los bonos de la FED rinden 5,22% de interés anual y el EMBI+ de Venezuela es de 250 puntos básicos (equivalentes a 2,50%), la tasa mínima que exigiría un inversionista para invertir en este país debería ser de 7,72%.

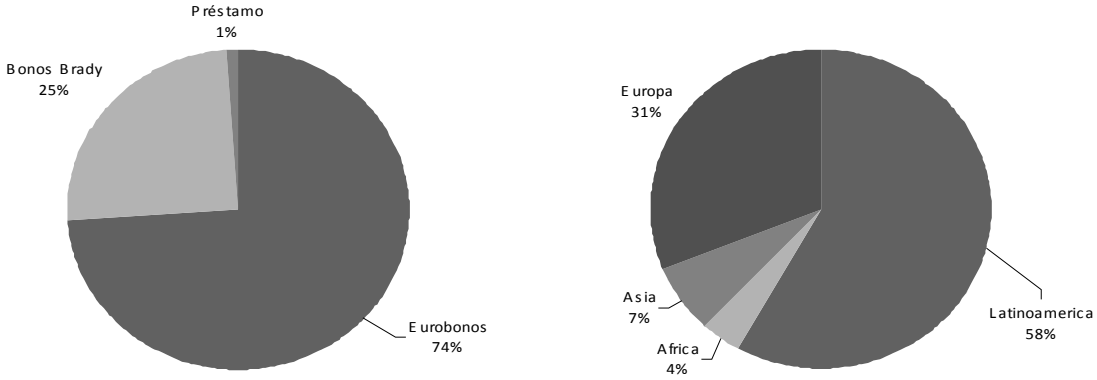
El EMBI+ le asigna un mayor peso a las fluctuaciones de la deuda de los países cuya importancia es relativamente mayor dentro del mercado total. Para hacerlo, determina el peso de cada emisión de deuda, así como el resultante peso por país, tomando en cuenta la capitalización de mercado.

Este índice compuesto de 109 instrumentos financieros como Bonos Brady, Eurobonos y otros prestamos, de 19 países diferentes, con una capitalización de mercado de aproximadamente 180 billones de dólares, es una variación del EMBI, el cual contiene únicamente Bonos Brady. Esta extensión hacia otro tipo de instrumentos de inversión disponible en estos mercados, hace al EMBI+ un

indicador que se ajusta mejor a la variedad de oportunidades de inversión que ofrecen los mercados emergentes, ver figura 1.

Para la construcción de este índice, el banco de inversión J.P. Morgan primero define aquellos países que utilizan el concepto de mercado emergente que deben tener la habilidad para pagar su deuda externa, cuyas calificaciones crediticias se ubiquen hasta la categoría BBB+ / Baa1[3], además de los instrumentos financieros que lo integran y que mencionamos anteriormente. Algunos instrumentos de deuda emitidos por corporaciones privadas de estos países también son elegibles, siempre que cumplan con los criterios de elegibilidad y liquidez exigidos.

Los países que actualmente integran el índice son: Argentina, Brasil, Bulgaria, Colombia, Ecuador, Egipto, Malasia, México, Marruecos, Nigeria, Panamá, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Turquía, Ucrania y Venezuela. Ver figura 1, su composición por región.



Fuente: Banco de Inversión J.P. Morgan

Figura 1. EMBI+: Composición por tipo de Instrumento y Región

[3] Es la última categoría de las deudas consideradas aptas para inversión. Las categorías por debajo de BBB+ / Baa1, son consideradas inversiones especulativas.

Los instrumentos que forma parte del índice EMBI+ deben seguir los siguientes criterios de selección:

1. El volumen mínimo en circulación del instrumento debe ser igual o superior a los 500 millones de dólares,
2. El instrumento debe tener una calificación crediticia igual o más baja que BBB+ / Baa1,
3. Al momento de la incorporación al índice, el instrumento debe tener más de un año de plazo,
4. El instrumento puede ser liquidado internacionalmente.

Una vez elegido el instrumento de acuerdo a los criterios de selección mencionados, se aplica un *criterio de liquidez*. El mismo consiste en dar una calificación (del 1 al 5) basadas en las disposiciones de compra-venta de dichos instrumentos observados a través de la información que prestan las instituciones financieras que los negocian por pantallas informática, y por el diferencial entre el precio de compra y venta del mismo.

El valor más alto del liquidez de un instrumento supone que esté tenga precio en las pantallas de las entidades financieras del 75% del tiempo y un diferencial inferior a 3/8, es decir, 0,375 puntos básicos de precio. El valor más bajo de liquidez de un instrumento significa que este es raramente encontrado en las pantallas financieras y de presentarse, el diferencial compra-venta es superior a 3, es decir, 300 puntos básicos de precio. En la figura 2 se presenta gráficamente, el criterio de liquidez, antes señalado:

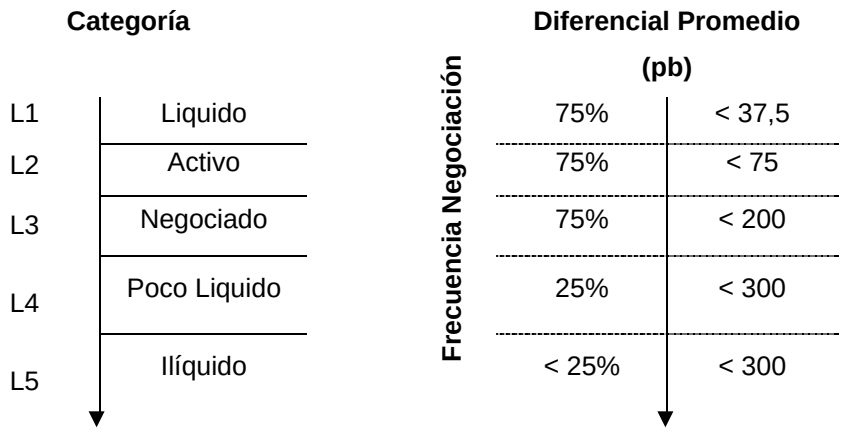


Figura 2. Criterio de Liquidez para los Instrumentos que formaran parte del EMBI+

Estas calificaciones de liquidez son utilizadas para incorporar y desincorporar instrumentos al índice. Instrumentos con calificaciones de L1, L2 o L3, son incorporadas al índice luego del primer mes en que se encuentren en las posiciones L1 y L2, y luego de tres meses consecutivos que se encuentren en la posición L3. Instrumentos L4 o L5, son desincorporados del índice luego de un mes que hayan estado en la posición L5, y luego de tres meses consecutivos que hayan estado en la posición L4.

El Índice EMBI+ se produce de forma diaria, cada día laborable del año, de acuerdo al calendario correspondiente al mercado de bonos de los Estados Unidos elaborado por Emerging Markets Traders Association (EMTA, por sus siglas en ingles).

Los precios de los instrumentos utilizados en el cálculo de los indicadores, son tomados a las 3:00 p.m. hora del Este de los Estados Unidos. Las fuentes seleccionadas son las pantallas de las entidades financieras. Para instrumentos no disponibles en estas pantallas, se utilizan cotizaciones de precio de J.P. Morgan para esa misma hora.

Los valores diarios de los índices pueden ser consultados a través de los sistemas electrónicos de información financiera Bloomberg y Reuters, en nuestro país los índices se puedes localizar en Instituciones Financieras y Organismos Financieros del Estado.

