



UNIVERSIDAD CATÓLICA ANDRÉS BELLO  
VICERRECTORADO ACADÉMICO  
DIRECCIÓN GENERAL DE LOS ESTUDIOS DE POSTGRADO  
ÁREA DE CIENCIAS ECONÓMICAS  
Postgrado en Administración de Empresas

**Trabajo Especial de Grado**

***RIESGO PAÍS. FACTORES QUE INCIDIERON EN SU DETERMINACIÓN  
EN VENEZUELA PARA EL PERÍODO 2008-2012***

presentado por:

Lic. Roxana Castillo

para optar al título de

Especialista en Administración de Empresas

Mención: Finanzas

Tutor:

Profesor. Daniel Lahoud

Caracas, julio 2014



## Contenido

INTRODUCCIÓN .....	5
CAPÍTULO I .....	8
EL PROBLEMA.....	8
1.1 Planteamiento del Problema.....	8
1.2 Objetivos de la Investigación .....	12
1.2.1 Objetivo General .....	12
1.2.2 Objetivos Específicos .....	12
1.3 Justificación e Importancia .....	12
1.4 Alcance y Limitaciones .....	13
CAPITULO II.....	14
MARCO TEÓRICO .....	14
2.1 Antecedentes de la Investigación .....	14
2.2 Bases Teóricas.....	17
2.2.1 <i>Relación entre rendimiento y riesgo</i> .....	17
2.2.2 <i>Riesgo País</i> .....	18
2.2.3 <i>Factores determinantes del riesgo país</i> .....	20
2.2.4 <i>Metodologías para cuantificar el riesgo país</i> .....	25
1. <i>Técnicas estadísticas</i> .....	25
2. <i>Índices de riesgo país</i> .....	26
2.1 <i>Índices puramente observacionales</i> .....	26
2.1.1 <i>Diferencial entre rendimientos de los bonos soberanos (spreads)</i> .....	26
2.1.2 <i>Índice EMBI+ (Emerging Markets Bond Index)</i> .....	27
2.2 <i>Índices basados en la opinión</i> .....	29
2.3 <i>Índices Mixtos</i> .....	30
3. <i>Rating país</i> .....	33
3.1 <i>Standard &amp; Poor's</i> .....	34
3.2 <i>Moody's Investors Service</i> .....	35



3.3 Fich IBCA.....	36
CAPÍTULO III .....	40
MARCO METODOLÓGICO .....	40
3.1 Tipo de Investigación.....	41
3.3 Unidad de Análisis.....	42
CAPÍTULO IV.....	44
ÁNÁLISIS DE DATOS .....	44
4.1 Objetivo Específico 1. Describir los factores que determinaron el riesgo país en Venezuela para el período 2008-2012. ....	45
4.1.1 Factores Políticos.....	45
4.1.1.1 Control de precios .....	45
4.1.1.2 Control de cambio .....	47
4.1.1.3 Nivel de desempleo.....	49
4.1.1.4 Conflictos sociales .....	50
4.1.2 Factores económicos .....	52
4.1.2.1 Inflación y Precios del Petróleo.....	52
4.1.2.2 PIB.....	55
4.1.2.3 Reservas Internacionales .....	56
4.2 Objetivo Específico 2. Explicar el desempeño del riesgo país de Venezuela a través del “Índice de Bono de los Mercados Emergentes” (EMBI+) para el mismo período.....	61
4.3 Objetivo Específico 3. Determinar la influencia del nivel de riesgo país Venezolano en el costo de financiamiento de la Nación para el período evaluado .....	71
CONCLUSIONES .....	75
BIBLIOGRAFÍA.....	77

## Tabla de Cuadros

Cuadro 1 Calificaciones para la deuda a largo plazo .....	38
---	----



Cuadro 2 Sistema de variables .....	43
Cuadro 3 Composición de las reservas internacionales de Venezuela (Expresado en millones USD) .....	60
Cuadro 4 Bonos Públicos denominados en Moneda Extranjera (Expresado en USD) .....	63
Cuadro 5 Histórico de la calificación crediticia de la deuda soberana extranjera a largo plazo de la República Bolivariana de Venezuela.....	65
Cuadro 6 Estadísticas del EMBI+ de Venezuela para el período 2008 – 2012 .....	66
Cuadro 7 Datos históricos del EMBI+ de Venezuela, rendimiento de los Bonos del Tesoro Americano a 10 años y Costo de Financiamiento para el período 2008 – 2012.....	72

### **Tabla de Figuras**

Figura 1 Factores Políticos del riesgo país .....	22
Figura 2 Factores Económicos del riesgo país .....	24
Figura 3 Composición índice Euromoney .....	32

### **Tabla de Gráficas**

Gráfica 1 Indicador de Escasez .....	46
Gráfica 2 Tipo de cambio (Bs/US\$).....	48
Gráfica 3 Tasa de desocupación .....	49
Gráfica 4 Índice de Inflación .....	53
Gráfica 5 Precio del barril de petróleo .....	54
Gráfica 6 Producto Interno Bruto .....	55
Gráfica 7 Reservas Internacionales .....	58
Gráfica 8 Precio del Oro.....	59
Gráfica 9 EMBI+ Venezuela .....	68
Gráfica 10 Costo de Financiamiento.....	74



## **INTRODUCCIÓN**

Durante los últimos años, el crecimiento de los mercados financieros internacionales se ha incrementado, gracias a la globalización, proceso que permitió la conexión de los mismos. Situación que generó la necesidad de poseer información financiera, económica y social, proveniente del desenvolvimiento de los agentes económicos que intervienen en las operaciones financieras de estos mercados. Con la finalidad de que las partes involucradas puedan determinar los riesgos o incertidumbres que se obtienen al elegir los instrumentos financieros de determinados mercados.

Por lo tanto, la investigación se centrará en estudiar uno de los mecanismos más usados por los analistas financieros para el estudio de la incertidumbre presentada a la hora de realizar inversiones en mercados internacionales, el riesgo país, el cual mide las variaciones que se pueden presentar con respecto a los resultados esperados cuando se invierte en activos financieros de determinado país, como consecuencia de las modificaciones de las estructuras políticas, económicas y sociales de una Nación. Por ello, el riesgo país es un indicador del grado de estabilidad política y económica de un país que desea emitir instrumentos financieros para obtener financiamiento.

El riesgo país se relaciona con la posibilidad de que no se cumpla el pago de la obligaciones contraídas por emisiones de bonos (principal) y los intereses asociados al mismo, que han sido emitidos por un país, lo que conduce a que el análisis de este indicador sea considerado de gran importancia en los últimos años, debido a los distintos problemas de insolvencia que se han presentado en el mercado internacional. En Venezuela, durante el período 2008 - 2012 no se han presentado situaciones de insolvencia, sin embargo la evidencia permite observar que se ha visto afectado en la disminución del



grado de inversión por las agencias calificadoras de riesgo por motivos de cambios en la metodología de asignación de calificaciones, en donde adicional al aspecto económico se considera el análisis de factores sociales y políticos de las Naciones objeto de calificación.

El análisis del indicador de riesgo país, es de gran importancia porque permite que los inversionistas extranjeros puedan apreciar el desenvolvimiento de las finanzas nacionales de determinada nación. De esta manera, tendremos en aquellos países que posean elevados niveles de riesgo país bajos niveles de inversión extranjera, mientras que los países que posean bajo riesgo país serán más atractivos para realizar futuras inversiones.

El desarrollo de la investigación se realizará a través del análisis por medio de gráficas del comportamiento del Índice de Bono de los Mercados Emergentes (EMBI+) emitido por el J.P. Morgan banco de inversión de Venezuela durante el período 2008 – 2012. La investigación se dividió en cuatro (4) partes. En el capítulo I, se presentará el planteamiento del problema, definición de los objetivos que se va a exponer, así como la justificación e importancia, el alcance y las limitaciones encontradas durante el mismo. En el capítulo II, se expone las bases teóricas de la investigación, en donde se menciona una explicación del concepto de riesgo país de acuerdo a distintos autores, los factores que influyen en la obtención del riesgo país, así como, las distintas técnicas de medición de riesgo país. El capítulo III, contiene todo lo relacionado al marco metodológico que se ha utilizado para llevar a cabo la investigación. El capítulo IV, se presenta lo relacionado al desarrollo y análisis de los factores que incidieron en la determinación del riesgo país, la influencia que han tenido en el comportamiento del mismo a través del índice de medición del riesgo país EMBI+, y finalmente se analiza la influencia de las emisiones de deuda en el



costo de financiamiento que debe cancelar la Nación a la hora de emitir nuevos bonos. Para finalizar con las conclusiones sobre el trabajo de investigación realizado.



## **CAPÍTULO I**

### **EL PROBLEMA**

#### **1.1 Planteamiento del Problema**

En la actualidad el concepto de riesgo país debe ser considerado como información indispensable en el desenvolvimiento de los mercados financieros<sup>1</sup>, los cuales se han convertido en espacios más integrados e interdependientes gracias a los avances tecnológicos en donde se negocian activos financieros de distintos países.

El riesgo país es un índice que suministra información cuantitativa sobre la probabilidad de pago de las inversiones emitidas por los gobiernos. Según Krayenbuehl (citado por Eduardo, P., 1988), el riesgo país se puede definir como la posibilidad de que un Estado o compañía privada no esté dispuesto o no sea capaz de cumplir con sus obligaciones con acreedores externos.

Diversos especialistas sobre el tema consideran que los países emergentes o en vías de desarrollo deberán manejar una percepción baja de riesgo país a la hora de realizar emisiones de deuda pública con la finalidad de obtener recursos financieros al menor costo, y poder atraer la inversión extranjera. Los inversionistas extranjeros consideran el rendimiento ofrecido y el nivel de riesgo que deberán asumir a la hora de elegir un instrumento financiero de determinado país.

---

<sup>1</sup>Los mercados financieros se definen como un área geográfica, en donde a través de una serie de mecanismos, prácticas e instrumentos se realizan operaciones de compra-venta de activos financieros y se determinan sus precios. Bello (2004)



De esta manera, el riesgo país generalmente se expresa como una prima de riesgo, porque representa la diferencia entre el rendimiento de un título público emitido por el gobierno nacional y un título de características similares emitido por el Tesoro de los Estados Unidos. Para determinar esta prima de riesgo se deben analizar distintos factores económicos, financieros y políticos que pueden afectar la capacidad de pago de un país. Estos factores que inciden en la determinación del riesgo país son de difícil medición, por ello se emplean distintas metodologías para poder cuantificarlos.

Existen distintos métodos de determinación del riesgo país, que serán descritos más adelante. Muchas de estas metodologías evalúan el desempeño económico, político, además de indicadores de mercado y crediticios.

Durante el período comprendido entre 2008 – 2012, los distintos métodos de medición le han asignado al riesgo país Venezolano uno de los más altos de América Latina, presentando diversas variaciones producto de distintos factores políticos y económicos, a ello se le debe agregar las variaciones del precio de nuestro principal producto de exportación (petróleo).

En el artículo escrito por Eduardo Pablo (2009), se puede evidenciar el comportamiento del riesgo país durante los años 2008 y 2009. De acuerdo al autor, el aumento inicial del riesgo país venezolano se debió a una combinación de factores políticos, tales como: ambiente constitucional por el incumplimiento de varios artículos de la constitución y de otras leyes del país por parte del gobierno; la existencia de un solo partido en la Asamblea Nacional que le otorga poderes especiales al Presidente; el incremento de las expropiaciones de las empresas privadas lo que conduce al aumento del aparato productivo estatal, entre otros. Adicionalmente en este artículo se



agregan los factores económicos como causas que influyen en el aumento del riesgo país venezolano: mayores restricciones para la obtención de divisas; la percepción de dependencia del Banco Central y el aumento de la inflación. Según este autor, el incremento del riesgo país en Venezuela conduce a la disminución de la inversión privada en el país porque muchos empresarios preferirán realizar sus inversiones en países que posean menor riesgo.

En el año 2011, la agencia calificadora de riesgo S&P modificó la calificación de la deuda a largo plazo de BB- a B+ <sup>2</sup>. Debido al cambio de la metodología de calificación de riesgo para las deudas soberanas, en donde se otorga mayor importancia a la situación política del país y a la situación fiscal. Según la opinión de esta agencia las distintas medidas económicas, creación de nuevas leyes y, controles de precios han provocado la disminución de las inversiones privadas en el país. Sin embargo, S&P expresa que las grandes reservas de petróleo y gas de Venezuela, compensan en parte la incertidumbre política, pero no desestima la posibilidad de disminuir la calificación otorgada a la deuda soberana Venezolano si los precios del petróleo bajan de manera significativa por un largo periodo de tiempo, y que la situación política desmejore un poco más.

En el artículo escrito por Figueroa Aihana (Febrero 2012), se indica que el riesgo país de Venezuela sufrió una disminución de 37 puntos básicos, para ubicarse en 981. De acuerdo a los analistas financieros, este comportamiento del riesgo país venezolano se debió a los altos precios del petróleo y a los sucesos financieros ocurridos en Grecia, lo que ha provocado que muchos inversionistas elijan títulos de mayor rendimiento. Sin embargo, estos analistas no descartaron el impacto que tuvo en el riesgo país venezolano el

---

<sup>2</sup> Según Standard & Poor's: calificación BB- implicaría que la deuda es menos vulnerable a incumplimiento que otras emisiones especulativas. Mientras que la calificación B+ implicaría la escasa seguridad al momento de realizar el reembolso de la deuda.



anuncio de la operación del fallecido presidente Hugo Chávez, porque se generó las expectativas de un cambio de gobierno, produjo expectativas en los inversionistas.

Para finales del 2012, JP Morgan calificó a Venezuela como uno de los países más inseguros para invertir. De acuerdo a la información obtenida el riesgo país de Venezuela se ubicaba junto con el de Argentina (862) y el de Ecuador (766) como los países con deudas soberanas más riesgosas.

En vista de la información suministrada anteriormente sobre el desempeño del riesgo país en Venezuela, la presente investigación se encuentra enfocada a *recopilar, estudiar y analizar los factores que incidieron en la determinación del riesgo país en Venezuela durante el período 2008 – 2012*, tiempo en el cual la Nación Venezolana ha debido pagar altas tasas de rendimiento para hacer más atractiva la deuda soberana. El incremento de los costos de financiamiento externo para Venezuela como consecuencia de elevados niveles de riesgo país, es un problema que debe ser estudiado y analizado con detenimiento con la finalidad de identificar las causas más relevantes, para adoptar las medidas adecuadas que permitan una disminución del nivel de riesgo país como es el caso de Venezuela, generando un entorno económico y político que otorgue la seguridad necesaria para realizar las distintas inversiones en el País.

Por lo tanto, las siguientes preguntas servirán para guiar la investigación: ¿Cuáles serán los factores que influyen en la determinación del Riesgo País en Venezuela durante el período 2008-2012?, ¿Cómo se ha desempeñado el indicador de Riesgo País a través del Índice de Bono de los Mercados Emergentes (EMBI+), ¿Cuál ha sido la influencia del Riesgo País en el costo del financiamiento externo de la Nación para el período evaluado?