Otra modalidad del EMBI+ es el EMBI Global de mas reciente elaboración por parte de la banca de inversión J.P. Morgan y el EMBI Global Diversificado que es una variación del EMBI Global, ambos índice cumplen con la finalidad de satisfacer la demanda del mercado a los inversionistas con distintas características a las del EMBI+ y que a continuación se detallan:

2.3.3.- El EMBI GLOBAL

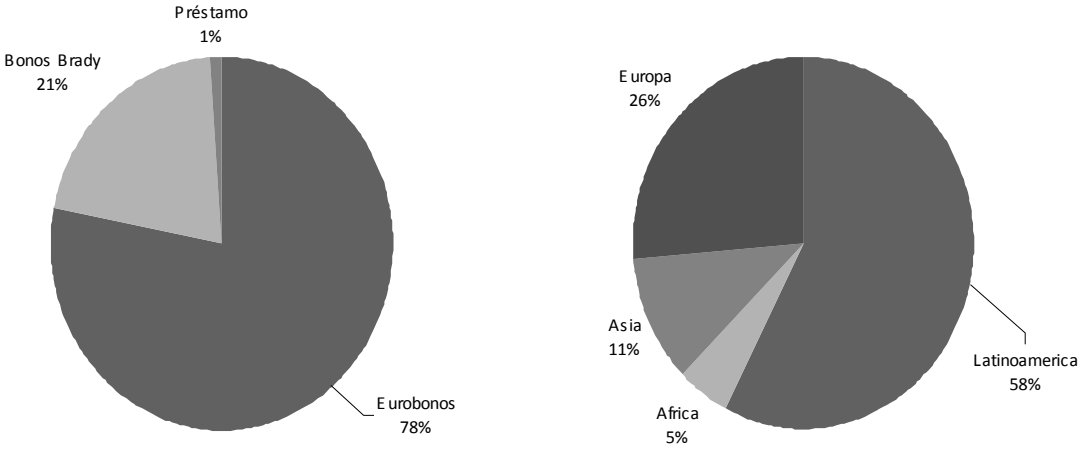
Es un índice más amplio que el EMBI+, para el cual se aplica un proceso de selección de países e instrumentos menos estricto que este último en cuanto al criterio de liquidez. El EMBI Global se crea para satisfacer la demanda de los inversionistas de tener un marco de referencia más amplio de los mercados emergentes, un índice que recoja una cantidad importante de instrumentos no considerados en otros indicadores debido a sus características de liquidez.

En los últimos años, el número de emisiones soberanas de economías emergentes ha aumentado significativamente y aunque el tamaño de las emisiones casi siempre satisface el mínimo necesario para entrar en el EMBI+, muchos de los instrumentos no alcanzan el nivel de liquidez requerido para su incorporación.

Actualmente, el índice es una cesta compuesta por 170 instrumentos emitidos por 31 países emergentes el cual podemos apreciar en la figura 3, alcanzando una capitalización de mercado por el orden de 226 billones de dólares. Los instrumentos tienen un promedio de vida de 12 años y destacan los Bonos Brady, Eurobonos, préstamos negociables, instrumentos

denominados en moneda local emitidos por soberanos o entidades cuasi-soberanas.

Los países que actualmente integran el índice son: Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Costa de Marfil, Croacia, República Dominicana, Ecuador, Egipto, El Salvador, Hungría, Líbano, Malasia, México, Marruecos, Nigeria, Pakistán, panamá, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Túnez, Turquía, Ucrania, Uruguay y Venezuela.



Fuente: Banco de Inversión J.P. Morgan

Figura 3. EMBI Global: Composición por tipo de Instrumento y Región

La selección de estos países se realiza utilizando una definición de mercados emergentes que considera dos aspectos: 1.) Información sobre ingreso per cápita del Banco Mundial y 2.) La historia de reestructuración de deuda de cada país. Este criterio de selección permite que el índice incluya países con calificaciones de deuda superiores a las exigidas para entrar en el EMBI+, los cuales no eran considerados anteriormente como mercados emergentes.

Los instrumentos que forma parte del índice EMBI Global deben seguir los siguientes criterios de selección:

1. El volumen mínimo en circulación del instrumento debe ser igual o superior a los 500 millones de dólares,
2. Al momento de la incorporación al índice, el instrumento debe tener más de dos año y medio de plazo,
3. El instrumento puede ser liquidado internacionalmente.

A diferencia del EMBI+, para el EMBI Global no se tiene en cuenta los mismos criterios de liquidez. Solo requiere que existan precios diarios de fácil acceso y verificación. Es por ello que el EMBI Global incluye un número mayor de instrumentos que el EMBI+.

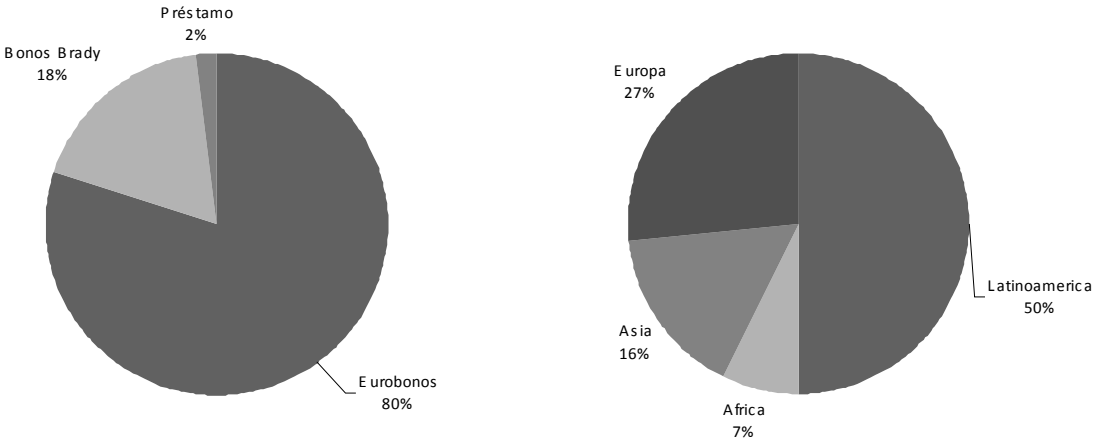
2.3.4.- El EMBI GLOBAL DIVERSIFICADO

El EMBI Global Diversificado es una variación del EMBI Global, el cual se construye utilizando los mismos criterios de selección de los países utilizados en el EMBI Global, pero con la salvedad de que aquellos países con alto nivel significativo de deuda no ingresarían para la construcción de este índice. Para el cálculo de dicho índice se asigna un peso mayor a emisiones poco liquidas de países con bajos niveles de endeudamiento.

El diseño de este indicador busca proporcionar un índice para aquellos inversionistas que enfrentan limitaciones en la exposición del portafolio de inversión a determinados emisores de deuda, y puede ser una referencia apropiada para inversionista con portafolios más pequeños, administrado de forma más activa.

El índice tiene un promedio de vida de sus instrumentos de 11,5 años. Los instrumentos incluyen Bonos Brady, Eurobonos, préstamos negociables, instrumentos denominados en moneda local emitidos por soberanos o entidades cuasi-soberanas. Ver figura 4.

Los países que actualmente integran el índice son: Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Costa de Marfil, Croacia, República Dominicana, Ecuador, Egipto, El Salvador, Hungría, Líbano, Malasia, México, Marruecos, Nigeria, Pakistán, panamá, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Túnez, Turquía, Ucrania, Uruguay y Venezuela.



Fuente: Banco de Inversión J.P. Morgan

Figura 4. EMBI Global Diversificado: Composición por tipo de Instrumento y Región

Los instrumentos que forma parte del índice EMBI Global Diversificado deben seguir los siguientes criterios de selección:

1. El volumen mínimo en circulación del instrumento debe ser igual o superior a los 500 millones de dólares,
2. Al momento de la incorporación al índice, el instrumento debe tener más de dos año y medio de plazo,
3. El instrumento puede ser liquidado internacionalmente.

2.3.5.- Calificadoras de Riesgo.

Las calificadoras de riesgo son empresas financieras especializadas que miden de manera simple el riesgo país de una economía emergente asignándole una categoría o medida llamada rating, las empresas más conocidas que realizan esta medición son Standard & Poor´s, Moody´s y Fitch. Estas empresas evalúan de manera periódica, el riesgo crediticio o de incumplimiento de los países. Para hacerlo, analizan las emisiones de sus deudas y de corporaciones, tratando de medir el grado de riesgo que representan para los inversionistas. Su utilidad a tales calificaciones de acuerdo a la tabla 1, radica en el hecho de que las mismas se asocian a una tendencia u orientación en el comportamiento del riesgo país, así como el facilitar u obstaculizar el acceso al crédito externo de estos países.

Estas empresas varían en cuanto a su antigüedad, prestigio y metodología. Aunque en el mercado financiero internacional son muy respetadas por la rigurosidad científica de sus análisis, no escapan al juego de intereses que mueve al panorama financiero mundial.

Los elementos considerados por estas calificadoras para hacer sus análisis son:

1. desempeño económico,
2. condiciones institucionales (régimen de controles, regulaciones e intervenciones en la economía y las finanzas y
3. el riesgo político.

Tabla 1. Escala de Calificaciones Equivalentes Para Deuda a Largo Plazo.