A continuación, se planteará el objetivo general que buscará dar las directrices para llevar a cabo el presente trabajo, así como también los objetivos específicos que permitirán desarrollar el mismo.

## **1.2 Objetivos de la Investigación**

### **1.2.1 Objetivo General**

Analizar los factores que han influido en la determinación del riesgo país en Venezuela durante el período 2008-2012

### **1.2.2 Objetivos Específicos**

- Describir los factores que determinaron el riesgo país en Venezuela para el período 2008-2012
- Explicar el desempeño del riesgo país de Venezuela a través del “Índice de Bono de los Mercados Emergentes” (EMBI+) para el mismo período
- Determinar la influencia del nivel de riesgo país Venezolano en el costo de financiamiento de la Nación para el período evaluado

## **1.3 Justificación e Importancia**

La importancia de esta investigación es que suministrará información a los inversionistas sobre el desempeño del riesgo país en Venezuela durante el período evaluado, debemos recordar que el riesgo país es un indicador que utilizan los inversionistas extranjeros cuando toman decisiones a la hora de seleccionar los instrumentos de deuda sobre los cuales desean invertir, determinando el rendimiento requerido para la inversión, así como la probabilidad de pago que tenga esa inversión de acuerdo al nivel de riesgo país que posea la Nación seleccionada.



En el caso de Venezuela, este indicador es considerado a la hora de realizar nuevas emisiones de deuda en los mercados internacionales para poder financiarse, por ello, la presente investigación se encargará de estudiar y, analizar los factores que influyen en el nivel del riesgo país durante el período objeto de estudio, así como determinar la influencia que ha tenido el riesgo país en el costo de financiamiento a través de estas emisiones.

#### **1.4 Alcance y Limitaciones**

La presente investigación se realizará sobre el caso Venezolano y los factores que han influido en la obtención del riesgo país para el período 2008-2012.

La limitante que surgió durante el proceso de recolección de información, fue que el tema de riesgo país y sus determinantes no se encuentran dentro de una bibliografía específica, se tuvo que recurrir a distintos artículos, trabajos de grado, investigaciones del Banco Central de Venezuela, e Instituciones Financieras para poder construir la información requerida para desarrollar la investigación.

En el capítulo siguiente se desarrollara todo lo relacionado al marco teórico que respaldará esta investigación.



## CAPITULO II

### MARCO TEÓRICO

#### 2.1 Antecedentes de la Investigación

Para llevar a cabo la presente investigación sobre riesgo país, fue necesaria la revisión de distintas bibliografías, trabajos de grado, artículos científicos e investigaciones anteriores que permitieran orientar, desarrollar y documentar la misma.

Es importante destacar, que el tema de riesgo país es motivo de estudio y análisis por distintos autores, por ser un índice que suministra información sobre el nivel de estabilidad política y económica de un país, permitiendo a los inversionistas extranjeros establecer la tasa mínima de rendimiento que deberán tener los instrumentos financieros de determinada nación de acuerdo al nivel de riesgo país que posea la nación.

Las investigaciones consultadas se encargaron de definir el concepto de riesgo país, establecer diferentes metodologías que permitan medirlo y, analizar los distintos factores que influyen en el desempeño del mismo para Venezuela en diferentes períodos.

A continuación se presentaran los antecedentes encontrados:

*“El arriesgado negocio de invertir en Venezuela”*, escrito por Eduardo Pablo en el año 2009. El objetivo de esta publicación fue realizar una breve descripción del proceso de medición del riesgo país, los factores que influyen en el riesgo país con la finalidad de aplicar estos conceptos a la realidad venezolana durante el período 1998-2009.



*“Riesgo político y rendimiento de los bonos soberanos”*, presentado por Carlos Jaramillo y Norma Ortiz en el año 2013. Esta publicación pretende realizar el análisis del efecto de las decisiones políticas sobre el rendimiento de los bonos emitidos por los gobiernos, lo que muchos autores especialistas en el tema han denominado “riesgo político” y que se explica en esta publicación.

*“El análisis del riesgo país: un asunto de interés renovado”*, realizado por Arturo Rodríguez y Nerea San Martín en el año 2011. Esta investigación pretende clarificar el concepto de riesgo país a través de la explicación de diferentes definiciones, y el análisis de sus componentes, además de presentar los distintos factores que influyen en el riesgo país, y finaliza con el análisis de los métodos planteados para su evaluación y medición.

*“Especificación y estimación de un modelo de riesgo país”*, elaborado por Sofía García y José Vicéns Otero en el año 2000. El presente trabajo analizó las características y componentes del riesgo país, además de realizar la construcción de un modelo que explicará las estimaciones emitidas por las agencias calificadoras de riesgo. Todo ello, con la finalidad de determinar las variables que definen el riesgo país elaborando un cuadro de referencia para el seguimiento de la economía internacional por áreas y la predicción de posibles peligros que puedan presentarse en el futuro.

*“Entendiendo el sentido del riesgo país”*, escrito por Daniel Lahoud en el año. Este artículo realiza una definición del riesgo país a través del análisis de los indicadores financieros y económicos y del riesgo político. Además de describir las empresas encargadas de realizar la medición de riesgo país.

*“Riesgo-país y sus determinantes”*, publicada en el año 2000. Este trabajo contiene un análisis de las diferentes aproximaciones de riesgo país con la



finalidad de realizar una posible cuantificación e interpretación, además de explicar los principales factores que influyen en el riesgo país.

*“Riesgo-país: factores determinantes en el caso venezolano 1998-2000”*, escrito por José Alberto García Freites. Esta investigación mostró cuales fueron los factores que influyeron en la determinación del riesgo país para el período mencionado a través del análisis de las distintas metodologías de medición del riesgo país.

*“La percepción del riesgo- país en el caso americano. ¿Qué variables son relevantes?”*, escrito por Arturo Rodríguez; Juan Carlos Ayala; y Txomin Iturralde en el año 2003. Donde se analizaron las variables más relevantes en la percepción del riesgo país de los países americanos, que utiliza como referencia las empleadas en el índice de la revista Euromoney.

Finalmente durante el proceso de búsqueda de antecedentes académicos se ubicó el siguiente trabajo de grado de la especialización de Instituciones Financieras de la UCAB: *“Riesgo país, métodos y formas de cálculo su impacto en los mercados financieros. Caso Venezuela 2006”*, elaborado por Lorenzo Vásquez en el año 2008. Dicha investigación busca identificar los factores que inciden en el riesgo país en Venezuela, además de la evaluación de los criterios que permiten seleccionar instrumentos con la finalidad de compararlos con otros instrumentos libre de riesgo emitido por otro país a través del Índice de Bono de los Mercados Emergentes (EMBI+) para poder determinar el impacto que provoca el riesgo país venezolano en la percepción de los inversionistas extranjeros.

De esta manera, las investigaciones anteriores permitirán sustentar el marco teórico relacionado al tema de investigación que llevará por nombre: *“Riesgo País. Factores que incidieron en su determinación en Venezuela para el período 2008-2012”*. Adicionalmente servirán de referencia para analizar si



los objetivos planteados en estas investigaciones aún influyen en la determinación riesgo país en Venezuela para el período que se pretende analizar.

Con la finalidad de desarrollar la presente investigación sobre riesgo país y los factores que lo determinan en Venezuela, se presentaran los siguientes conceptos.

## **2.2 Bases Teóricas**

Para poder entender y analizar el riesgo país es importante manejar la definición de riesgo, y como se relaciona con el rendimiento de los instrumentos financieros.

### ***2.2.1 Relación entre rendimiento y riesgo***

El riesgo es definido por Moyer, Guigan y Kretlow (citado por García, J., 2004), como la probabilidad que los rendimientos se desvíen de los esperados. De esta manera, el riesgo se puede representar como la incertidumbre que se tiene sobre la obtención de los resultados esperados sobre una inversión.

Generalmente cuando hablamos de riesgo, pensamos en las consecuencias adversas que pueden generar sobre una inversión, por ejemplo, para el caso de los bonos, se percibe la concepción del riesgo como la posibilidad de que el ente emisor no sea capaz de pagar los intereses pactados, o de devolver el valor nominal de los bonos al momento de su vencimiento. Por ello, los gerentes de inversiones se encargan de seleccionar sus instrumentos de inversión considerando la relación que existe entre el rendimiento que ofrece la inversión y los riesgos que implicarían. En la medida que se maneje la información de que la inversión es más riesgosa se exigirá un rendimiento



mayor con la finalidad de compensar el riesgo, y las posibles consecuencias negativas que puedan acarrear la inversión.

Según lo descrito por Moyer, Guigan y Kretlow (citado por García, J., 2004), la relación entre el riesgo y rendimiento suele representarse de la siguiente manera:

Tasa de rendimiento= tasa libre de riesgo+ prima por riesgo

De esta manera, la tasa libre de riesgo es aquella que nos indica el beneficio que se puede obtener de una inversión sin la posibilidad que se incumpla. Mientras que la prima por riesgo representa el incentivo que los inversionistas esperan recibir cuando seleccionan instrumentos financieros que poseen cierto riesgo. Debemos recordar, los inversionistas generalmente son adversos al riesgo, y en la medida que asumen inversiones riesgosas desean recibir un rendimiento mayor.

De acuerdo a lo planteado anteriormente, distintos académicos han llegado a la conclusión que la prima de riesgo es el riesgo país. Por ello, continuaremos con la definición de Riesgo País.

### **2.2.2 Riesgo País**

El concepto riesgo país ha sido estudiado por muchos autores, por ser un indicador financiero que suministra información sobre la probabilidad de incumplimiento en el pago de los intereses y el principal de los pasivos emitidos por una Nación de acuerdo a los términos establecidos en el contrato de emisión.

Según Levi (1997), el riesgo país es un índice que mide la posibilidad de que un deudor extranjero no pueda satisfacer sus obligaciones financieras por motivos políticos o económicos.



En este orden de ideas, se puede entender que el riesgo país permite alertar a los inversionistas sobre los posibles peligros que pueden obtener al realizar inversiones en determinado país, producidas por los efectos desfavorables del entorno económico, político, social, jurídico o por acontecimientos naturales. (Rodríguez, 1997)

De acuerdo a Rodríguez, se puede distinguir la siguiente clasificación sobre riesgo país:

1. Riesgo que surge cuando se realiza inversiones en otro país:
  - a. *Riesgo económico-financiero*: es aquel que se encuentra relacionado con la incertidumbre en la obtención de los resultados operacionales de la inversión como la forma de financiamiento
  - b. *Riesgo político*: se refiere a la posibilidad de pérdidas, confiscación, nacionalización, daños patrimoniales ocasionados por la intervención de los entes gubernamentales o países vecinos que afectan directamente al país
2. Riesgo que se contrae al adquirir instrumentos financieros emitidos por entidades de un país extranjero, o por otorgar préstamos o créditos a residentes de dicho país:
  - a. *Riesgo soberano*: se refiere cuando el deudor o garante de la deuda es el estado, y por razones de estado puede negarse al pago de la misma
  - b. *Riesgo de transferencia*: es aquel que se origina cuando el deudor es una entidad privada, y no puede acceder a la cantidad de moneda extranjera suficiente para realizar el pago de las obligaciones contraídas



Otra definición muy utilizada en el mundo financiero del riesgo país, es el exceso de rendimiento de los títulos soberanos en relación con un instrumento libre de riesgo de características similares en plazo. Si el rendimiento del bono Global 22 es de 13% y el Bono del Tesoro estadounidense ofrece el 3%, quiere decir que el inversionista exigirá un rendimiento adicional o prima de 10 puntos porcentuales o 1000 puntos básicos (pb) para poder adquirir bonos soberanos venezolanos.

A continuación se procederá a realizar la descripción de las causas, factores o agentes que influyen en el riesgo país, con la finalidad de comprenderlos para poder desarrollar el objetivo de investigación planteado en este trabajo.

### **2.2.3 Factores determinantes del riesgo país**

El riesgo país es un indicador en el cual intervienen distintos elementos, dependiendo de las circunstancias que ocurran en el país objeto de análisis, las cuales se encuentran relacionadas: aspectos económicos, políticos, sociales, financieros, incluso pueden influir aspectos climáticos, geológicos y geográficos.

Según Castellanos & Albizuri (2011), se pueden identificar los factores de acuerdo al tipo de riesgo. Para el caso del *riesgo soberano*, cuando una nación decide suspender de manera transitoria los pagos de la deuda ante una negociación, podrá ser por causas políticas. Sin embargo, el motivo de la decisión de impago también puede deberse a dificultades económicas, porque los gobiernos no toman este tipo de decisiones sin considerar los costos o consecuencias que pueden originarse en un futuro por tal circunstancia. Mientras que en el *riesgo de transferencia*, cuando a las organizaciones privadas se les presenta dificultades para transferir divisas o para pagar a los proveedores en el extranjero, podría influir en el



desequilibrio de la balanza de pago del país en donde se ubica la organización.

De acuerdo a lo planteado, los autores Castellanos & Albizuri, encuentran dos tipos de factores que pudieran afectar el riesgo país: políticos y económicos.