CATEGORIAS	Standard & Poor´s	Moody´s	Fitch	Comentario
Paises con bajo riesgo	AAA	Aaa	AAA	Máxima capacidad de pago de capital e intereses.
	AA+ AA AA-	Aa1 Aa2 Aa3	AA+ AA AA-	Alta calificación. Muy fuerte capacidad para pagar el servicio de la deuda.
Paises con riesgo normal	A+ A A-	A1 A2 A3	A+ A A-	Calidad media superior. Fuerte capacidad para pagar el servicio de la deuda.
Paises con riesgo superior al normal	BBB+ BBB BBB-	Baa1 Baa2 Baa3	BBB+ BBB BBB-	Calificación media. Capacidad adecuada para pagar el servicio de la deuda.
Paises con dificultad	BB+ BB BB-	Ba1 Ba2 Ba3	BB+ BB BB-	Elementos especulativos. Incertidumbre significativa con respecto al pago de servicio de la deuda.
	B+ B B-	B1 B2 B3	B+ B B-	Grado muy especulativo. Reducida capacidad de pago. Vunerabilidad a morosidad.
Paises dudosos	CCC	Caa	CCC	Posición debil. Posible incumplimiento con los pagos. Vunerabilidad a morosidad.
Paises con problemas graves o no calificados	CC	Ca	CC	Muy especulativa.
	C	C	C	Calidad mínima. Atraso de los pagos
	D	D	D	Incumplimiento con el pago de capital e intereses.

Fuente: Standard & Poor´r, Moody´s y Fitch

2.3.6.- Empresas Especializadas en la medición del Riesgo País.

Existen otras empresas financieras especializadas que analizan y califican el riesgo país de economías emergentes, asignándole una categoría o medida llamada ranking; Las empresas más conocidas que realizan esta medición son Euromoney, Institutional Investor y Coface. Estas empresas realizan sus estudios a través de la consulta de personas calificadas en el tema, sus opiniones sobre los diversos factores, agrupados normalmente dentro de tres categorías a saber: analíticos, crediticios y de mercados.

2.3.6.1.- Ranking de Euromoney, esta institución basa sus estudios de riesgo país en asignación de ponderaciones sobre nueve categorías que se agrupan en los indicadores analíticos, crediticios y de mercado, cuyo peso son 50%, 30% y 20% respectivamente. Los pesos de las nueves categorías de los indicadores son como siguen:

- Indicadores analíticos.
  Analizan las consideraciones de riesgo económico y político. Entre las dos variables se explica el 50% del riesgo país.

  1.-Desempeño económico (25%): se basa en las cifras del PIB per cápita y en los resultados de la encuesta realizada por Euromoney, donde cada calificación del país se obtiene de promedio de las proyecciones para los próximos dos años.

  2.- Riesgo político (25%): se define como el riesgo de no pagar los compromisos derivados de las distintas modalidades de endeudamiento, así como la imposibilidad de repatriación de capitales.

- Indicadores crediticios.
  Analizan una serie de indicadores que evalúan la capacidad de un país para atender su deuda.

  3.- Indicadores de deuda (10%): calculado utilizando los índices que publica el Banco Mundial en su departamento de desarrollo de finanzas globales, incluyéndose: 1) deuda total/PNB, 2) servicio de la deuda/exportaciones y 3) cuenta corriente/ PNB.

  4.- Deuda en default o reprogramada (10%): se basa en el índice de deuda refinanciada/deuda total, tomado de el Banco Mundial en su departamento de desarrollo de finanzas globales.

5.- Calificación crediticia (10%): los valores nominales se asignan a los ratings de Standard & Poor's, Moody's, y Fitch. Donde no hay rating asignado, el puntaje del país es cero.

- Indicadores de Mercado.

  Analizan las deudas y prestamos sindicalizados, clasificando la accesibilidad de cada país en los mercados internacionales.

  6.- Acceso a financiamiento bancario (5%): calculado como porcentaje del PNB, de los desembolsos de préstamos privados, de largo plazo, no garantizados.

  7.- Acceso a financiamiento de corto plazo (5%): toma en consideración la disponibilidad de financiamiento a corto plazo, proveniente de créditos bilaterales de carácter oficial.

  8.- Acceso al mercado de capitales (5%): se refiere al acceso de cada país a préstamos y deuda sindicada en los mercados internacionales a la fecha de la encuesta.

  9.- Descuento por incumplimiento (5%): toma en cuenta los registros de incumplimiento del país respectivo, comparados con el país de menor incumplimiento.

2.3.6.2.- Ranking de Institutional Investor, esta Institución financiera a través de sus publicaciones, realizan su ranking del riesgo país a través de la información suministrada por economistas y analistas de riesgo crediticio de las principales bancas de inversión a nivel mundial. Las calificaciones que realizan estos entes sobre 145 países lo valoran en una escala que va de 0 a 100, donde el mayor puntaje significa una menor posibilidad de incumplimiento o por (default) y viceversa. Los resultados obtenidos estadísticamente son ponderados utilizando una formulación que asigna

mayor importancia a las respuestas de instituciones que tengan una mayor exposición a nivel mundial y que cuenten con sistemas mas sofisticados de análisis. También se les pregunta a estos participantes una ponderación sobre los riesgos políticos, económicos y financieros indicando el orden de importancia para cada región y países seleccionado.

2.3.6.3.- Ranking elaborado por el Grupo COFACE, Este grupo analiza y clasifica los distintos países del mundo tomando en cuenta criterios como el riesgo político, la situación financiera, comportamiento de pago, potencial económico y entorno político. Respecto al potencial de los mercados, se analiza el tamaño de mercado, el poder adquisitivo de la población, el potencial de desarrollo económico y en el nivel de infraestructura. El grupo califica el riesgo como la tasa media de los impago a corto plazo de las empresas de un país, además indica hasta que punto el compromiso financiero de una empresa de un país determinado esta influenciado por la situación económica, financiera y política del mismo.

Las calificaciones se sitúa en una escala de 7 niveles A1, A2, A3, A4 (Grado de Inversión) B, C, D (Grado Especulativo) en orden creciente del riesgo en más de 150 países. La calificación se establece combinando los siguientes criterios de evaluación:

- Vulnerabilidad de la coyuntura.
- Riesgo de crisis de liquidez de divisas.
- Exceso de endeudamiento en el exterior.
- Vulnerabilidad financiera del estado.
- Debilidad del sector bancario.
- Debilidades del entorno político y del gobierno.

- Comportamiento de pago de las empresas.

La descripción de cada nivel es como sigue:

- A1: La situación política y económica muy estable influye de forma favorable en el comportamiento de pago de las empresas, por lo general, bueno. La probabilidad de impago es muy poca.
- A2: La probabilidad de impago sigue siendo escasa, aunque el entorno económico y político del país o el comportamiento de pago de las empresas del país sea algo peor que en los países con calificación A1.
- A3: El comportamiento de pago, en general no tan bueno como en las anteriores categorías A1 y A2., podría verse afectado por una modificación del entorno económico y político del país, incluso si la probabilidad de que esto llevara a un impago siga siendo elevada.
- A4: El comportamiento de pago, a menudo es bastante medio, podría además quedar afectado por un entorno económico y político que podría deteriorarse, la probabilidad de que esto lleve a un impago es aceptable.
- B: Un entorno económico y político inseguro es susceptible de afectar a los comportamientos de pago, con frecuencia mediocres.
- C: El entorno económico y político de país, muy inseguro, podría deteriorar un comportamiento de pago, ya normalmente bastante malo.
- D: El entorno económico y político de país presenta un riesgo muy elevado, que agravará los comportamientos de pago, en general deplorables.

2.3.7.- Análisis Cuantitativos.

A los largo de los años se han venido desarrollando serios estudios en la determinación de modelos del riesgo país, a través de métodos estadísticos que permitan describir el comportamiento probable del índice, los más comunes son *los modelos de regresión*, los cuales miden la sensibilidad de algunas variables independientes o explicativas sobre una variable llamada dependiente. Estos incluyen análisis estadísticos que correlacionan el riesgo país con una variable explicativa y tratan de identificar su importancia relativa. Sin embargo no llegan a cuantificar la prima de riesgo, dada la dificultad de expresar, numéricamente, una serie de factores cualitativos que influyen en ella. De hecho, la mayoría de los trabajos sobre riesgo país tratan de aproximarse a su cuantificación, desarrollando correlaciones entre el comportamiento de los diferenciales de tasas de interés de distintos tipos de deudas y el riesgo país determinado mediante los ratings o ranking calculado por algunas de las metodologías mencionadas anteriormente.

Dentro de los modelos que utilizan las regresiones se encuentran *los modelos econométricos*. Los resultados obtenidos dependen de la veracidad y certeza de los datos que se utilicen. Este tipo de herramienta estadística permite realizar pronósticos, mediante el estudio de la información histórica. Los modelos planteados resuelven una serie de ecuaciones simultáneas que evalúan la probabilidad de pago de una determinada nación. Su manejo es poco costoso y puede ser utilizado de manera relativamente sencilla una vez obtenidos los datos numéricos.

CAPITULO III

3.- MARCO METODOLOGICO.

El Marco Metodológico es una estrategia general en la cual se expone la metodología utilizada para la realización del estudio de investigación. En este sentido se muestra los métodos, técnicas, lineamientos y procedimientos empleados que permitan alcanzar los objetivos propuestos, originando las conclusiones y recomendaciones del proyecto.

De tal manera que el objeto del presente trabajo es analizar por medio de observaciones estadísticas las mediciones del riesgo país a través de los índices EMBI+, que permitan explicar las variaciones de ganancias o perdidas de las inversiones realizadas y por tanto cuál ha sido el impacto que ha producido en Venezuela para el periodo de estudio del año 2006, como País emergente que requiere de inversiones en Mercado Internacional. Así mismo evaluar e interpretar los aspectos más relevantes de este mecanismo en cuanto a sus criterios de selección que permitan señalar las condiciones necesarias que debe poseer el País en una buena medición y por consiguiente en un nivel de riesgo aceptable para el futuro inversor.

Por último se realizara un estudio comparativo a través de estadísticas de las mediciones del riesgo país por medio de los índices EMBI+ sobre algunos países latinoamericanos de mercados emergentes respecto al nuestro, adquiriéndose así la relevancia de dicho comparativo, o al observar su evolución en el tiempo.

3.1.- TIPO DE INVESTIGACION.-

La investigación es de tipo descriptiva y de carácter documental, considerando la naturaleza del problema y los objetivos propuestos. Documental ya que se fundamentó en revisión y estudio de documentos, publicaciones, artículos, trabajos de investigaciones, páginas web y demás opiniones. Y como lo expresa La Universidad Pedagógica Experimental Libertador (UPEL) en su "Manual de Trabajo de Grado de Especialización, Maestría y Tesis" (2005, p.15) La Investigación Documental comprende el estudio de problemas con el propósito de ampliar y profundizar el conocimiento de su naturaleza, con apoyo principalmente, en trabajos previos, información y datos divulgados por medios impresos, audiovisuales o electrónicos. La originalidad de un estudio se refleja en el enfoque, criterios, conceptualización, reflexiones, conclusiones, recomendaciones, y en general, en el pensamiento del autor.

A su vez La Investigación Descriptiva señalada por Hernández S., R., Fernández, Carlos y Baptista, Pilar (1998), presenta una descripción específica en cada uno de sus objetivos propuestos; por tanto, es descriptiva en cuanto al tipo de conocimiento porque no se ocupa de la verificación de hipótesis, sino de la investigación de la información que contempla el marco teórico. En cuanto a su tipología "….buscan especificar las propiedades importantes de personas, grupo, comunidades o cualquier otro fenómeno que sea sometido al análisis."

3.2.- DISEÑO DE LA INVESTIGACION.

Al diseño de la investigación le corresponde determinar previamente los pasos a seguir para abordar cada uno de los objetivos propuestos, así como la estrategia o plan que determina las operaciones necesarias para hacerlas.

Por tal razón, la investigación planteada se enfoca al diseño bibliográfico de investigaciones documentales como la del Banco Central de Venezuela, fuentes escritas y electrónicas, consultas a través de Internet de organismos gubernamentales como: Banco Central de Venezuela y el Ministerio de Finanza, y intergubernamentales como: Calificadoras de Riesgos, Banca Internacional, libros, folletos, informes económicos como: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo, prensa escrita como: El Universal y El Nacional entre otros. Además, como parte para complementar la información se realizaron consultas en la biblioteca de la Universidad Católica Andrés Bello, del área de investigaciones de postgrado.

CAPITULO IV

4.- ANALISIS Y DESARROLLO DEL INDICADOR RIESGO PAIS EN VENEZUELA. ESTUDIO COMPARATIVO CON OTROS PAISES LATINOAMERICANOS.

En este capítulo se expone el análisis del indicador riesgo país en Venezuela, a través del estudio del comportamiento del índice EMBI+ (Índice Creciente de Bono en los Mercados Emergentes) de manera gráfica para el año 2006; construido sobre la base del levantamiento estadístico de estos índices publicados por el Ministerio de Finanzas de la República Bolivariana de Venezuela de manera diaria a través de su portal y que para la interpretación del estudio se construyó de manera mensual. Así mismo, bajo esta misma filosofía se hizo un estudio comparativo del índice de Venezuela respecto a otros países latinoamericanos. A su vez antes de visualizar el contexto antes expuesto, se analizarán los criterios de selección que contempla Venezuela, para colocar sus instrumentos de deudas en bonos soberanos en los mercados financieros internacionales que deben formar parte en la construcción del índice EMBI+ y así medir el diferencial o spread respecto a bonos considerados de bajo riesgos como los bonos de la reserva federal de los Estados Unidos de Norteamérica, que no son los únicos, pero en la práctica son los más utilizados en los mercados financieros internacionales.

Ahora bien, en la construcción de estos índices los criterios de selección que el Banco de Inversión JP Morgan elabora, son los exigidos según el punto señalado como: “Principales metodologías y forma de calcular el riesgo país” apartado índice EMBI+ de esta monografía, y que expondremos nuevamente, pero sometiéndolos a un análisis de su contexto punto a punto. Dichos criterios se refieren a:

1.- El país “Venezuela” debe ser un mercado emergente que tenga la fortaleza de pagar o erogar su deuda externa.

En efecto nuestro país, por ser un país en vías de desarrollo, necesita de grandes inversiones para la construcción de importantes plataformas que le permitan la obtención y transformación de materias primas requeridas para su desarrollo, y con ello fortalecer todo el que hacer y la convivencia nacional es sus aspectos políticos, económicos y sociales. Así mismo, Venezuela cuenta con el aval de poseer en sus tierras importantes materias primas (comoddities), siendo el petróleo la de mayor relevancia del cual se cuenta con grandes reservas probadas que le permiten ser una de las naciones con mayor potencial de este recurso no renovable en el mundo. Esta ventaja natural le genera hoy en día gran cantidad de flujos de divisas, a través de las cuales puede erogar deudas contraídas en cualquier inversión o compromiso financiero. En esta línea, debe destacarse el aumento de la buena voluntad de la actual administración de cumplir puntualmente con sus obligaciones (tal y como lo indica la amortización de hasta un 17% en el año 2006). Aspectos que se aglutinan en una mejor percepción del riesgo país medido a través del EMBI+.

2.- El volumen mínimo en circulación del instrumento debe ser igual o superior a los 500 millones de dólares.

3.- Al momento de la incorporación al índice, el instrumento debe tener más de un año de plazo.

4.- El instrumento puede ser liquidado internacionalmente.

En relación a los criterios 2, 3 y 4, responde a los instrumentos que actualmente negocia Venezuela en los mercados financieros internacionales. Estos están representados por los llamados bonos soberanos, que son instrumentos de deuda emitidos por la República Bolivariana de Venezuela, que otorgan a su poseedor el derecho de percibir los intereses en divisas, así como

el reembolso de capital, también en divisas. Además pueden ser negociados tanto en el mercado interno, en el mercado nacional, como en el mercado internacional en divisas. Así mismo cuentan con algunos bonos Brady y emisión de bonos en monedas del Euro. En la tabla número 2, al cierre del año 2006 se presenta la cesta de bonos soberanos que incorporan a los índices de riesgo país.

Tabla 2. Cesta de Bonos Venezolanos incorporados a los Índices de Riesgo País.

PRECIO BONOS SOBERANOS (%) AL 29-dic-2006	**Monto en circulación en millones de USD**
Argentina Boden 2012 - 3,924%	72,500
Brasil Globales 27 - 10,125%	140,125
Brasil Brady C - 2014	132,500
Colombia Globales 2 7- 8,375%	106,813
México Globales 26 - 11,5%	161,063
Venezuela Globales 10- 5,375%	98,313
Venezuela Globales 13 - 10,75%	124,000
Venezuela Globales 14 - 8,5%	113,188
Venezuela Globales 18 - 13,625%	153,500
Venezuela Globales 18 - 7%	103,063
Venezuela Globales 27 - 9,25%	127,500
Venezuela Globales 34 - 9,325%	132,000
Venezuela Euro 2008 - 11%	107,700
Venezuela Euro 2011 - 11,125%	123,600
Venezuela Euro 2015 - 7%	106,75
Venezuela USD2016 - 5,75%	94,563
Venezuela USD2020 - 6%	93,125
Venezuela 2011-Float	99,375
Venezuela USD2025 - 7,65%	108,938

Existen hoy en día variantes de estos bonos soberanos como los bonos 2010, 2011, 2016, 2018, 2020 todos ellos representan para el Banco de Inversión Internacional JP Morgan instrumentos que se acogen a los criterios antes mencionados, ya que; el volumen de circulación mínimo que se cotizan son de 750.000.000 millones de dólares ($), pueden tener el dominio de

Eurobonos de conformidad con la Regulación S[4]; son instrumentos a largo plazo a más de un año, con rendimientos promedio de un 6% y que definitivamente pueden ser liquidados en los mercados financieros internacionales. También pueden darse el caso de instrumentos combinados, que son bonos que cumplen con los criterios de selección antes señalados.