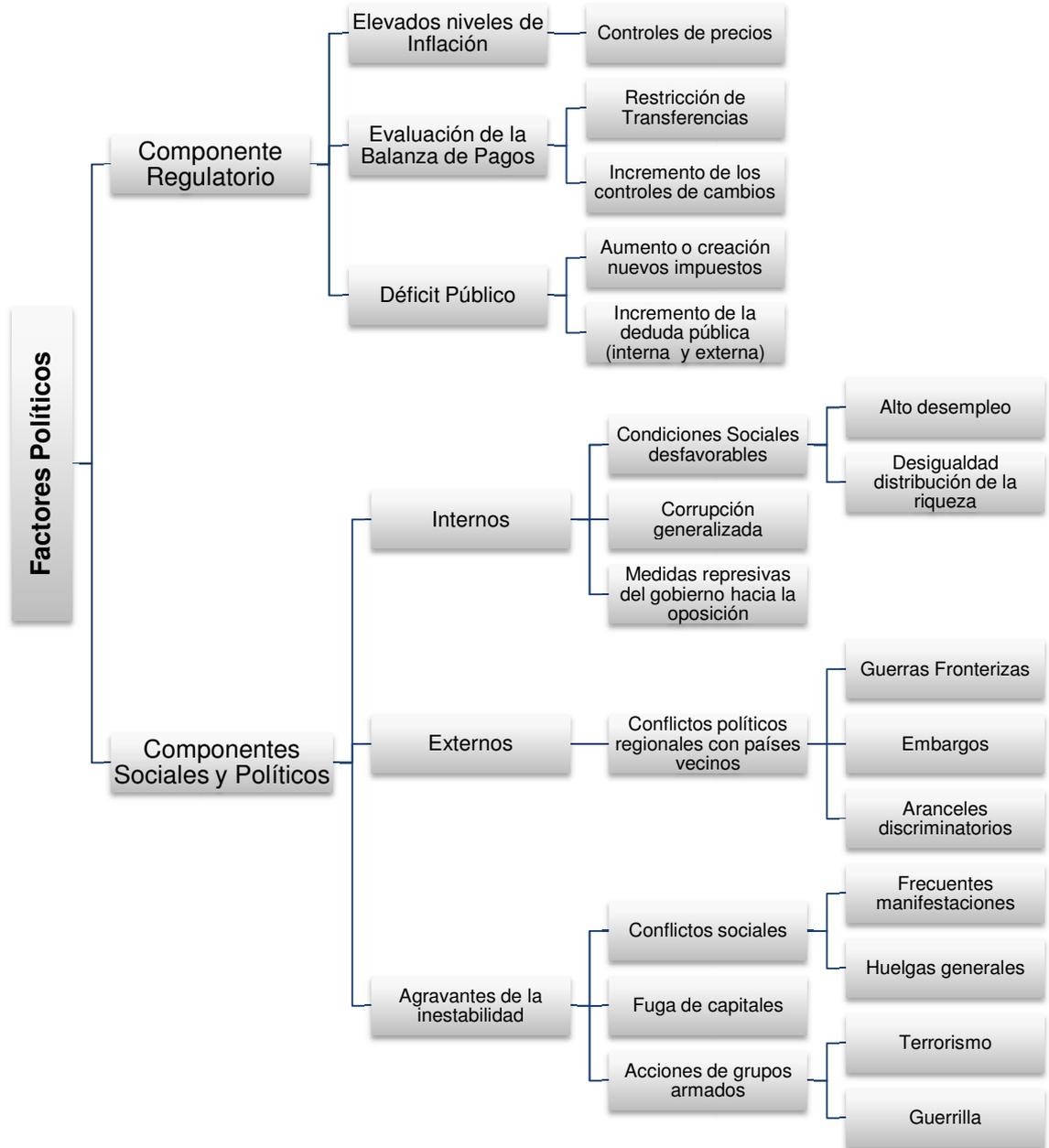
Los factores políticos son aquellos que se relacionan con las variables cualitativas, no involucran ninguna medición, sino las percepciones que posean los inversionistas sobre las políticas que aplican los gobiernos. Se pueden dividir en tres componentes:

1. Regulatorios. Se encuentran relacionados a las consecuencias negativas originadas por las regulaciones gubernamentales, tales como: restricciones a la actuación de las empresas, restricciones de transferencias de fondos al exterior, aumentos de los controles cambiarios, creación y/o incrementos de impuestos
2. Políticos. Son aquellos que involucran las actuaciones de los gobernantes contra de las empresas privadas: expropiación o nacionalización de empresas extranjeras, exigencia de presencia de capital local en las empresas del país, desconocimiento de la deuda por motivos políticos
3. Sociales. Son los que se encuentran asociados con las circunstancias sociales del país: huelgas generales, disturbios, ataques terroristas contra empresas, inestabilidad general por luchas sociales políticos, entre otros

Con la finalidad de explicar las causas que afectan a los componentes del factor político, se realizará una representación gráfica, que permitirá comprender los mismos



Figura 1 Factores Políticos del riesgo país



Fuente. Elaborado con la información disponible en El análisis del riesgo país: un asunto de interés renovado elaborado por Castellanos & Albizuri (2011), Boletín de Estudios Económicos, 66(2012), 29-48.



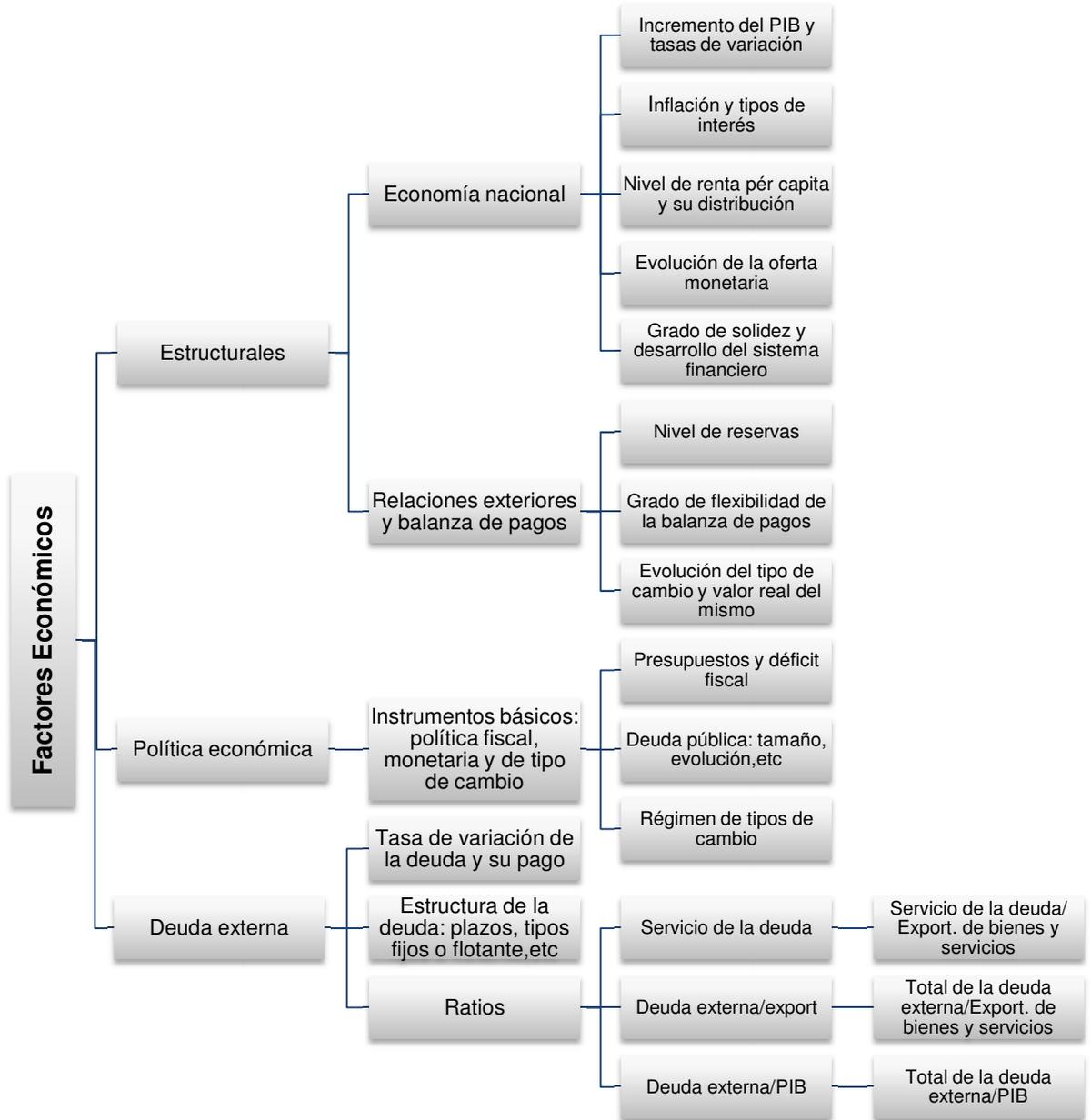
Los factores económicos se encuentran conformados por tres componentes, muchos de ellos se pueden determinar a través de variables que se pueden cuantificar, lo que permitirá asignar un mayor grado de objetividad a la obtención de los mismos:

1. Factores estructurales. Son aquellos que se encuentran relacionados a la economía nacional, relaciones exteriores y balanza de pago
2. Factores de política económica. Involucra los instrumentos de política económica en manos del gobierno
3. Factores de deuda externa. Se encuentra relacionados con la deuda externa de un país, y a la cantidad de dinero necesaria para llevar a cabo el pago de la misma

A continuación se realizará la representación gráfica de los componentes de los factores económicos del riesgo país, para que a la hora de analizarlos en esta investigación, tengamos claro cuales influyen en el riesgo país.



Figura 2 Factores Económicos del riesgo país



Fuente. Elaborado con la información disponible en El análisis del riesgo país: un asunto de interés renovado elaborado por Castellanos & Albizuri (2011), Boletín de Estudios Económicos, 66(2012), 29-48.



La descripción de los factores políticos y económicos, permitirá analizar el nivel del riesgo país para determinada Nación, a través de la aplicación de distintos métodos que permitan cuantificarlo, en el apartado siguiente trabajaremos las aproximaciones existentes que permiten obtener el nivel de riesgo país.

#### ***2.2.4 Metodologías para cuantificar el riesgo país***

A lo largo del tiempo se han creado, aplicado y desarrollando distintas metodologías para la medición del riesgo país, por ser un índice que involucra variables cualitativas como cuantitativas, cada una de estas metodologías poseen sus debilidades y fortalezas, porque básicamente se enfocan en la medición de las variables cuantitativas. Motivo por el cual distintos autores han propuesto realizar la combinación de distintas técnicas que permitan medir el riesgo país.

De esta manera, se expondrá las distintas metodologías existentes con la finalidad de conocerlas y poder seleccionar la que mejor se adapte a los objetivos de investigación planteados.

##### *1. Técnicas estadísticas*

Esta metodología permite la medición del riesgo país a través de la aplicación de distintas técnicas estadísticas, tales como: regresiones, análisis discriminante, datos de panel, redes neuronales, entre otros, que permitan encontrar las funciones que comprendan las variables observables más importantes en la localización de debilidades, con la finalidad de identificar a los países de acuerdo al nivel de riesgo país que posean. (Castellanos & Albizuri, 2011)

Esta metodología es utilizada de manera complementaria con otros mecanismos de medición, porque solo considera las variables cuantitativas,



sin evaluar aquellos factores cualitativos (sociales y políticos), que influyen en la determinación del riesgo país de una Nación.

## *2. Índices de riesgo país*

Según Castellanos & Albizuri, (2011), la metodología de índices de riesgo país permitirá organizar los países de acuerdo al nivel de riesgo país, clasificando de acuerdo a la tendencia de las variables<sup>3</sup>.

### *2.1 Índices puramente observacionales*

A continuación se explicará la forma de medición del riesgo país basado en primas. Esta metodología es de gran utilidad porque permite obtener el riesgo país de manera objetiva a través de la información que suministra el mercado de manera diaria. Sin embargo, debemos considerar que esta metodología solo se aplica para países que tengan deuda externa soberana para el período objeto de análisis.

#### *2.1.1 Diferencial entre rendimientos de los bonos soberanos (spreads)*

Es considerado uno de los métodos tradicionales de medición del riesgo país, en donde se calcula la diferencia entre el rendimiento de una inversión en un país que se supone libre de riesgo, y el rendimiento de una inversión similar en la Nación que se está evaluando. Esta diferencia es denominada la prima de riesgo o *spread*, es la indemnización que se le otorga a los inversionistas cuando deciden invertir en un país que posee un nivel de riesgo país elevado a un país que se considera con riesgo país cero o nulo. Por ejemplo, si un inversionista decide adquirir bonos soberanos de un país

---

<sup>3</sup> Las variables pueden ser observacionales y/o subjetivas. En donde las observacionales presentan los datos históricos, y buscan determinar el desempeño en el pasado reciente de un país con la finalidad de predecir lo que sucederá en el futuro. Mientras que las variables subjetivas se encuentran basadas en apreciaciones de expertos sobre la capacidad futura de un país para producir los recursos financieros (divisas) necesarios con la finalidad de hacerle frente al pago de la deuda externa.



con un riesgo país de 900 puntos, implicaría que estas inversiones deberán rendir por lo menos un 9% adicional a los bonos soberanos de los países libre de riesgo.

### *2.1.2 Índice EMBI+ (Emerging Markets Bond Index)*

El Índice de Emerging Markets Bond Index (EMBI+) fue creado por el banco de inversión JP Morgan<sup>4</sup> en el año de 1994. Se encuentra conformado por 109 instrumentos financieros (Bonos Brady, Eurobonos, entre otros) de 19 países diferentes, con una capitalización de mercado de aproximadamente 180 billones de dólares, es una variación del índice EMBI que solo contiene Bonos Brady.

A través del estudio de esta índice se puede estimar el desarrollo del mercado de deuda emergente. Adicionalmente, contribuye al análisis del desenvolvimiento de una cesta de bonos que conforman la deuda de los países emergentes porque suministra la información sobre el rendimiento y el diferencial (spread) en puntos básicos con respecto a la misma canasta de bonos considerado de cero riesgos.

De esta manera se puede decir que el EMBI+ es el diferencial en puntos básicos de adquirir inversiones de la cesta de bonos de los países emergentes respecto de negociar inversiones de la cesta de instrumentos de deuda de países libre de riesgo, como los bonos de la Reserva Federal del Tesoro Estadounidense (FED). Si los bonos del tesoro de los Estados Unidos ofrece 2,70% de interés anual y el EMBI+ de Venezuela es de 600 puntos básicos (pb) equivalentes a (6%), entonces la tasa mínima requerida para realizar inversiones en Venezuela debería ser 8,70%. La fórmula para realizar este cálculo sería:

---

<sup>4</sup> JP Morgan, es una entidad financiera norteamericana, líder en servicios financieros, inversión privada y gestión de activos financieros.



$EMBI+ = (TIR^5 \text{ de bono del país de análisis} - TIR \text{ de bono de la FED}) \times 100$

Para determinar la composición del EMBI+ se le otorga mayor peso a las variaciones de la deuda de los países que tienen relativamente mayor importancia dentro del mercado total, a través del cálculo del peso de cada emisión de deuda, así como el peso que se obtiene por país, considerando la capitalización del mercado.

Actualmente El EMBI+ está conformado por los siguientes países: Argentina, Brasil, Bulgaria, Colombia, Ecuador, Egipto, Malasia, México, Marruecos, Nigeria, Panamá, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Turquía, Ucrania, y Venezuela.

El EMBI+ presenta las siguientes características:

1. Se encuentra conformados por países que se denominan emergentes<sup>6</sup>, y que deben tener la habilidad de pagar su deuda externa
2. El instrumento deberá tener una calificación crediticia igual o más baja BBB+ / Baa1<sup>7</sup>
3. Se pueden considerar aquellos instrumentos de deuda emitidos por organizaciones privadas que cumplan con las condiciones establecidas de selección y liquidez exigidas
4. El volumen mínimo en circulación del instrumento debe ser igual o superior a los 500 millones de dólares
5. El instrumento puede ser liquidado en mercados internacionales

---

<sup>5</sup> TIR es la tasa de rendimiento que se utiliza para medir y comparar el rendimiento de las inversiones. En otras palabras, es la tasa de interés a la cual el valor presente neto de los costos de la inversión es igual al valor presente neto de los beneficios de la inversión.

<sup>6</sup> Según Standard & Poor's los mercados emergentes se definen como un mercado de acciones que se encuentra en transición, incrementando su tamaño, actividades y nivel de sofisticación. Son los mercados de las economías que se encuentran en vías de desarrollo.

<sup>7</sup> Corresponde a la calificación de crédito emitido por las agencias especialistas en el tema, aquellos bonos que estén por debajo de BBB+/Baa1, se consideran inversiones especulativas.