El último criterio que a continuación se expone, y a juicio de los inversionistas el más importante se refiere a:

5.- El instrumento debe tener una calificación crediticia igual o más baja que BBB+ / Baa1.

Como se expuso en el marco teórico, para realizar una calificación del riesgo país por las calificadoras de riesgo o empresas especializadas, se deben considerar un conjunto de parámetros tanto del entorno político, económico, financiero y social del país, y, de acuerdo a cada metodología que aplican con rigurosidad científica, para luego obtener un resultado de su evaluación, el cual exponen en una medición llamadas rating o ranking. Cada una de estas empresas, se exigen un criterio formal para llegar a la puntuación o calificación crediticia que le asignan a cada nación o economía emergente. Es importante destacar que dentro de los aspectos que evalúan, en el desempeño económico estudian y realizan lectura de los factores o variables macroeconómicas más representativo de cada nación, emitidas normalmente por los Bancos Centrales, las calificadoras ponderan de manera porcentual un peso a este primer factor, así mismo emiten juicio y ponderan sobre aspectos que influyen en las condiciones institucionales y de mercado, como regímenes, controles,

[4] El Bono 2016 y el Bono 2020 no han sido ni serán registrados bajo la Ley de Mercado de Capitales de los Estados Unidos de América (Securities Act of 1933) y están siendo ofrecidos sólo fuera de los EE.UU. de conformidad con la Regulación S de la antes mencionada Ley de Mercado de Capitales de los Estados Unidos de América.

regulaciones en intervenciones en la economía y finanzas, por ultimo uno de los aspecto más importantes e influyente que intervienen en la ponderación porcentual es el político, caracterizado por la incertidumbre o riesgo político y de gobierno, el cual evalúan la situación de estabilidad democrática y su sostenibilidad en la conducción del bienestar de su pueblo. La suma porcentual de estos tres aspectos es la calificación que en letras o números obtienen las calificadoras y empresas especializadas.

Venezuela se ubico bajo la calificación de BB- para el año 2006, calificación que se interpreta como país con dificultad ó con elementos de inversión especulativa ó incertidumbre significativa al pago del servicio de la deuda, como ilustramos a continuación en tabla 3, por cada calificadora y empresas especializadas más importantes:

Tabla 3. Calificación de Venezuela para el año 2006 por el Grupo de Calificadoras y Empresas Especializadas de Riesgo País.

El hecho de que Venezuela haya sido objeto de esta calificación, cobra vital importancia para analizar los factores tanto económicos como políticos que influyeron en esta asignación en los últimos años y en especial para el año 2006. Para ello en primer lugar nos apoyaremos em la siguiente tabla 4, que ilustra las variables macroeconómicas más importantes que permiten describir

la situación del país, así como sendos informes[5] emitidos por La CEPAL, BID, y el Banco Central de Venezuela, sobre la situación económica y política del país.

Tabla 4. Variables Macroeconómicas de Venezuela.

Rubros	2006	2005	2004	2003
Producto Interno Bruto (PIB)	10,3	10,3	18,3	7,8
Inflación %	17,0	14,4	19,2	27,1
Balanza Cuenta Correinte (Mil Mill $ USA)	27.149	25.447	15.519	11.796
Importaciones de bienes y servicios (Millones Bs.)	19.717.790	15.044.891	11.131.210	7.059.953
Exportaciones de bienes y servicios (Millones Bs.)	11.196.586	11.721.660	11.295.862	9.936.047
Reservas (Mil Mill $ USA)	35,0	30,4	24,2	21,4
Desempleo	8,4	8,9	10,9	14,6
PIB Actividad Petrolera (Millones Bs.)	7.103.400	7.251.743	7.360.757	6.472.229
PIB Actividad No Petrolera (Millones Bs.)	38.763.516	34.704.747	30.934.134	26.649.846
Precio de Petroleo (US$/Barril) PDVSA	52,31	48,28	31,60	
Tasa de Intéres Activa Nominal	15,9	15,6	17,3	25,7
Tasa de Intéres Pasiva Nominal	10,4	11,7	12,6	17,2
Liquidez Monetaria (Miles de Bs.)	118.806.066	69.858.369	45.839.682	30.993.636
Tipo de cambio Bolívar/Dólar (fin de año)	2.150	2.150	1.920	1.600

Superada la crisis económica del año 2003, producto del paro petrolero y la crisis política que género perdidas irreparables a la nación, Venezuela se ha remontado de hasta un 6,2% del PIB hasta el año 2006, constituyéndose en la cuarta economía de América Latina, tras Brasil, México y Argentina. Apoyada en la favorable coyuntura que viene protagonizando los precios del petróleo en los mercados internacionales, la economía ha logrado acumular 15 trimestres consecutivos de crecimiento caracterizado por una senda sostenida de incremento de la producción nacional, que ha oscilado entre un 9% y un 10%.

[5] Los informes aquí planteados son los siguientes:

1. "Informe para la comisión económica para América Latina y el Caribe" CEPAL,
2. "Informe Anual 2006" del Banco Interamericano del Desarrollo (BID) y
3. "El Informe Económico 2006" del BCV.

El súbito crecimiento de la economía desde la vertiente de la oferta se asocia, fundamentalmente, al incremento de la producción del sector privado no petrolero. Este impulso ha generado en la demanda agregada interna una recuperación generalizada de todas las ramas de actividad, especialmente en el caso de las instituciones financieras y seguros, la construcción, el comercio, las comunicaciones y la manufactura.

Por su parte, la producción del sector petrolero acumula una caída sostenida desde el año 2005. Su producción está según los expertos por el orden de los 2,3 millones de barriles diarios, lo cual permite que el sector mantenga un retraso o no conclusión de las inversiones necesarias por parte de Petróleo de Venezuela (PDVSA), y por otro lado, a los cambios fiscales e institucionales que forman parte de la estrategia de soberanía petrolera.

Hoy por hoy Venezuela se puede catalogar de monoexportadora, ya que el grueso de las divisas que ingresan a nuestro país, viene precisamente del recurso del petróleo que representan estructuralmente un 80% de las exportaciones y aproximadamente un 50% de los ingresos recurrentes del sector público, lo que implica que la nación ha visto incrementado sus arcas a través de este concepto, además de los tributos de naturaleza no petrolera como el Impuesto al Valor Agregado IVA y el Impuesto sobre la Renta IRPF. Por lo que para el Estado estos ingresos le han permitido incrementar el gasto público por encima de un 40% desde el año 2004. Cabe destacar que el objetivo de la política fiscal se ha centrado en promover el crecimiento y la recuperación económica a través de un mayor dinamismo de la demanda agregada interna.

Esta expansión desmedida del gasto público ha traído un cúmulo de efectos perniciosos, que se han incrementado en nuestro país, debido a la presencia de controles. En primer lugar debe destacarse el incremento sostenido en la liquidez monetaria, en torno a un 60% promedio anual en el

período (2003 - 2006), dado el control de cambios instaurado desde el año 2003. Este hecho ha obligado, continuamente, al Banco Central de Venezuela a incrementar sus pasivos para evitar una elevación súbita en los precios. En este sentido, el valor de los títulos emitidos en moneda nacional por la autoridad monetaria ha aumentado (en moneda local) un 170%, desde diciembre de 2003.

Más aún, en el año 2006 el Banco Central se vio en la necesidad de emprender un conjunto de acciones complementarias para contribuir a aminorar la tendencia inflacionaria. En este sentido, realizó modificaciones tanto en las tasas de interés como en los plazos de los instrumentos empleados en las operaciones de mercado abierto, igualmente en la metodología de cálculo empleada para fijar los topes máximos y mínimos de las tasas de interés de las instituciones financieras y realizó cambios en la política de encaje legal.

Este esfuerzo mayúsculo de la autoridad monetaria por contener las presiones inflacionistas, aunado a la permanencia del régimen de administración de divisas, al control de precios en algunos rubros del IPC (iniciada en 2003), junto con el establecimiento y ampliación de una red alternativa de distribución de alimentos y bienes de primera necesidad (MERCAL), han tenido un resultado exiguo.

Todos estos elementos expuestos anteriormente, junto a las limitaciones de la oferta y frente al incremento de la demanda agregada, han redundado en una escalada en el nivel de precio como también en una inflación superior a dos dígitos, la más alta de toda Latinoamérica.

Este mayor impulso en la demanda doméstica, favorecido por un incremento en la oferta oficial de dólares y un tipo de cambio fijo, se ha trasladado hacia el mercado exterior, con lo que la senda exhibida por los bienes importados (fundamentalmente de consumo intermedio y de capital) se

presenta con un crecimiento vigoroso por encima del 30% anual, desde el año 2004. Hay que destacar que a pesar de la entrada masiva de reservas internacionales, producto de la coyuntura petrolera, el comportamiento de las compras externas no es sostenible en el medio plazo. Para el mes de septiembre, el nivel de reservas internacionales, disponible en las arcas del banco central, financiaría tan sólo 9 meses de importaciones, cinco menos que en el mismo período del año anterior.

Por otro lado, este auge en las importaciones ha supuesto una competencia y por tanto un obstáculo para la total recuperación del tejido productivo del país. A esta limitación se añade las distorsiones en el coste real de producción de algunos bienes elaborados por el tejido empresarial. Así, las empresas que trabajan con insumos importados y cuyo precio es objeto de regulación, no pueden trasladar vía precio el coste real de su producción. Por tanto, la única salida para el sector industrial es reorientar sus factores de producción hacia otras actividades quizás menos óptimas.

Aunado a las condiciones económicas, se unen las tensiones políticas y los enfrentamientos sociales que han caracterizado el mandato de la actual administración. Hechos como las anunciado por el Presidente de la República, concretamente la nacionalización de la CANTV y la Electricidad de Caracas, el retiro formal a la Comunidad Andina de Naciones, y el retiro del grupo de los tres (México, Colombia y Venezuela), así como su deseo de reelegirse indefinidamente como presidente para finales del año 2007, a eliminar la autonomía del Banco Central de Venezuela, el reorientar políticamente al país hacia un socialismo eliminando el sistema capitalista actual totalmente, igualmente el enfrentamiento continuo del tejido productivo e industrial del país. Todo ello, hace que las calificadoras de riesgo y empresas especializadas hayan estimado el puntaje de BB- a Venezuela, como país con dificultad o riesgo especulativo, y por tanto una de las peores calificaciones en América Latina.

Una vez analizados los criterios de selección de los instrumentos de deudas que formaran parte del índice EMBI+ para Venezuela, y su impacto en los mercados financieros internacionales, a continuación se estudiará cual ha sido la trayectoria de manera gráfica de este índice en los últimos años y especialmente para el año 2006. Para ello nos apoyaremos en las estadísticas que publica el Ministerio de Finanzas en su página Web http://www.mf.gov.ve, sobre el índice, construida de manera mensual.

De acuerdo a los datos suministrados en la tabla 5 y previo análisis de los mismos, se construyeron las siguientes figuras 5 y 6.

Tabla 5. Estadísticas EMBI+ de Venezuela respecto a el Índice EMBI+ General para los años 2004, 2005 y 2006.

	Año 2004		Año 2005		Año 2006	
Meses	**Venezuela**	**EMBI+**	**Venezuela**	**EMBI+**	**Venezuela**	**EMBI+**
Enero	461	369	461	369	247	212
Febrero	729	451	435	346	235	190
Marzo	666	428	461	393	202	193
Abril	689	489	506	389	174	179
Mayo	662	508	504	372	210	212
Junio	638	493	466	314	226	221
Julio	586	463	428	291	195	194
Agosto	548	432	422	296	208	192
Septiembre	490	422	309	247	232	205
Octubre	458	414	302	258	227	192
Noviembre	407	380	323	241	232	199
Diciembre	406	353	320	241	181	168