6. Y se deberá colocar dos años y medio antes de su vencimiento

Posterior a la elección de los bonos que conformarán el índice EMBI+ de acuerdo a los criterios mencionados anteriormente, se establece un criterio de liquidez, con la finalidad de establecer los parámetros para incorporar o desincorporar instrumentos al índice. Se realiza a través de la asignación de una calificación (del 1 al 5) basadas en los lineamientos de compra y venta de estos instrumentos que se pueden obtener a través de la información que suministran las instituciones financieras que los negocian por pantallas informáticas, y por el diferencial del precio de compra y venta del mismo. Los instrumentos con calificaciones de L1, L2, L3, son incorporados al índice luego del primer mes 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 obtiene 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). Los precios de los instrumentos utilizados en el cálculo de los indicadores, son tomados a las 3:00 pm., hora del Este de los Estados Unidos. Las fuentes seleccionadas son las pantallas de las entidades financieras. En el caso de no tener los precios disponibles en estas pantallas, se utilizan las cotizaciones de J.P Morgan para esa misma hora.

*2.2 Índices basados en la opinión*

Son aquellos que se realizan con la opinión de un panel de expertos, en donde se asigna un valor de 0 a 100 a cada país, donde la mayor puntuación significa una menor posibilidad de incumplimiento, para un grupo de 145



países. Luego se asigna una ponderación de las respuestas en función de nivel de especialización de los sistemas de análisis de riesgo país que tengan las organizaciones a las que pertenecen los distintos expertos, los nombres de los especialistas son confidenciales y no pueden evaluar su país de origen. Un ejemplo de este tipo de índice es el presentado en la revista financiera de publicación semestral Institutional Investor<sup>8</sup>.

El ranking crediticio se encuentra basado en las siguientes variables: perspectiva económica del país, perspectiva política, servicio de la deuda, ratio de reservas financieras sobre cuenta corriente, política fiscal, acceso a los mercados de capitales y balanza comercial.

De acuerdo a la opinión de expertos en el tema, este índice es de gran utilidad porque contiene la voluntad y capacidad de pago de un país, además de la aversión al riesgo de los mercados financieros globales. Sin embargo, por ser un índice que se calcula de manera semestral, refleja el comportamiento de mediano y largo plazo del riesgo país.

### *2.3 Índices Mixtos*

Se les denomina índices mixtos porque incluyen variables cuantitativas y cualitativas. En donde se consulta a varias personas expertas sobre los factores determinantes del riesgo país, y posteriormente se pondera de acuerdo a la importancia que se considera que cada uno tiene para cada país evaluado.

Este tipo de metodología es aplicada por las siguientes organizaciones: revista Euromoney, Business Environment Risk Intelligence, Economist Intelligence Unit, International Country Risk Guide (ICRG) y IBC index, entre otros.

---

<sup>8</sup> [www.institutionalinvestor.com](http://www.institutionalinvestor.com)



El índice calculado por la revista Euromoney, es uno de los ejemplos más representativos. Se comenzó a publicar de manera semestral en el año de 1987. En la actualidad consta de nueve variables agrupadas en tres categorías de indicadores<sup>9</sup>:

- a. Indicadores analíticos. Se encarga de estudiar los aspectos relacionados al riesgo económico y político. Entre las dos variables se explica el 50% del riesgo país.
  - Desempeño económico (25%). Se analiza a través de las cifras del PIB per cápita y los resultados de las encuesta elaborada por Euromoney, donde cada calificación se obtiene del promedio de las proyecciones para los próximos dos años.
  - Riesgo político (25%).
- b. Indicadores crediticios. Se evalúan una serie de indicadores para determinar la capacidad que posee un país de responder a su deuda:
  - Indicadores de deuda (10%). Se basan en los índices del World Bank's Global Development Finance: 1) deuda total/PNB, 2) servicio de la deuda/exportaciones y 3) cuenta corriente/PNB.
  - Deuda reprogramada (10%). Se obtiene a través de deuda refinanciada/deuda total.
  - Calificación crediticia (10%). Los valores nominales se les asigna los ratings de Moody's, Standard & Poor's y Fitch. Donde no hay rating asignado, el puntaje del país es cero.
- c. Indicadores de mercado. Analiza todo lo relacionado al acceso a los financiamientos bancario (5%), financiamiento de corto plazo (5%), mercado de capitales (5%) y los registros de incumplimiento del país (5%).

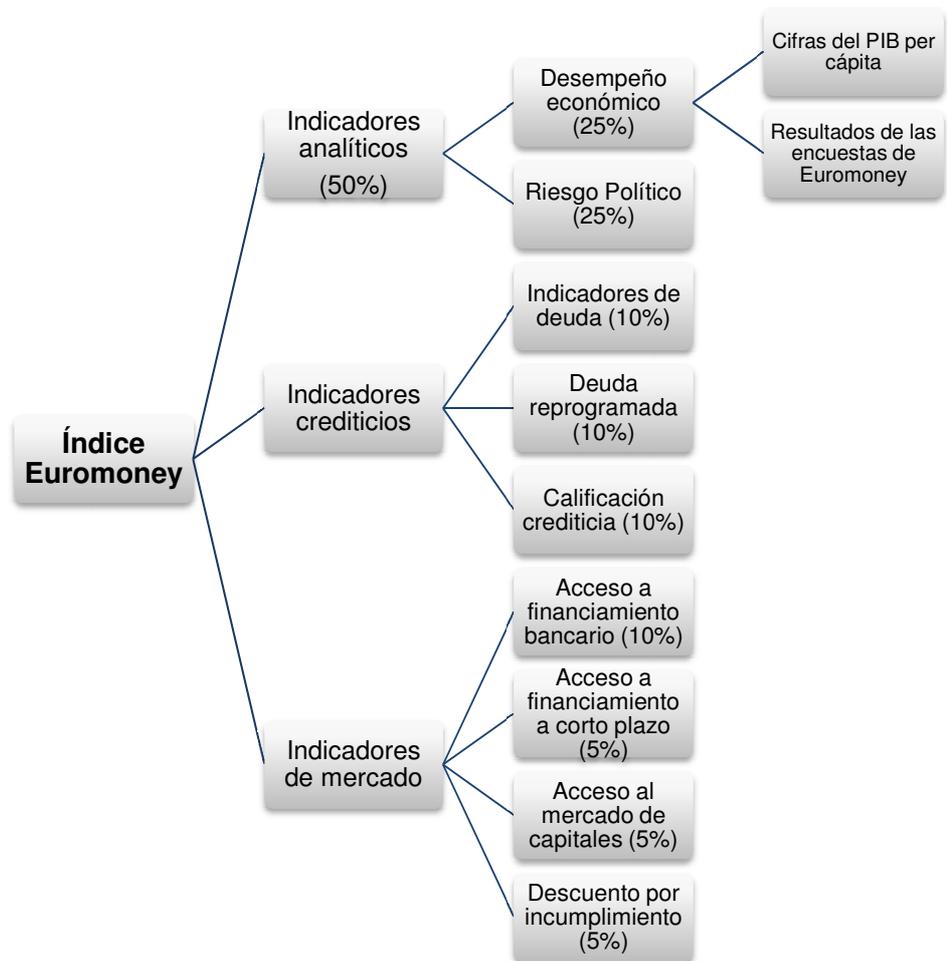
---

<sup>9</sup> García, J. (2004). *Riesgo-país: factores determinantes en el caso venezolano 1998-2000*. Serie de documentos de trabajo Oficina de Investigaciones Económicas No.54. Banco Central de Venezuela, Págs. 21-22.



Para visualizar mejor las variables que componen el índice de Euromoney se presentará la figura No. 3 que se encargará de describir los componentes mencionados anteriormente.

**Figura 3 Composición índice Euromoney**



Fuente. Elaborado con la información disponible en Riesgo-país: factores determinantes en el caso venezolano 1998-2000. Serie de documentos de trabajo Oficina de Investigaciones Económicas No.54. Banco Central de Venezuela, Págs. 21-22.



### 3. *Rating país*

El rating país es el método de medición del riesgo país más conocido, es usado como referencia para determinar la mayor o menor capacidad de pago de los intereses y de la deuda en el tiempo establecido emitidos por las empresas privadas y Naciones alrededor del mundo. Este proceso es elaborado por las *Agencias calificadoras de riesgo*.

Según Lahoud (2003) las agencias calificadoras de riesgo se encargan de analizar una serie de indicadores financieros, económicos y riesgos políticos, de carácter cuantitativo y cualitativo que permitan realizar una evaluación de probabilidad de pago del emisor y poder asignarle el rating a cada país.

El proceso realizado por las calificadoras de riesgo es el resultado de un análisis riguroso de las variables planteadas anteriormente, por ello, distintos autores recomiendan que las empresas encargadas de realizar este proceso deberán gozar de alta credibilidad y reconocimiento por parte de los inversores.

Los mercados financieros exigen a los países que van a emitir deuda, la calificación de la misma por parte de las agencias calificadoras. A pesar de no ser obligatorio, es recomendable realizar este proceso, porque contribuyen a mejorar la liquidez a los instrumentos emitidos en los mercados, apoyar las solicitudes de nuevos créditos y certificar la capacidad de pago y calidad crediticia del país que la emite.

Las agencias calificadoras de riesgo que han logrado destacarse en el ámbito internacional: *Standard & Poor's*, *Moodys Investors Service*, y *Fitch IBCA*.



### *3.1 Standard & Poor's*

Se constituyó en el año de 1860, empezó calificando a los emisores corporativos y municipales en 1923, a partir del año 1966 comienza su expansión hacia los mercados globales cuando fue adquirida por la editorial norteamericana Mc. Graw & Hill.<sup>10</sup>

Standard & Poor's se encarga de calificar aproximadamente más de 2.000 emisiones de grandes corporaciones así como más de 8.000 municipios, estados, entidades nacionales, entre otros.

A continuación expondremos los criterios utilizados por esta agencia para calificar a las emisiones de deuda de los gobiernos<sup>11</sup>:

1. Cuando se analiza la calidad crediticia de una empresa o gobierno se evalúa los recursos disponibles para cumplir con los compromisos en relación a la fecha de pago y el monto. Se realiza un estudio prospectivo, en donde se puede incluir la estimación de los flujos de efectivo futuros, análisis de las condiciones económicas, y el entorno regulatorio. En el caso de las naciones los ingresos y flujos de efectivo generalmente proviene de los impuestos
2. La evaluación realizada incluye factores cuantitativos y cualitativos
3. En el caso de los factores cuantitativos, se basa en el análisis financiero y puede incluir la evaluación de los principios y prácticas contables del deudor. De esta manera, los factores económicos que se evalúan: factores demográficos, de riqueza y el panorama de crecimiento. En cuanto a la parte presupuestaria y financiera, se estudia las reservas presupuestarias, liquidez externa y desempeño de la estructura del presupuesto. Para los deudores soberanos, se evalúan factores cuantitativos adicionales, tales como: flexibilidad de

---

<sup>10</sup> Información obtenida de la página: <http://www.standardandpoors.com>

<sup>11</sup> Standar's & Poors (2011). *Principios de las clasificaciones crediticias*. Págs. 5-6.



la política fiscal, flexibilidad de la política monetaria, la posición de inversiones en el exterior y los pasivos contingentes asociados con el respaldo potencial para el sector financiero. Dentro del análisis cuantitativo se incluyen las tendencias en el tiempo y las comparaciones con sus pares

4. Los factores cualitativos evaluados son los siguientes: riesgos políticos, incluyendo la efectividad y previsibilidad del diseño de las políticas y de las instituciones, la transparencia de los procesos y datos así como la responsabilidad de las instituciones. Adicionalmente se puede incluir dentro de análisis la posibilidad de que exista una guerra, revolución u otro evento de carácter social que pueda afectar la calidad crediticia. Otros factores que son evaluados son: pronóstico de los ingresos, control de gastos, la planeación de la inversión a largo plazo, el manejo de la deuda, entre otros. Finalmente, al realizar la evaluación de los gobiernos, se considera la posibilidad de que el deudor no pague la deuda a pesar de contar con los recursos financieros

### *3.2 Moody's Investors Service*

Jhon Moody<sup>12</sup> en el año de 1909 creó el sistema de clasificaciones de esta agencia. El objetivo principal es suministrar a los inversores un sistema que le permitiera obtener información sobre los valores que desean negociar a través de la asignación de una nomenclatura de símbolos a las inversiones, en donde se distinguen el grado de inversión y especulativo, que va desde la Aaa hasta C.

---

<sup>12</sup> Información obtenida de la página <http://www.moody.com>



Comenzó a tener auge en el mundo de las calificadoras de riesgo a partir de 1914, fecha en la cual solo realizaba valoraciones de bonos emitidos por ciudades y municipios norteamericanos.

Durante el período de la Gran Depresión en los Estados Unidos, se pudo observar que un alto porcentaje de los bonos calificados por Moody's como de elevada capacidad de pago cumplieron con el pago de sus obligaciones.

Moody's actualmente califica aproximadamente más de 14 trillones de dólares de títulos de deuda en 90 países. También incluye la valoración de 3.000 emisores. Adicionalmente, calcula el riesgo en 115 estados soberanos, alrededor de 100 entidades estatales.

La metodología usada por Moody's se concentra en responder a las siguientes preguntas básicas: ¿Cuál es el riesgo del inversionista de no recibir el pago oportuno del principal y de los intereses sobre el instrumento de deuda?, ¿Cómo se ve afectado el nivel de riesgo y se compara con otros valores de la deuda?

El objetivo principal de esta metodología es analizar la capacidad del emisor de la deuda de generar flujos de efectivo en el futuro con la finalidad de cubrir el pago de la deuda y de los intereses. Adicionalmente, esta metodología analiza los factores externos de la entidad emisora, o país, todo ello con el propósito de determinar cómo se pudiera ver afectada la generación futura de efectivo de estas entidades.

### *3.3 Fich IBCA*

Se fundó en el año de 1997, a raíz de la fusión de Fich Investor Service L.P. de Estados Unidos con el grupo EU IBCA. Esta calificadora se ha incluido



dentro del grupo de las calificadoras de riesgo más grandes del mundo, cuenta con aproximadamente 700 analistas y 23 oficinas<sup>13</sup>.

Las agencias calificadoras consideran los siguientes elementos para realizar sus análisis: desempeño económico; condiciones de las instituciones (régimen de controles, regulaciones e intervenciones de la economía, entre otros); riesgo político.

El proceso de calificación consiste en asignar una letra a la que se agrega un signo de mas (+) o de menos (-). Las calificadoras se concentran en distinguir si la deuda posee grado de *inversión* o *especulativo*. En el caso de que los bonos posean un *grado de inversión*, significa que los países poseen baja probabilidad de incumplir los pagos relacionados a la deuda y sus intereses. Mientras que para la deuda que posea un *grado especulativo*, indicando que estos países dependen de condiciones económicas favorables para realizar el pago de la deuda y los intereses de manera puntual.

Cada calificadora posee su propia nomenclatura. Por ello, a continuación se presentará en el cuadro No. 1, el significado de cada calificación realizada por las agencias descritas anteriormente.