Fuente: Ministerio de Finanzas en su página Web: http://www.mf.gov.ve

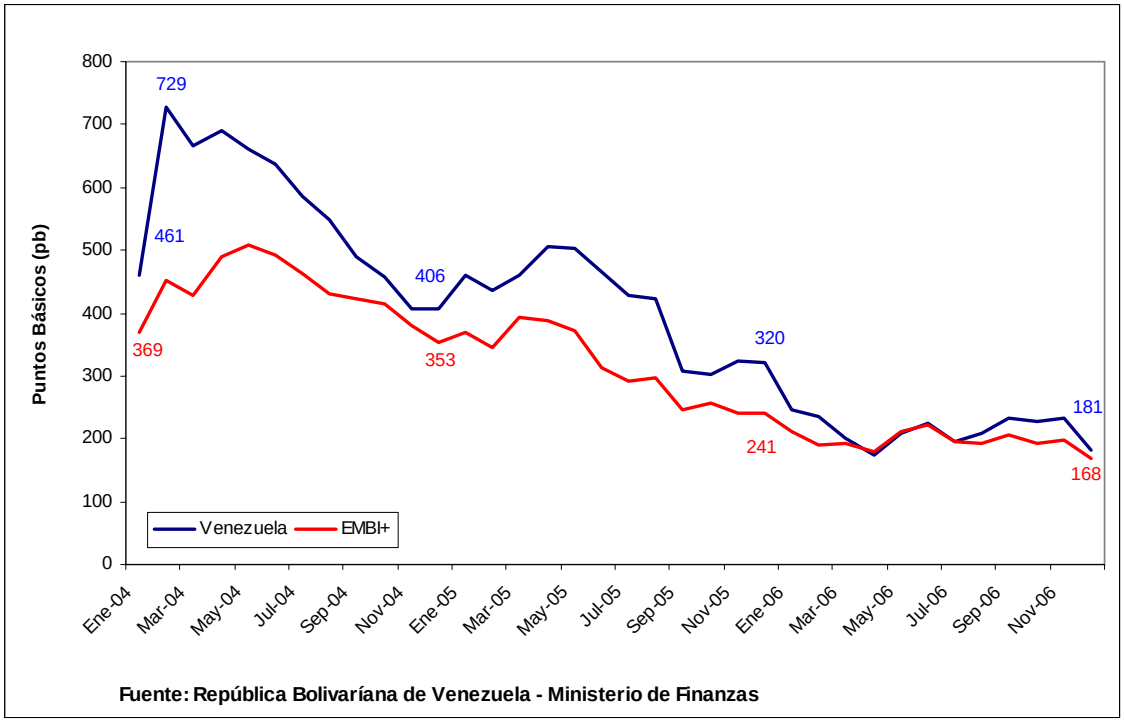


Figura 5. Evolución del Indicador Riesgo País EMBI+ para los años 2004 - 2006

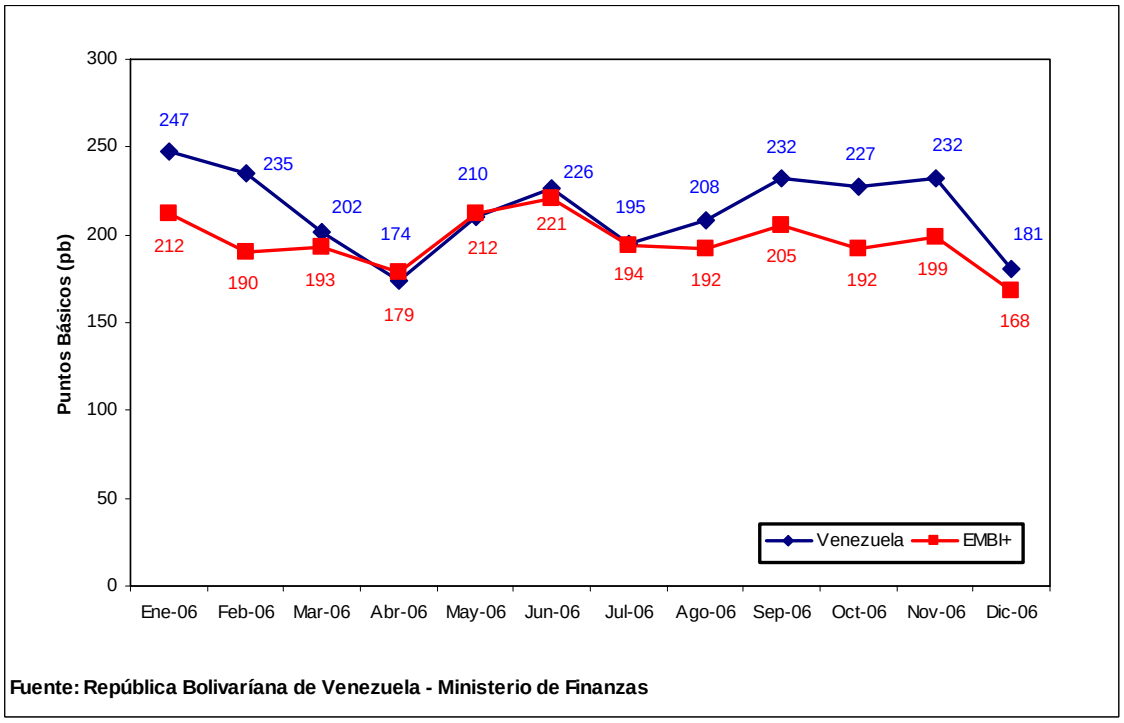


Figura 6. Indicador Riesgo País EMBI+ año 2006

Como se puede observar en las figuras 5 y 6, Venezuela en los últimos años ha logrado una franca recuperación en el indicador de riesgo país EMBI+, sobre la base de la relación porcentual del diferencia o spread de los bonos soberanos respecto al porcentual de riesgo sobre los bonos del tesoro americano considerado libre de riesgo, ubicándose a finales del 2006 en 181 puntos básicos (pb), y para finales del año 2005 cerró en 320 puntos básicos (pb), por lo que el índice presentó una disminución interanual del (-43,44%) puntos básicos.

El otro planteamiento que se estudió dentro de los objetivos específicos de la presente monografía, fue el comportamiento del índice EMBI+ de Venezuela respecto a otos países latinoamericanos y dentro del mismo periodo de estudio año 2006. Por lo tanto, el índice del riesgo país adquiere una gran relevancia al compararlo con el valor del índice de otros países y al observar su evolución en el tiempo, como reflejan las estadísticas de la tabla 6, que facilito luego la elaboración de la figura 7, la cual permitió realizar dicha comparación.

Tabla 6. Estadísticas EMBI+ de Países Latinoamericanos para el año 2006.

Indicadores de Riesgo Pais (EMBI +) Año 2006							
	Venezuela	**Colombia**	**Brasil**	**Mexico**	**Peru**	**Argentina**	**EMBI+**
Enero	247	189	260	112	149	422	212
Febrero	235	154	221	97	132	360	190
Marzo	202	168	235	129	177	339	193
Abril	174	156	218	121	183	314	179
Mayo	210	206	269	144	183	368	212
Junio	226	243	249	139	188	384	221
Julio	195	205	220	119	148	341	194
Agosto	208	202	220	109	134	319	192
Septiembre	232	209	231	121	134	342	205
Octubre	227	179	222	112	151	294	192
Noviembre	232	191	223	121	158	299	199
Diciembre	181	145	191	98	119	216	168

Fuente: Ministerio de Finanzas en su página Web: http://www.mf.gov.ve

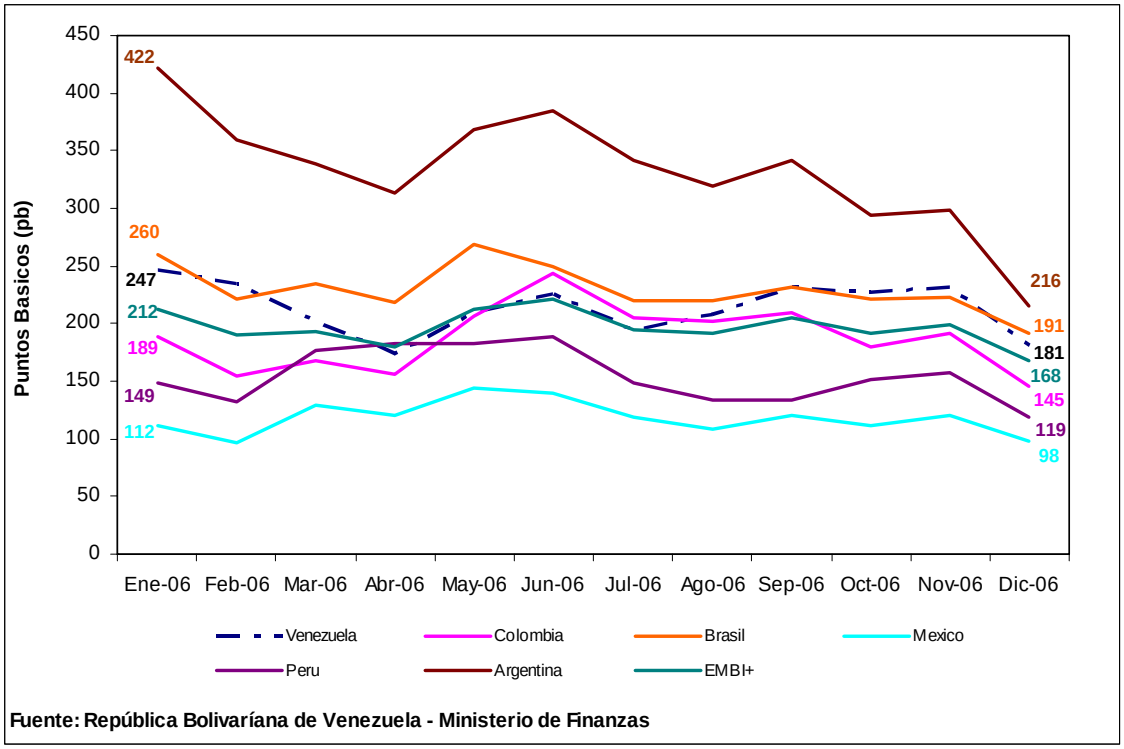


Figura 7. Indicador Riesgo País EMBI+ año 2006 en Países Latinoamericanos

Como se puede observar el comparativo del índice EMBI+ de los países expuesto respecto a nuestro, es que a excepción de Argentina, que tiene la mayor puntuación, tanto Venezuela como Brasil se han intercambiado la segunda mayor calificación durante el año 2006, lo que implica que nuestro país ha mantenido una ponderación muy alta y en definitiva estamos en la conyutura de ser una nación con riesgo especulativo. Por otro lado vemos que México tiene el menor índice ya que cuenta con el aval de ser frontera con los Estados Unidos de Norteamérica y Canadá con un amplio margen de manejo de mercados financieros, así como la influencia del desarrollo que ostentan estas dos naciones, además ha mantenido un buen desempeño económico en los últimos años.

En general los países latinoamericanos vienen disminuyendo los spreads de sus deudas, ya que han alcanzado en los últimos años una recuperación económica sustentable del orden de un 6% interanual. Con algunas

excepciones la estabilidad de la deuda ha sido unos de los principales factores que ha permitido la disminución del índice EMBI+, junto con el crecimiento del PIB y el mejoramiento de la situación fiscal que ha mantenido la inflación en cifras de un dígito.

El crecimiento de la región se espera siga siendo bueno, pues las economías latinoamericanas continuarán estando entre los principales beneficiarios de la demanda de los países como China y India que necesitan materias primas.

Por otro lado a pesar de las buenas expectativas para continuar con un índice EMBI+ a la baja, hay algunas presiones en sentido contrario, como el enfriamiento económico de los Estados Unidos de Norteamérica respecto a sus tasas de interés y su déficit fiscal, las condiciones de financiamiento internacionales se están estrechando como parte de la agitación reciente en los mercados globales, pero los términos siguen siendo favorables y probablemente minaran seriamente el crecimiento de la región.

Como un punto adicional, otra publicación estadística importante que presenta el Ministerio de Finanzas en su portal, son los índices del EMBI Global Diversificado, mercado financiero al cual también tiene acceso nuestro país en cuanto a sus bonos soberanos como instrumento de inversión. Veamos el comportamiento de este índice en la figura 8, de acuerdo a la estadística en la tabla 7, obtenida para el índice en cuestión.

Tabla 7. Estadísticas EMBI Global Diversificado para el año 2006.