---

<sup>13</sup> Información obtenida de la página <http://www.fitchibca.com>



**Cuadro 1 Calificaciones para la deuda a largo plazo**

S&P	Moody's	Fich	Descripción
<b>Grado de Inversión</b>			
AAA	Aaa	AAA	Son aquellos que poseen la mejor calidad y alta capacidad para cumplir con el pago de la deuda y sus intereses
AA+	Aa1	AA+	Poseen una fuerte capacidad (adicional) para pagar la deuda, sin embargo los elementos que le brindan protección varían con mayor amplitud
AA	Aa2	AA	Tiene una fuerte capacidad de pago del principal pero los elementos que le brindan protección varían con mayor amplitud
AA-	Aa3	AA-	Tiene una muy fuerte (menos) capacidad de pago del principal pero los elementos que le brindan protección varían con mayor amplitud
A+	A1	A+	Poseen una mayor sensibilidad a las condiciones económicas adversas, por ello se consideran con una fuerte (plus) capacidad de pago
A	A2	A	Se considera con una fuerte capacidad de pago por tener mayor sensibilidad a las condiciones económicas adversas
A-	A3	A-	Poseen una mayor sensibilidad a las condiciones económicas adversas, por ello se consideran con una fuerte (menos) capacidad de pago
BBB+	Baa1	BBB+	La capacidad de pago es considerada adecuada (mas). La cancelación presente de la deuda se encuentra asegurada pero se encuentra sujeta a modificaciones en el futuro
BBB	Baa2	BBB	La capacidad de pago es considerada adecuada. La cancelación presente de la deuda se encuentra asegurada pero se encuentra sujeta a modificaciones en el futuro
BBB-	Baa3	BBB-	La capacidad de pago es considerada adecuada (menos). La cancelación presente de la deuda se encuentra asegurada pero se encuentra sujeta a modificaciones en el futuro
<b>Grado Especulativo</b>			
BB+	Ba1	BB+	Poseen un cierto grado especulativo (plus) y se caracteriza por una posición incierta
BB	Ba2	BB	Poseen un cierto grado especulativo y se caracteriza por una posición incierta
BB-	Ba3	BB-	Son aquellos que poseen un cierto grado de contenido especulativo(menos) y se caracteriza por una posición incierta
B+	B1	B+	Tienen un mayor grado especulativo (plus) y en caso de que las condiciones económicas se vean afectadas de manera negativa la capacidad de pago podrían disminuir
B	B2	B	Poseen un mayor grado especulativo, por lo que cualquier desmejora en las condiciones económicas podrán disminuir la capacidad de pago
B-	B3	B-	Poseen un mayor grado especulativo (menos), por lo que cualquier desmejora en las condiciones económicas podrán disminuir la capacidad de pago



CCC	Caa1	CCC	Se relacionan con el incumplimiento porque dependen de condiciones económicas favorables para cumplir con el pago de las obligaciones
CCC	Caa2	CCC	
CCC	Caa3	CCC	
CC	Ca	CC	Son de alto grado especulativo y muy susceptibles
C	C	C	Poseen perspectivas extremadamente malas y en algunos casos ya es señal de incumplimiento
D	D	D	Han incumplido con el pago de intereses y/o capital

Fuente. Información obtenida de García, S. & Vincéns, J. (2000). Especificación y estimación de un modelo de riesgo país. Departamento de Economía Aplicada. Universidad Autónoma de Madrid. España.

Finalmente, las agencias calificadoras de riesgo suministran información de gran importancia a los inversores porque indican el nivel del riesgo país, así como su tendencia, esto refleja el costo que pueden tener las emisiones de deuda, en la medida que la calificación crediticia es mejor se espera que la prima de riesgo sea menor para que los inversores se vean motivados a invertir en estos valores.

En el siguiente capítulo se explicará la metodología que se utilizará para desarrollar el objetivo general y los objetivos específicos propuestos en el presente trabajo de grado.



## **CAPÍTULO III**

### **MARCO METODOLÓGICO**

Según la Universidad Pedagógica Experimental Libertador (UPEL) en su Manual de Trabajo de Grado de Especialización, Maestría y Tesis (2011), en el marco metodológico se deberá describir los métodos, técnicas y procedimientos aplicados. Mientras que Fidias (2004), establece que en la metodología se incluirá las técnicas y los instrumentos para llevar a cabo la indagación, nos dice que se deberá explicar el cómo se hizo el estudio para resolver el problema de investigación planteado.

De esta manera, el presente capítulo, se expondrá la estrategia utilizada para desarrollar el problema de investigación, que permitirá alcanzar el objetivo general y los objetivos específicos, con la finalidad de obtener conclusiones y posibles recomendaciones que permitan disminuir las consecuencias del caso de estudio.

Debemos recordar que el riesgo país al medir el nivel de estabilidad económica y política de un país, vendría a ser un indicador que permite determinar la capacidad de pago de las Naciones, por ello la presente investigación se concentrará en analizar cuáles han sido las causas que han incidido en el nivel del riesgo país para el período 2008-2012, a través de unos de los métodos de medición más usados en la actualidad, el índice de medición del riesgo país EMBI+, que permitirá explicar las variaciones del nivel del riesgo país que se han producido en este periodo.



Finalmente se analizará las consecuencias que ha traído a la hora de realizar nuevas emisiones de deuda con el objetivo de financiar a la Nación, debido a que los inversores extranjeros utilizan el riesgo país como el rendimiento mínimo requerido para poder realizar inversiones en el país, a través del estudio del comportamiento de las rendimientos de los bonos del Tesoro Americano a 10 años vs el EMBI+ de Venezuela para el período de estudio.

### **3.1 Tipo de Investigación**

De acuerdo al problema de investigación, al objetivo general y los objetivos específicos planteados en el presente trabajo, se ha decidido desarrollar una investigación descriptiva de carácter documental.

Según Hernández S., R., Fernández, C., y Baptista, P (1998), la investigación descriptiva, es aquella que determina las propiedades, características, y rasgos de cualquier fenómeno, suceso o acontecimiento que se analice. Además de describir las tendencias de un grupo o población. De esta manera se planteó este tipo de investigación porque se presentará las variaciones en el índice EMBI+ durante el período evaluado, para posteriormente describir cuales factores influyen en la determinación del nivel del riesgo país en Venezuela de acuerdo a la información presentada en las bases teóricas de esta investigación.

De acuerdo a la Universidad Pedagógica Experimental Libertador (UPEL) en su Manual de Trabajo de Grado de Especialización, Maestría y Tesis (2011, p.20), La presente investigación es de carácter documental, debido a que el análisis se encuentra basado en trabajos, investigaciones anteriores, artículos y libros sobre *Riesgo País*, además de la información obtenida por medios electrónicos.



### **3.2 Diseño de la Investigación**

El diseño de la investigación es la estrategia que se deberá desarrollar con la finalidad de obtener la información requerida para desarrollar la investigación. (Hernández S., R., Fernández, C., y Baptista, P., 1998)

De acuerdo a lo planteado anteriormente, el presente trabajo de grado se llevará a cabo de acuerdo al diseño bibliográfico de investigaciones documentales, tales como: trabajos de grado del área de postgrado de la Universidad Católica Andrés Bello, investigaciones realizadas por el banco Central de Venezuela, trabajos de investigación obtenidos a través de fuentes electrónicas. Adicionalmente se obtuvo información de las agencias calificadoras de riesgos, entes gubernamentales, instituciones bancarias nacionales e internacionales.

### **3.3 Unidad de Análisis**

La unidad de análisis, se refiere a los sujetos u objetos de estudio dependiendo del problema y los objetivos de la investigación. (Hernández S., R., Fernández, C., y Baptista, P., 1998).

De esta manera, la unidad de análisis puede estar dada por una persona, un grupo, un objeto u otro que contengan claramente los eventos a investigar. Por ello, la unidad de análisis de la presente investigación es el Riesgo País, donde por medio de una representación gráfica del Índice de Bono de los Mercados Emergentes (EMBI+) para el período 2008 – 2012, se analizará las variaciones que se han producido para identificar los factores que han influido en esos movimientos, y las consecuencias para el financiamiento por medio de emisiones de deuda para la Nación.



En el apartado siguiente, se desarrollará el cuadro de variables, en donde se presentará los objetivos específicos, las variables, dimensiones, indicadores y métodos de recolección que se utilizarán en la investigación.

### 3.4 Cuadro de variables

**Cuadro 2 Sistema de variables**

Objetivo General: Analizar los factores que han influido en la determinación del riesgo país en Venezuela durante el período 2008-2012				
Objetivos Específicos	Variables	Dimensión	Indicadores	Métodos de Recolección
<ul style="list-style-type: none"> <li>Describir los factores que determinaron el riesgo país en Venezuela para el período 2008-2012</li> </ul>	Factores determinantes del riesgo país	- Factores políticos	<ul style="list-style-type: none"> <li>Controles de precios</li> <li>Control de cambio</li> <li>Nivel de desempleo</li> <li>Conflictos sociales</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Análisis Documental</li> <li>Representación Gráfica</li> </ul>
		- Factores económicos	<ul style="list-style-type: none"> <li>Inflación</li> <li>PIB</li> <li>Precios del Petróleo</li> <li>Nivel de reservas internacionales</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>Explicar el desempeño del riesgo país de Venezuela a través del "Índice de Bono de los Mercados Emergentes" (EMBI+) para el mismo período</li> </ul>	Riesgo país	EMBI+	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tasa interna de retorno de los bonos venezolanos</li> <li>Tasa interna de retorno de los bonos del tesoro de USA</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>Determinar la influencia del nivel de riesgo país Venezolano en el costo de financiamiento de la Nación para el período evaluado</li> </ul>	Cálculo del costo de financiamiento			



## **CAPÍTULO IV**

### **ÁNALISIS DE DATOS**

En el presente capítulo se desarrollará los objetivos planteados en la investigación. Para ello, fue necesaria la recolección de los datos macroeconómicos descritos en el cuadro de variables, los cuales pueden influir en el comportamiento del indicador del riesgo país.

De esta manera, se presentarán los resultados de acuerdo a la organización del cuadro de variables, empezando con la descripción de los factores que determinaron el riesgo país para el período evaluado, con la finalidad de obtener la información necesaria para explicar el desempeño del riesgo país a través del “Índice de Bono de los Mercados Emergentes” (EMBI+), para finalmente comprender el comportamiento que ha tenido el costo de financiamiento pagado por Venezuela a la hora de realizar emisiones de deuda para obtener recursos financieros. Los indicadores económicos se representarán de manera gráfica respaldada con sus cuadros de datos, realizando el análisis respectivo, y presentando su influencia con respecto al riesgo país. Mientras que los indicadores políticos se desarrollarán a través de la descripción de los eventos que ocurrieron durante el período de análisis, y se presentará gráficas en los casos que se puedan cuantificar.



#### **4.1 Objetivo Específico 1. Describir los factores que determinaron el riesgo país en Venezuela para el período 2008-2012.**

De acuerdo a lo descrito en el marco teórico de la presente investigación los factores que influyen en el riesgo país se pueden clasificar en: políticos y económicos.

##### *4.1.1 Factores Políticos*

Los factores políticos, al ser variables cualitativas, se relacionan con la percepción que tengan los inversionistas sobre el país que desean invertir. De esta manera deberán analizar el comportamiento de distintos indicadores que influyen en el proceso productivo de la nación.

A continuación se explicará el desenvolvimiento de algunos indicadores de carácter político presentados en el cuadro de variables de la investigación que han influido en el nivel de riesgo país de Venezuela durante el período de estudio: control de precios, control de cambios, nivel de desempleo y conflictos sociales.

##### *4.1.1.1 Control de precios*

De acuerdo a la información obtenida en el Nacional (febrero 2013), la aplicación del control de precios en Venezuela durante más de 10 años ha originado problemas en el abastecimiento de productos de consumo masivo, ha disminuido las inversiones de las empresas, además de que ha mermado los días de inventario de las organizaciones. Según Luis Vicente León (2013), la aplicación de controles de precios durante estos 10 años ha originado la destrucción de la capacidad productiva de las empresas.

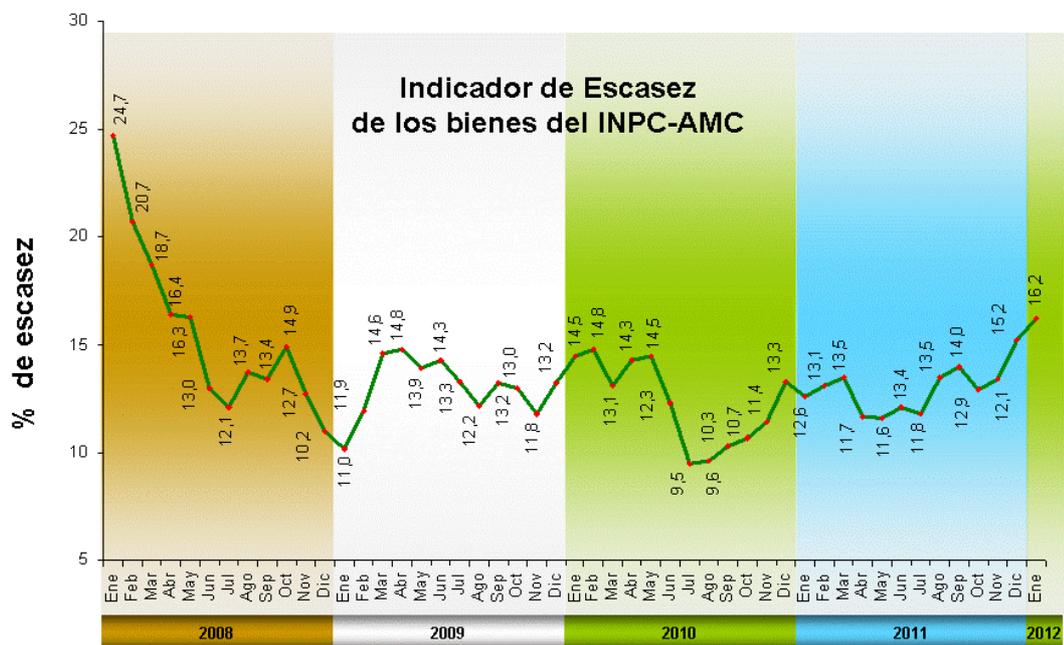
Distintos expertos en el tema, opinan que los controles de cambio al obligar mantener los precios bajos entre la oferta y demanda, y al crear una situación irreal en el mercado, provocan un incremento de la demanda de



bienes hasta el punto que la oferta no puede satisfacerlo, esto generalmente conduce a la escasez de productos que se desean controlar.

Por ello se presentará en la gráfica No. 1 el comportamiento del índice de escasez en Venezuela para el período 2008-2012.

**Gráfica 1 Indicador de Escasez**



Fuente. Tomado del informe *El INPC inicia el año 2012 con importante desaceleración* del Banco Central de Venezuela, 2012, Caracas.

De acuerdo al gráfico anterior, podemos observar que en enero de 2008 el índice de escasez presentó el valor más alto del período evaluado, representando 24,7%, esto quiere decir que los consumidores al buscar en los distintos establecimientos del país, 24 productos no se encontraban disponibles. Durante el período de estudio, se pudo observar que el índice de escasez fue en promedio de 13,5, evidenciando durante este período, que la aplicación de controles de cambio originan el aumento de la escasez, debido a que los Organismos Gubernamentales obligan a los empresarios a



mantener unos precios, que no se adaptan a la estructura de costos de las organizaciones, lo que conlleva a que se produzca menos de los consumidores demandan.

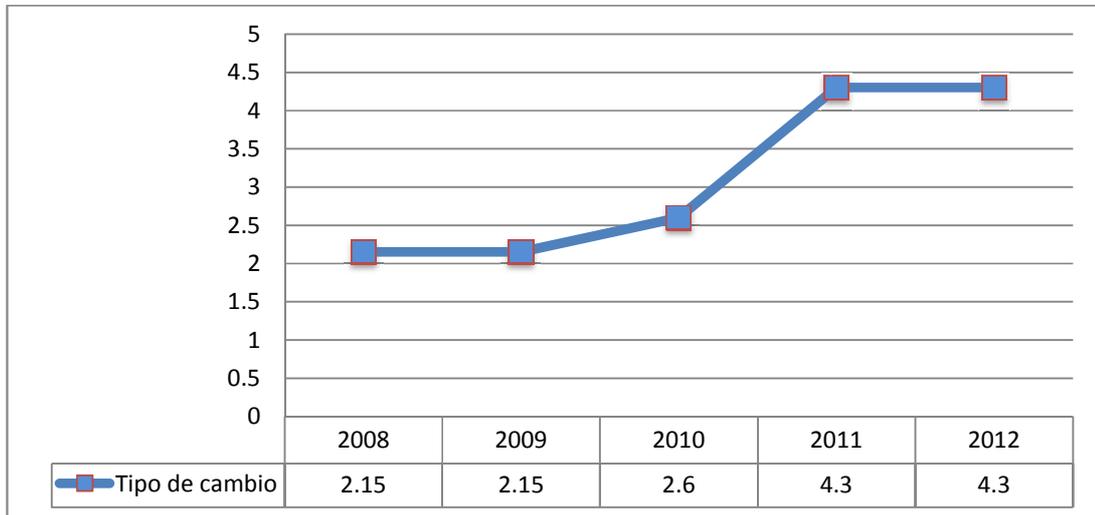
La influencia de los controles de precios en el riesgo país, se puede observar en la implantación de medidas regulatorias que influyen en la capacidad de producción de las organizaciones, originando que muchos empresarios decidan dejar de invertir o producir en el país, para irse a mercados con políticas más flexibles.

#### *4.1.1.2 Control de cambio*

Según la información obtenida de diversas fuentes documentales (informes del observatorio de la economía venezolana, ecoanalítica, entre otros), el control de cambio se adoptó en Venezuela en febrero de 2003, con la aplicación de una política cambiaria, basada en la fijación de la tasa de cambio con la finalidad de disminuir los niveles de inflación y proteger las reservas internacionales del país. El organismo encargado de la administración fue CADIVI, sin embargo desde el año 2011, se creó el sistema de transacción de títulos valores en moneda extranjera (SITME y bonos de PDVSA), donde la tasa de cambio manejada por estos sistemas es de Bs. 4.30 por dólar.



Gráfica 2 Tipo de cambio (Bs/US\$)



Fuente. Elaborado con la información obtenida sobre los indicadores estadísticos ubicados en la página web del Banco Central de Venezuela

En la gráfica anterior, se observa que el gobierno venezolano, generalmente aplica las devaluaciones en promedio de dos a tres años. De acuerdo a la opinión de diversos economistas, el objetivo de aplicar el control de cambio es mantener el control político de la sociedad mediante la conducción por parte del gobierno del manejo de las divisas.

La aplicación del control de cambio no permite el ingreso de divisas al país, sin embargo, lo que se desea es sacarlas del país. Según Guerra (2014), entre el 2003 y 2013, se estima que salieron de Venezuela alrededor de US\$130.000 millones aproximadamente.

De esta manera, los controles cambiarios influyen en los niveles de riesgo país porque generan en la economía un desbalance en donde el gobierno nacional ha aplicado durante el período dos devaluaciones con la finalidad de incrementar la cantidad de dinero por parte del BCV para financiar los déficits existentes en el mercado. Sin embargo, estas decisiones lo que han generado una presión sobre los precios de los bienes y la disminución de las

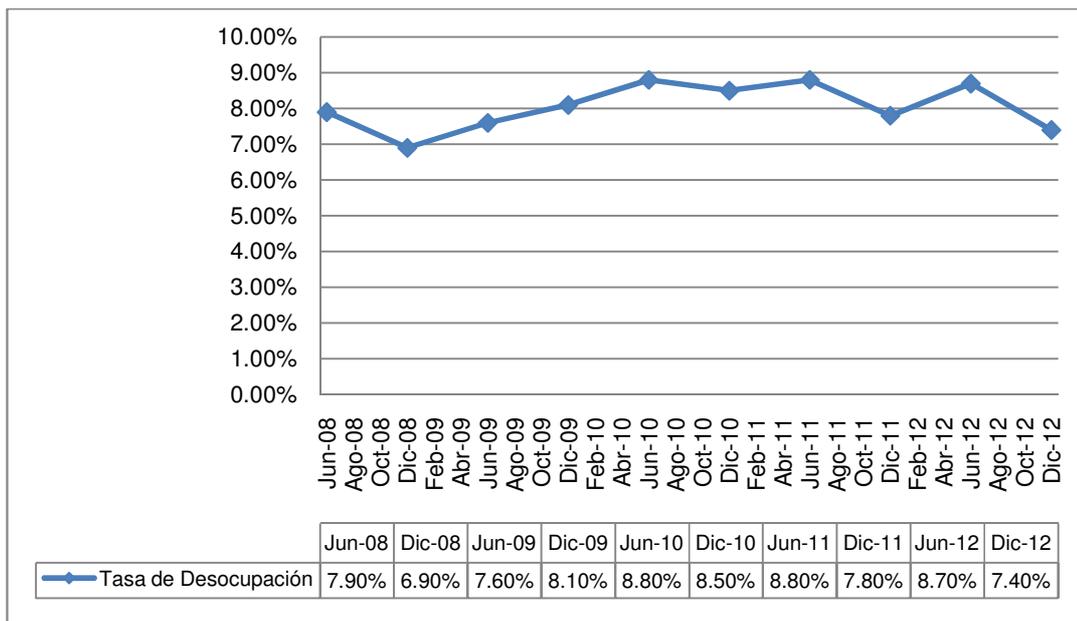


reservas internacionales, debido a que las personas al tener gran cantidad de bolívares deciden: adquirir bienes o comprar divisas con la finalidad de protegerse de la inflación produciendo alteraciones del mercado.

#### 4.1.1.3 Nivel de desempleo

Según la información obtenida en el Instituto Nacional de Estadística (INE), los niveles de desempleo durante el período 2008 – 2012, presenta una tendencia variable debido a los distintos cambios que ocurren en la economía, además de la aplicación de diversas regulaciones gubernamentales que han afectado al mercado laboral. (Ver gráfica No. 3)

**Gráfica 3 Tasa de desocupación**



Fuente. Elaborado con la información disponible de los indicadores sociales en la página web del Instituto Nacional de estadística

Durante este período podemos observar que la tasa de desocupación para diciembre de 2012 cerró en 7,4% mientras que en diciembre de 2008 esta tasa era de 6,90%, lo que se traduce en un aumento de los niveles de desempleo en Venezuela, debido a la disminución de la inversión privada en



el país, y a las restricciones existentes en el mercado laboral. La tasa de desocupación no ha sufrido mayores incrementos, por la intervención del Estado a través del incremento del gasto público para la generación de empleo. Según información del INE para el 2do semestre del año 2008 el sector público cubría el 18,1% del mercado laboral, mientras que para el 2do semestre del año 2012 el porcentaje ascendía a 20,5%, lo que refleja un incremento del 2,4% de participación del Gobierno en la generación de empleo.

La situación reflejada anteriormente influye de manera negativa en la medición del riesgo país, porque se evidencia la incapacidad del estado venezolano de incentivar al sector privado en la generación de nuevos empleos que ofrezca calidad de vida al venezolano, provocando que el estado asuma esta responsabilidad, lo que se traduciría en mayores niveles de gasto público.

#### *4.1.1.4 Conflictos sociales*

Para desarrollar el indicador de conflictos sociales en Venezuela durante el período 2008 – 2012, se obtuvo la información de: los informes de coyuntura del Observatorio Social de América Latina y el Observatorio Venezolano de Conflictividad Social.

En el año 2008, el panorama político y social del país se vio influenciando por las elecciones regionales y municipales del mes de noviembre. En este proceso electoral el partido de gobierno bajo la figura del Partido Socialista Unido de Venezuela (PSUV), alcanzó el 72% de las gobernaciones. Mientras que la otra parte de la política ganó las gobernaciones de los estados: Carabobo, Miranda, Zulia, Táchira, y la Alcaldía Mayor en Caracas. Este panorama lo que evidenció fue el descontento que presenta la sociedad



venezolana, al obtener estos resultados a pesar de las campañas y estrategias aplicadas por el partido del gobierno.

Durante el período de análisis, se presentaron gran cantidad de protestas, por distintos motivos, entre los que se destacan:

- a) Conflictos laborales por discusiones de contratos colectivos de las empresas públicas y privadas, exigencia de mejoras laborales, definición de la situación de los tercerizados
- b) Expropiaciones de empresas consideradas estratégicas para el gobierno, tales como: Empresas Diana, Sambil La Candelaria, Hato Caroní, entre otras
- c) Aprobación en el mes de agosto de 2009 de la Ley Orgánica de Educación (LOE)
- d) Aplicación de políticas no adecuadas en la administración de servicios públicos, tales como: electricidad, suministro de agua potable
- e) Exigencias de mejores de las condiciones de vivienda por parte de los damnificados

El Observatorio Venezolano de Conflictividad Social (2012), reportó que las exigencias que ocasionaron estas series de protestas, se debían:

- a) Derechos laborales 2.256 (41,15%)
- b) Solicitud de vivienda digna 1.874 (34,17%)
- c) Demandas por seguridad ciudadana, derechos de personas privadas de liberta, participación política, derecho a la justicia 1.124 (20,49%)
- d) Exigencias educativas 229(4,17%)

Ante este clima de constantes conflictos y protestas de carácter social, los inversionistas calificarán a Venezuela como un mercado con altos niveles de riesgo para invertir porque al evaluar el conjunto de eventos sociales que



afecten el ambiente de negocios de Venezuela, concluirán que en este mercado las condiciones están dadas para que las empresas tengan grandes obstáculos para alcanzar los objetivos planteados, y decidan migrar a otros mercados.

#### *4.1.2 Factores económicos*

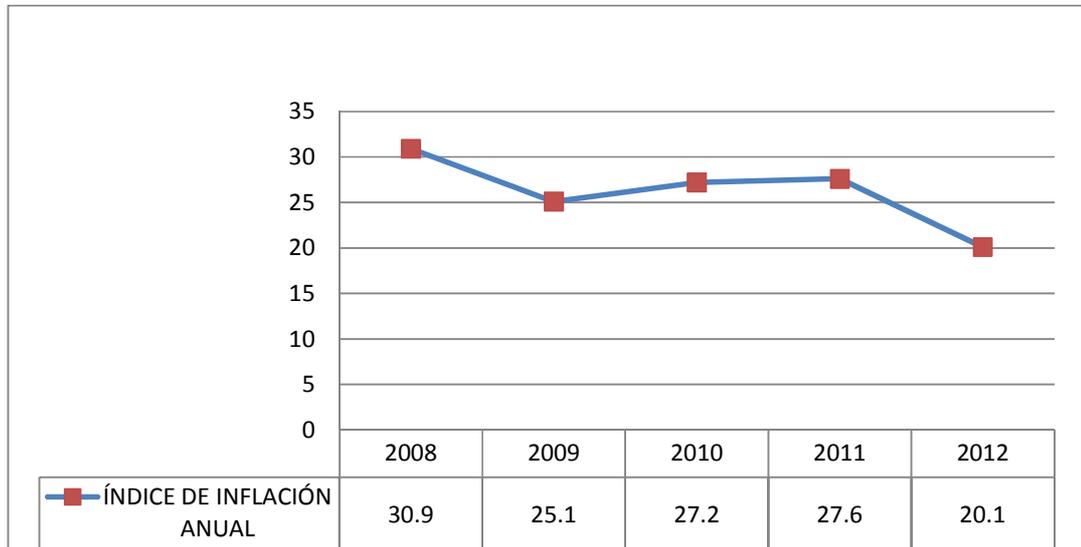
Los factores económicos se pueden obtener a través de variables que se pueden cuantificar, dándole una mayor objetividad a la hora de realizar los análisis sobre riesgo país. Para ello, se presentará a continuación algunos indicadores de carácter económico, descritos en el cuadro de variables en el marco metodológico de la presente investigación: inflación, PIB, nivel de deuda pública y nivel de reservas internacionales.

##### *4.1.2.1 Inflación y Precios del Petróleo*

La inflación, es definida como el alza del nivel general de los precios de los bienes y servicios existentes en el mercado durante un período de tiempo, en Venezuela es medido a partir del año 2008 con el índice nacional de precios al consumidor (INPC) calculado por el Banco Central de Venezuela. En la gráfica No. 4, se podrá observar que la inflación durante el período de estudio no ha sido inferior a un dígito, para el año 2008, la inflación cerró en 30,9%, lo que se traduce que en un incremento en los precios de los bienes y servicios ofrecidos en el mercado, originado por la aplicación de controles de precios para la mayoría de los bienes y servicios que se encuentran dentro de la canasta básica y alimentaria del INPC, que a su vez elevo para este año los índices de escasez en el país, de acuerdo a lo expuesto a la información expuesta en el punto *4.1.1.1 control de precios* . La oferta de bienes y servicios no es capaz de cubrir la demanda realizada por los consumidores.