EMBI Global Diversificado	
	Venezuela
Enero	248
Febrero	236
Marzo	199
Abril	168
Mayo	211
Junio	237
Julio	190
Agosto	208
Septiembre	232
Octubre	219
Noviembre	237
Diciembre	181

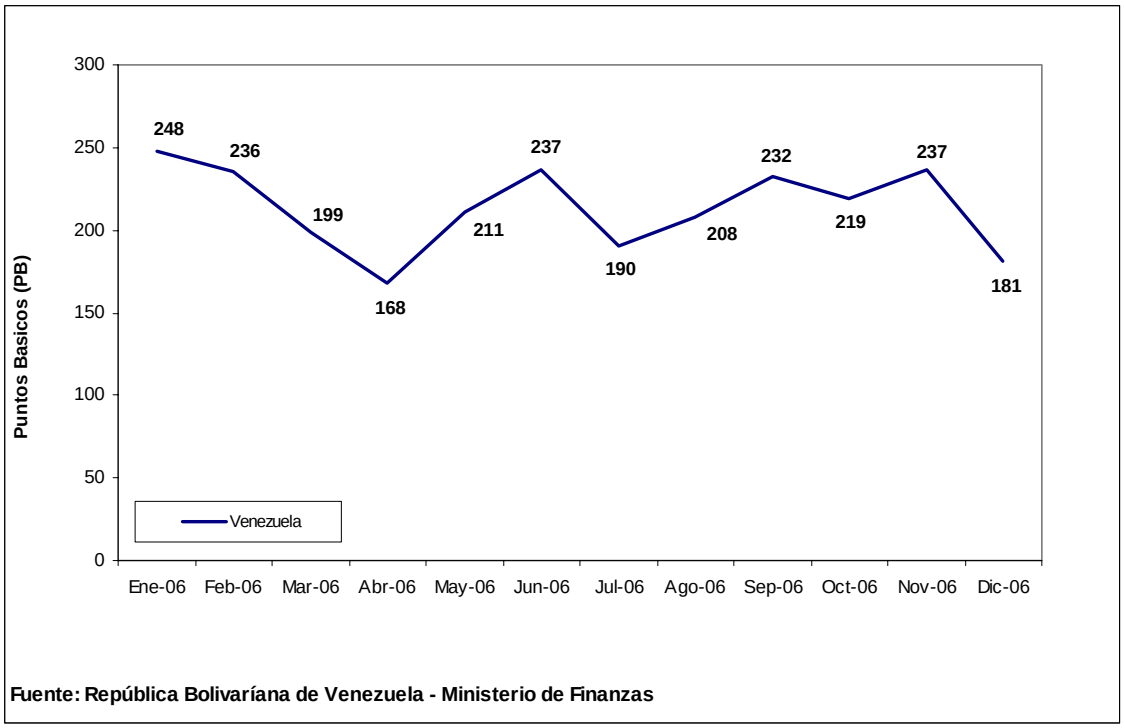


Figura 8. Indicador Riesgo País EMBI Global Diversificado año 2006 para Venezuela

Como se puede apreciar el comportamiento del índice EMBI Global Diversificado es muy similar al EMBI+ de la figura 6, es decir, también tenemos un alto indicador para este mercado, pero con leve recuperación.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.-

- **CONCLUSIONES**

Si bien se ha descrito que el índice del riesgo país, es un índice importante que les permite a los inversionistas establecer cuál sería su exposición al riesgo en invertir en países emergentes y en cuya valoración existen organismos internacionales que establecen estos indicadores a través de mecanismos de medición, su determinación definitivamente es un proceso complejo, ya que existen factores cualitativos inherentes a cada país en aspectos políticos, económicos y sociales, que no permiten establecer una formulación meramente matemática en la obtención de dicho índice, para la importante toma de decisiones que deben asumir los inversionistas.

Venezuela como economía emergente, que necesita de grandes inversiones para la obtención y transformación de materias primas requeridas para su desarrollo, en la actualidad presenta bajo un entorno internacional favorable, incrementos firmes y sostenidos de la cotización de los precios del petróleo de los mercados financieros internacionales que le han permitido mantener un creciente repunte en su economía en términos del PIB y reducción de los niveles de desempleo, así como una cuenta corriente, balanza de pagos e incrementos sustanciales en sus reservas internacionales muy favorables, todo ello hace pensar que el país tiene la suficiente solvencia como para erogar el pago de su deuda y por tanto las calificadoras de riesgos y los inversionistas deberían vernos con bajo riesgo, más no es así.

Estas premisas de crecimiento, no han sido suficientes para elevar satisfactoriamente el nivel de inversión internacional que se requiere, debido en gran medida a la visión y percepción que tienen los inversionistas del país. Los organismos financieros internacionales como las calificadoras de riesgos y empresas especializadas le han asignado a Venezuela una de las más altas calificaciones en América Latina, por que al evaluar factores internos como el

comportamiento político, económicos y sociales, encuentran en sus ponderaciones una exposición al riesgo sobre los mismos. Actualmente esta economía, adolece de una condición gubernamental importante en el manejo de las variables macroeconómicas que se deben implementar, así mismo la inestabilidad política que se vive y confronta en el país, y es quizás el elemento de mayor impacto en las decisiones de inversión de los empresarios de capital extranjero y en la ponderación negativa que hace que nuestra calificación mantenga un alto ranking.

Por último, revisando cual ha sido el comportamiento de la evaluación histórica de los últimos seis años del índice EMBI+ de Venezuela sobre el diferencial o spread de sus instrumentos de inversión como lo son los bonos soberanos respecto a los bonos soberanos de la reserva federal de los Estados Unidos de Norteamérica con características financieras muy similares pero considerados de bajos riesgos, se observa una tendencia hacia la baja en estos últimos años, sin embargo visto comparativamente con los índices EMBI+ de otros países latinoamericanos, se esta en presencia de una de las naciones con mayor nivel de riesgo, que la hace vulnerables cuando se trata de obtener inversiones necesarias que requiera nuestro país en los años venideros para la conducción del desarrollo definitivo que deseamos alcanzar como nación.

- **RECOMENDACIONES**

1. Sería de gran importancia, la creación de una cátedra que estudie el indicador Riesgo País, dada la suprema relevancia que este tema tiene para diagnosticar y comprender al entorno económico y financiero; complementando con ello la formación profesional de quienes se especializan en el mundo de las finanzas.
2. Promover el conocimiento analítico de la herramienta Riesgo País para que estudiantes y profesionales de los diferentes programas

de formación de la Universidad, estén en capacidad de hacer propuestas y asesorar a las instancias gubernamentales responsables de las políticas económicas y financieras del país y a través de la aplicación de estrategias, modificar progresivamente la clasificación de Riesgo País que actualmente tiene Venezuela. Demostrando de forma coherente e inequívoca a grupos de inversionistas extranjeros, los recursos potenciales con lo que cuenta y la intención de reglas claras bajo la premisa de ganar – ganar.

BIBLOGRAFÍA.-

Bello R. Gonzalo (2004). Operaciones Bancarias en Venezuela: teoría y práctica. Caracas: Universidad católica Andrés Bello.

Banco Central de Venezuela (2000). El Riesgo País y sus determinantes. Cuadernos BCV, Serie Técnica.

García Freites, José Alberto (2004). Riesgo País: factores determinantes en el caso venezolano 1998-2000. Colección Banca Central y Sociedad BCV, Serie documento de trabajo oficina de investigación económica.

Hernández S., R., Fernández, Carlos y Baptista, Pilar (1998). Metodología de la Investigación. Segunda Edición, Editorial Mc Graw-Hill, México D.F.

Levi Maurice D. (1997). Finanzas Internacionales. McGraw-Hill Interamericana Editores, S.A. Tercera Edición, México D.F.

Moyer Charles, Guigan James y Kretlow William (1998). Administración Financiera Contemporánea. Séptima Edición. International Thompson Editores. México.

Pablo, Eduardo (1995). La percepción del riesgo país en Venezuela. Ediciones IESA. Caracas.

Santaella Peñaloza, Zuleyma del Rosario (2003). Guía para la elaboración formal de reportes de investigación. Caracas: Universidad Católica Andrés Bello.

Universidad Pedagógica Experimental Libertador (UPEL) (2001). Manual de Trabajo de Grado de Especialización, Maestría y Tesis. Fondo Editorial de la Universidad Pedagógica Experimental Libertador.

Paginas consultada de Internet

www.bcv.org.ve (Banco Central de Venezuela)

www.cofaceratings.com

www.el-nacional.com

www.eud.com (página del Universal)

www.euromoney.com

www.fitchratins.com

www.iimagazine.com

www.imf.com (Fondo Monetario Internacional).

www.institutionalinvestor.com

www.jpmorgan.com

www.mf.gov.ve (Ministerio de Finanzas)

www.moodys.com

www.inosanchez.com (Administración, Inversiones, Economía y Finanzas)