Gráfica 4 Índice de Inflación



Fuente. Elaborado con la información obtenida sobre los indicadores estadísticos ubicados en la página web del Banco Central de Venezuela

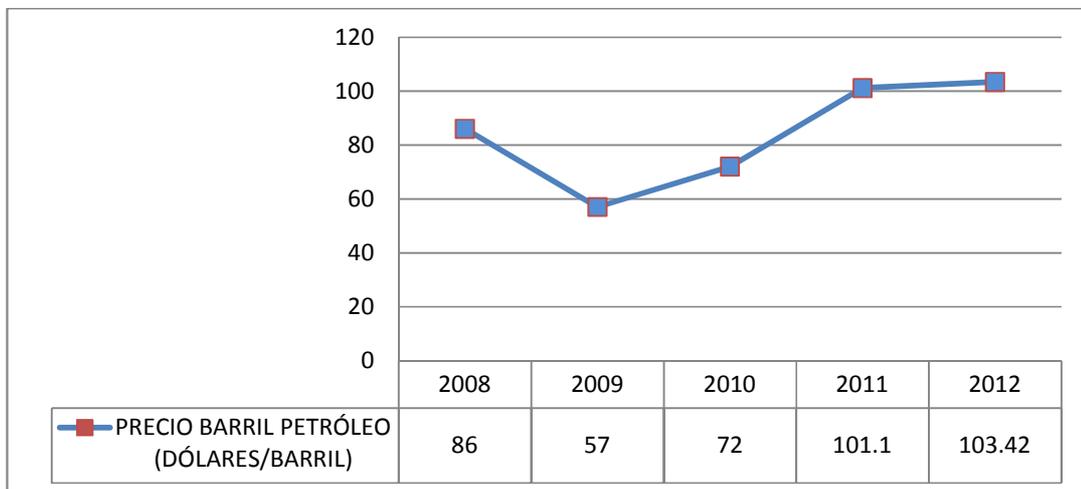
La devaluación del bolívar en el año 2010, de Bs. 2.15 por dólar en el 2009 a Bs. 2.60 por dólar en el año 2010, ocasionó el incremento de la cantidad de bolívares en el mercado, lo que provocó que los consumidores tuviesen más dinero para adquirir bienes y servicios, en una economía con controles de precios, que produjo incrementos en el índice de precios de un período a otro, que paso de 25,1% en el 2009 a 27,2% en el 2010. Situación que se repite del año 2010 al 2011, en donde el gobierno aplicó una nueva devaluación del bolívar con respecto al dólar de 2.60 a 4.30 Bs por dólar. Para el año 2012, por ser un año electoral el Gobierno Nacional aplicó una serie de medidas que buscarán mantener estable la economía, tales como, incremento del gasto público a través de la creación de nuevos empleos, incremento del número de misiones, incremento del subsidio a los alimentos de la cesta básico, aplicación de controles cambiarios, todo ello con la finalidad de mantener controlado los niveles de precios en el país, todo esto se pudo llevar a cabo gracias al incremento del precio del principal producto



de exportación de país (el petróleo), el cual era de 103.42 dólares por barril. (Ver gráfica No. 5)

De acuerdo a la información presentada en la gráfica No. 5, se puede observar la influencia del comportamiento de los precios del barril del petróleo en los niveles de inflación. Para el año 2009, el barril de petróleo disminuyó 29\$/barril, esta situación ocasionó que el Gobierno tuviera menos cantidad de recursos para mantener los niveles de gasto público, según lo presentado en el punto 4.1.1.3 *nivel de desempleo*, el Gobierno venezolano incrementó su participación en la generación de empleo, esta situación pudo provocar una disminución de la capacidad adquisitiva de los consumidores, lo que conduce a una disminución de la demanda de bienes y servicios, y ubica los niveles de inflación en 5.8% por debajo del año 2008.

**Gráfica 5 Precio del barril de petróleo**



Fuente. Elaborado con la información obtenida sobre los precios del petróleo en el Ministerio del poder popular del petróleo y minería

De acuerdo al panorama anterior, donde los niveles de inflación son elevados, los inversionistas preferirán realizar adquisiciones de activos que lo protejan de la inflación garantizándole mantener el valor de las inversiones



realizadas, esta situación conduce a que se incremente la demanda de moneda extranjera, y disminuya la realización de nuevas inversiones en el país.

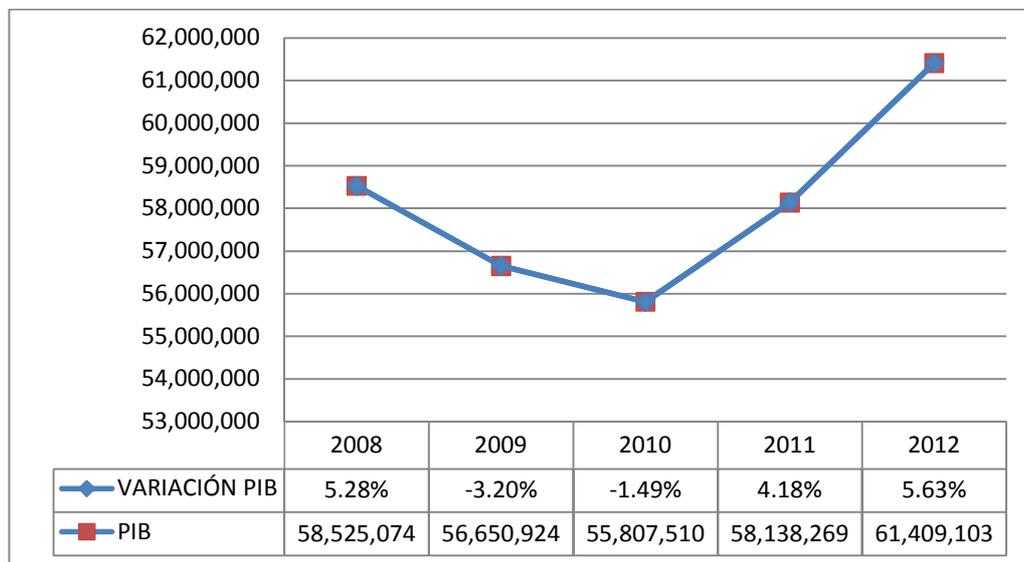
A continuación veremos cómo se ha venido desempeñando el PIB de Venezuela durante el período de estudio.

#### 4.1.2.2 PIB

Según distintos economistas el producto interno bruto (PIB), suele definirse como el valor de los bienes y servicios finales que se producen en un país durante un año, es un indicador de la productividad del país, incluyendo las actividades realizadas por empresas nacionales o extranjeras.

En la gráfica No. 6 se presentará el desenvolvimiento del producto interno bruto real para el 2008 – 2012.

**Gráfica 6 Producto Interno Bruto**



Fuente. Elaborado con la información obtenida sobre los indicadores estadísticos ubicados en la página web del Banco Central de Venezuela



Según el BCV, la producción de bienes y servicios en el año 2009, reflejó una disminución de 3.20% con respecto al año 2008, debido a la disminución de los precios del petróleo y los recortes de producción acordados por la OPEP, esta situación puede observarse en la gráfica No. 5 en donde se observa la disminución del barril de petróleo de 86 a 57 \$/barril.

En el año 2010, el PIB disminuyó 1,49% con respecto al 2009, para Merentes, presidente del Banco Central de Venezuela para la fecha, esta disminución se presentó por las fallas eléctricas ocasionadas en el país, lo que afecta de manera directa la producción de bienes y servicios.

El PIB presentó una recuperación en los años 2011, y 2012, con una variación de 4.18% y 5.63% respectivamente, debido al incremento del precio del barril de petróleo y a la reactivación de la economía a través de la generación de empleo por parte del sector público, junto con la asignación de mayor cantidad de divisas a las empresas con la finalidad de aumentar el número de bienes y servicios ofertados en el mercado nacional.

En la medida que los niveles del producto interno bruto se incrementen y mantengan con niveles de crecimiento estable y favorable para los países conducirá a que los inversionistas decidan realizar inversiones y adquirir activos financieros de estos países, haciendo que mejore la percepción de riesgo país.

#### *4.1.2.3 Reservas Internacionales*

Las reservas internacionales según el Banco Central de Venezuela, se encuentran conformadas por: oro en barra y monedas, depósitos a la vista o a plazo, títulos valores emitidos por instituciones financieras o entes públicos en el exterior, derechos especiales de giro u otra moneda nacional, divisas producto de las exportaciones, y la posición crediticia en el Fondo Monetario



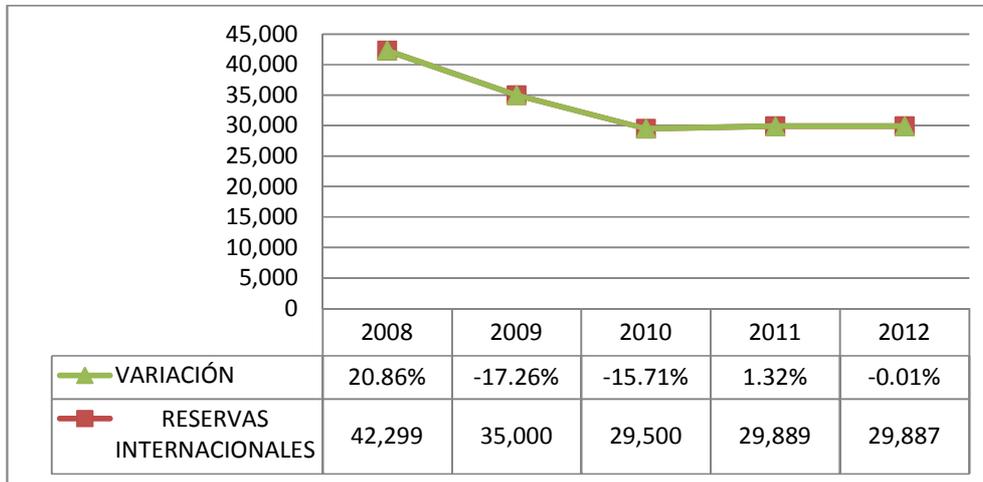
Internacional. (Artículo 127. Ley de Reforma Parcial del Banco Central de Venezuela. Año 2010). En este artículo, el Banco Central de Venezuela, establece que podrá adoptar medidas que busquen proteger las reservas del país de los riesgos financieros donde se ubican las mismas.

Las reservas internacionales son los activos con los que cuenta el Estado Venezolano para cumplir con las obligaciones contraídas por emisiones de deuda, pago de las importaciones, entre otras.

Básicamente, las reservas internacionales son el resultado de las operaciones que realiza el Estado Venezolano con el exterior, donde los ingresos de las divisas se realizan producto de las operaciones de exportaciones, adquisición de créditos con bancos en el extranjero, remesas recibidas del exterior y la realización de inversiones extranjeras en el país. Sin embargo, para el período evaluado hemos visto en los apartados anteriores como con la aplicación de controles cambiarios y, ante un clima de conflictividad político-social, las inversiones extranjeras en el país han disminuido, provocando por un lado que el Gobierno sea el principal empleador, y por el otro, una disminución del ingreso de divisas al país, porque hay menos inversores extranjeros, conduciendo a que el ingreso de divisas al país provengan de las exportaciones petroleras realizadas por Petróleos de Venezuela (PDVSA).



Gráfica 7 Reservas Internacionales



Fuente. Elaborado con la información obtenida sobre los indicadores estadísticos ubicados en la página web del Banco Central de Venezuela

Para el año 2009, las reservas internacionales disminuyeron un 17,26% con respecto al 2008, debido a que en el mes de enero de 2009 se realizó el traspaso de aproximadamente unos 12.000 millones de dólares a un fondo especial que administra el Ejecutivo. Según el Presidente del Banco de Venezuela, Nelson Merentes, el nivel óptimo para las reservas internacionales es de \$28.000 para el año 2009<sup>14</sup>. Adicionalmente para este año, las reservas internacionales se vieron afectadas por la disminución del precio del barril de petróleo, que pasó de 86\$/barril a 57\$/barril.

A partir del año 2010, el BCV de Venezuela estableció que los niveles óptimos de reservas internacionales eran de \$30.000, motivo por el cual cuando se supera estos niveles, se realizan traspasos de los fondos especiales del gobierno, medida que se siguió aplicando en los años siguientes.

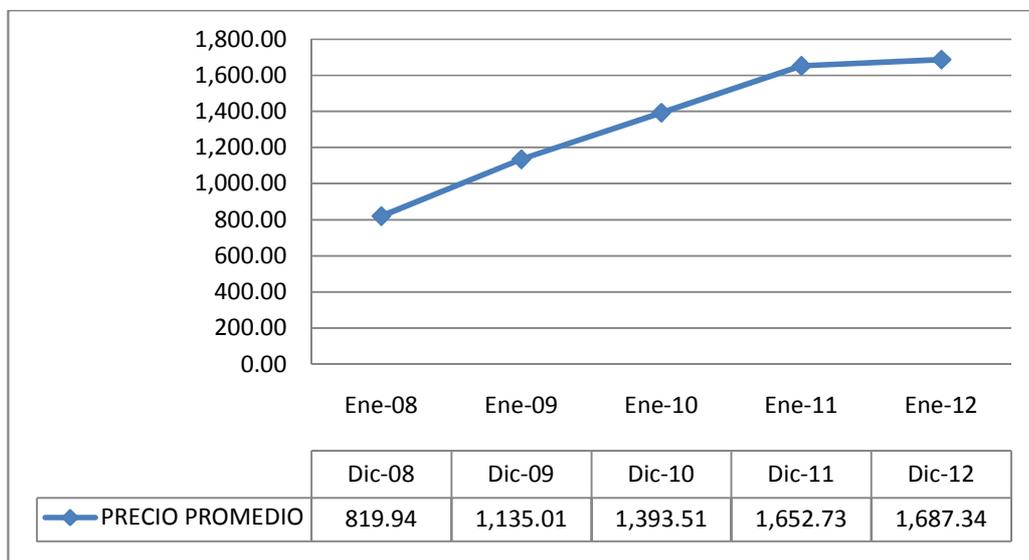
<sup>14</sup> Reservas internacionales de Venezuela en \$ 35.121 millones, según informe del Banco Central. Informe 21.com. [Artículo en línea]. Disponible: <http://informe21.com/economia/reservas-internacionales-venezuela-35121-millones-segun-informe-del-banco-central>



En el año 2011, el fallecido presidente Hugo Chávez ordenó el traslado al BCV 211,35 toneladas de oro que Venezuela tenía depositadas en instituciones financieras en el exterior y que constituían la mayor parte de las reservas internacionales. Según Jorge Giordani, ministro de Finanzas para la época, esta decisión buscaba proteger a Venezuela de los movimientos ocurridos por la crisis generada a partir del 2008 en los Estados Unidos y Europa donde se encontraban el oro que fue transferido. El oro se encontraba distribuido de la siguiente manera: Standard Chartered (Inglaterra), JP Morgan (Estados Unidos), Barclays (Inglaterra), BNP Paribas (Francia) y el Banco Internacional de Pagos (Suiza).

En la gráfica No. 8, podremos observar el desenvolvimiento del precio del oro para el período 2008-2012, ubicándose en promedio en 1,337.71 \$/onza.

**Gráfica 8 Precio del Oro**



Fuente. Elaborado con la información obtenida en la página web del Banco Central de Venezuela basados en el precio diario Fixing de Londres suministrado por Bloomberg

De acuerdo a la información presentada en el cuadro No. 3 *composición de las reservas internacionales*, se puede evidenciar como el oro sufrió un



incremento de 10.786 millones de dólares, al pasar de 9.281 millones de dólares en el año 2008 a 19.987 millones de dólares como consecuencia del aumento del precio de oro que paso de 819.94 \$ por onza en el 2008 a 1.687,34 \$ en el año 2012. Este incremento en los precios del oro, se originó como consecuencia del aumento de la demanda por parte de los inversionistas, que buscan refugiarse en los lingotes de oro como medida de protección a sus inversiones.

**Cuadro 3 Composición de las reservas internacionales de Venezuela (Expresado en millones USD)**

	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012	Promedio	% del Total de Reservas
<b>Total de Activos</b>							
Posición Inicial	33.477	42.299	35.000	29.500	29.889	34.033	
Transacciones netas	9.437	-10.801	-7.941	-3.183	-846	-2.667	
Otras Variaciones	-615	3.502	2.441	3.572	844	1.949	
Posición Final	42.299	35.000	29.500	29.889	29.887	33.315	
<b>Oro Monetario</b>							
Posición Inicial	9.281	9.201	13.297	16.363	19.959	13.620	
Transacciones netas	0	230	415	-388	6	53	
Otras Variaciones	-80	3.866	2.651	3.984	22	2.089	
Posición Final	9.201	13.297	16.363	19.959	19.987	15.761	47%
<b>DEG</b>							
Posición Inicial	1	21	3.511	3.449	3.438	2.084	
Transacciones netas	25	3.485	0	0	0	702	
Otras Variaciones	-5	5	-62	-11	3	-14	
Posición Final	21	3.511	3.449	3.438	3.441	2.772	8%
<b>Posición de Reserva en el FMI</b>							
Posición Inicial	509	496	505	496	494	500	
Transacciones netas	0	0	0	0	0	0	
Otras Variaciones	-13	9	-9	-2	1	-3	
Posición Final	496	505	496	494	495	497	1%
<b>Divisas</b>							
Posición Inicial	23.316	32.188	17.294	8.786	5.586	17.434	
Transacciones netas	9.390	-14.516	-8.369	-2.801	-936	-3.446	
Otras Variaciones	-518	-378	-139	-399	818	-123	
Posición Final	32.188	17.294	8.786	5.586	5.468	13.864	42%
<b>Otros Activos</b>							
Posición Inicial	370	393	393	406	412	395	
Transacciones netas	22	0	13	6	84	25	
Otras Variaciones	1	0	0	0	0	0	
Posición Final	393	393	406	412	496	420	1%

Fuente [www.bcv.org.ve/excel/2\\_4\\_13.xls?id=321](http://www.bcv.org.ve/excel/2_4_13.xls?id=321)

A pesar del establecimiento de niveles de reserva mínimo por parte del BCV, la disminución de las reservas internacionales, ha sido el resultado de la combinación de medidas económicas implantadas por el Gobierno Nacional,



tales como el incremento de la economía a base de importaciones respaldadas en un tipo de cambio controlado, para poder controlar los precios en el país, cuando en realidad lo que generó fue la disminución de las reservas internacionales, al igual que provocó el incremento de los niveles de precios.

Adicionalmente, debemos considerar la variación en la composición de las reservas internacionales durante este período donde, un 47% se encuentra representado en oro, un 42% en divisas y el 11% restante en otros activos. (Ver cuadro No. 3). Esta situación conduce a que las reservas internacionales sean sensibles a dos variables: precios del petróleo y precios de oro.

El escenario descrito anteriormente, conduce a la disminución de las inversiones de carácter privado en el país, muchos inversionistas extranjeros preferirán irse a mercados en donde se generen oportunidad a las nuevas inversiones a través de la creación de incentivos fiscales y económicos, donde no existan controles de precios, es decir, donde opera la teoría de oferta y demanda del mercado, además que estas empresas puedan repatriar sus ganancias sin ninguna barreras, como lo es el control de cambio.

#### **4.2 Objetivo Específico 2. Explicar el desempeño del riesgo país de Venezuela a través del “Índice de Bono de los Mercados Emergentes” (EMBI+) para el mismo período**

En este apartado, se expondrá el análisis del comportamiento del riesgo país a través del Índice de Bono de los Mercados Emergentes EMBI+ de Venezuela para el período 2008 – 2012, por medio del análisis grafico según



la información obtenida de la página web del Centro de Economía Internacional de la República de Argentina.

Debemos recordar que el EMBI+ se encuentra constituido por instrumentos financieros que poseen las siguientes características, de acuerdo a los criterios de selección fijados por el Banco de Inversión JP Morgan:

1. Instrumentos de deuda en moneda extranjera con un volumen mínimo de 500 millones de dólares
2. Los países que lo conforman deben ser emergentes, que posean la capacidad de pagar la deuda extranjera
3. La calificación crediticia se deberá ubicar hasta la categoría de BBB+/Baa1<sup>15</sup>

El EMBI+ de Venezuela, se encuentra constituido por los bonos emitidos en moneda extranjera, y que se negocian en mercados internacionales, cuyo monto de colocación es superior a 500 millones de dólares. Según la Oficina Nacional de Crédito Público, para el mes de diciembre de 2012, el Global 2027 y los Bonos Soberanos 2031, 2026 y 2022, ascienden al 38,4% del saldo total de los bonos. En el cuadro No. 4 se presenta los bonos venezolanos emitidos en moneda extranjera que cumplen las condiciones establecidas por el JP Morgan para considerarlos dentro de la canasta de bonos del EMBI+.

---

<sup>15</sup> Según las agencias calificadoras de riesgo, es la última categoría considerada adecuada para realizar inversiones. Por debajo de esta calificación, se consideran de tipo especulativa.



**Cuadro 4 Bonos Públicos denominados en Moneda Extranjera (Expresado en USD)**

Tipo de Bono	Fecha de Emisión	Vencimiento	Monto de Colocación	Cupón
BONO SOBERANO 2016	9/12/2005	26/02/2016	1,500,057,000	5.75%
BONO SOBERANO 2019	13/10/2009	13/10/2019	2,495,963,000	7.75%
BONO SOBERANO 2020	9/12/2005	09/12/2020	1,500,057,000	6.00%
BONO SOBERANO AMORTIZABLE 2022	23/8/2010	23/08/ 2020 23/08/2021 23/08/2022	3,000,000,000	12.75%
BONO SOBERANO 2023	7/5/2008	07/05/2023	2,000,000,000	9.00%
BONO SOBERANO 2024	13/10/2009	13/10/2024	2,495,963,000	8.25%
BONO SOBERANO 2028	7/5/2008	07/05/2028	2,000,000,000	9.25%
EUROBONO 2015	7/3/2005	16/03/2015	1,310,000,000	8.09%
GLOBAL 2014	29/9/2004	08/10/2014	1,500,000,000	8.50%
GLOBAL 2018 13,625%	30/7/1998	15/08/2018	500,000,000	13.63%
GLOBAL 2018 7,00%	26/11/2003	01/12/2018	1,000,000,000	7.00%
GLOBAL 2025	7/4/2005	21/04/2025	1,599,817,000	7.65%
GLOBAL 2027	18/9/1997	15 /09/2027	4,000,000,000	9.25%
GLOBAL 2034	7/1/2004	13/01/2034	1,500,000,000	9.38%
GLOBAL 2038 7%	15/11/2007	31/03/2038	1,250,003,000	7.00%

Fuente: Ministerio del Poder Popular de Economía, Finanzas y Banca Pública. Oficina Nacional de Crédito Público

El Banco de Inversión JP Morgan, establece que para que los activos de deuda sean considerados dentro del EMBI+, se deben clasificar como



emergentes. Distintos especialistas del tema opinan que los países se consideran emergentes cuando poseen economías con un crecimiento en forma acelerada, en donde se pueden presentar ciclos económicos irregulares y la aplicación de políticas monetarias que consideren las siguientes variables: inflación, balanza de pagos y evolución del PIB. Adicionalmente los países emergentes, deben ir adecuando su estructura económica, física y humana, con la finalidad de crear materias primas y aquellos servicios que permitan suministrar los insumos necesarios a la economía nacional para fortalecer el desarrollo económico, político y social de la Nación respectiva. Venezuela, se considera un país emergente porque posee una de las materias primas más importantes en materia energética (petróleo), que tiene como consecuencia fundamental que sea el centro de interés de distintas naciones, para la adquisición de bonos que ofrecen un alto rendimiento respaldados en la capacidad de producción petrolera que permite desarrollar la economía nacional, y genera los recursos financieros necesarios para enfrentar las obligaciones contraídas por concepto de emisiones de deuda.

En lo que se refiere a las calificaciones de crédito asignadas por las distintas agencias calificadoras, Venezuela presenta variaciones en su asignación, debido a los cambios en la metodología de estas agencias en donde se evalúan las condiciones económicas, políticas y sociales del país. Para el período evaluado, la calificación del País era de B+ para el año 2011 por parte de S&P, B+ en el año 2008 según Fitch Ratings, por lo que cumple con parte de los requisitos establecidos por JP Morgan para la inclusión de las deudas soberanas dentro del cálculo del índice de medición de riesgo EMBI+.

En el cuadro No. 5 se muestra el histórico de las calificaciones crediticias por parte de las 3 principales agencias calificadoras de riesgo.



**Cuadro 5 Histórico de la calificación crediticia de la deuda soberana extranjera a largo plazo de la República Bolivariana de Venezuela**

Moody's Investors Service		Standard & Poor's (S&P)		Fitch Ratings	
Fecha	Rating	Fecha	Rating	Fecha	Rating
21/01/2003	Caa1	19/08/2011	B+	15/12/2008	B+
20/09/2002	B3	03/02/2006	BB-	14/11/2005	BB-
03/09/1998	B2	12/08/2005	B+	20/09/2004	B+
22/07/1998	B1	03/03/2005	B	23/06/2003	B-
08/05/1998	Ba2	25/08/2004	B	10/01/2003	CCC+
08/04/1994	Ba2	30/07/2003	B-	28/06/2002	B
07/02/1994	Ba1	13/12/2002	CCC+	06/02/2002	B+
07/08/1991	Ba1	24/09/2002	B-	15/05/2000	BB-
03/06/1987	Ba3	18/03/2002	B	02/09/1999	BB-
		11/02/2002	B	15/09/1997	BB-
		21/12/1999	B		
		05/06/1997	B+		
		23/02/1996	B		
		27/07/1994	B+		
		04/03/1994	BB-		
		24/07/1991	BB		
		17/01/1989	B+		
		28/03/1983	BB		
		11/02/1983	A-		
		13/08/1982	AA		
		05/10/1977	AAA		

Fuente: Oficina Nacional de Crédito Público de la República Bolivariana de Venezuela (ONCP)

En el cuadro anterior, se puede detallar la modificación por parte de la agencia S&P en el año 2011, debido al cambio de la metodología de calificación de riesgo para las deudas soberanas, porque se evalúan las condiciones políticas y situación fiscal de la Nación. Para S&P, en Venezuela la aplicación de distintas medidas económicas, creación de nuevas leyes y, controles de precios han provocado la disminución de las



inversiones privadas en el país. Pero a pesar de este clima de medidas aplicadas, el hecho de poseer grandes reservas de petróleo y gas permite compensar la situación del país.

Con la finalidad de analizar el comportamiento del riesgo país en Venezuela durante el período 2008-2012, se presentará la gráfica No. 8 a partir de la información obtenida de manera mensual de la página del Centro de Economía Internacional de la República de Argentina, que se expondrá en el cuadro No. 6.

**Cuadro 6 Estadísticas del EMBI+ de Venezuela para el período 2008 – 2012**

Año	Mes	Venezuela
2008	Enero	507,3
	Febrero	531,3
	Marzo	603,3
	Abril	611,3
	Mayo	625,6
	Junio	568,4
	Julio	609,3
	Agosto	658,1
	Septiembre	785,9
	Octubre	1.399,7
	Noviembre	1.455,2
	Diciembre	1.736,9
2009	Enero	1.688,8
	Febrero	1.715,3
	Marzo	1.571,0
	Abril	1.364,1
	Mayo	1.278,2
	Junio	1.153,0
	Julio	1.180,4
	Agosto	1.008,1
	Septiembre	920,4
	Octubre	922,5
	Noviembre	1.023,0
	Diciembre	1.102,6
	Enero	915,0
	Febrero	972,1
	Marzo	898,1
	Abril	837,0



**Riesgo País. Factores que incidieron en su determinación para el período 2008-2012**

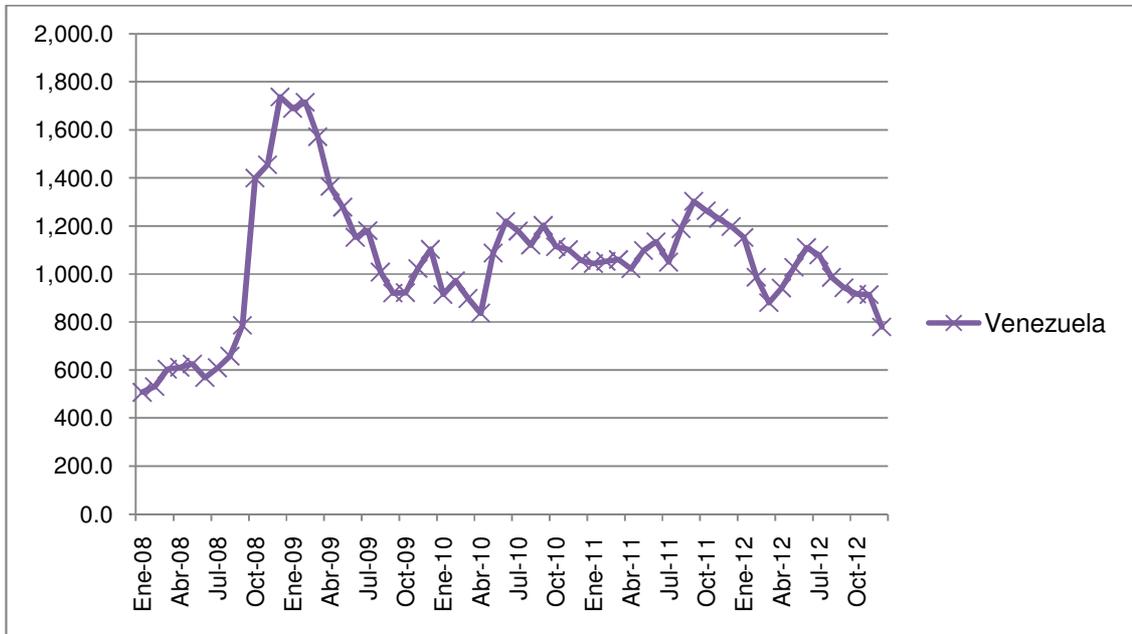
---

2010	Mayo	1.087,6
	Junio	1.218,9
	Julio	1.178,6
	Agosto	1.120,0
	Septiembre	1.202,2
	Octubre	1.113,8
	Noviembre	1.101,9
	Diciembre	1.056,1
2011	Enero	1.043,9
	Febrero	1.052,2
	Marzo	1.060,3
	Abril	1.021,4
	Mayo	1.097,6
	Junio	1.134,3
	Julio	1.049,4
	Agosto	1.189,2
	Septiembre	1.302,7
	Octubre	1.263,1
	Noviembre	1.231,6
	Diciembre	1.197,9
2012	Enero	1.152,1
	Febrero	986,7
	Marzo	880,9
	Abril	941,6
	Mayo	1.027,7
	Junio	1.110,0
	Julio	1.078,2
	Agosto	986,0
	Septiembre	942,2
	Octubre	916,6
	Noviembre	914,2
	Diciembre	779,4

Fuente. CEI en base a MECON y J.P.Morgan



Gráfica 9 EMBI+ Venezuela



Fuente. Elaborado con la información sobre el EMBI+ de Venezuela obtenida de la página web del CEI en base a MECON y J.P.Morgan

En la gráfica anterior se muestra el desenvolvimiento del riesgo país a través del Índice de Bono Creciente de los mercados emergentes EMBI+ para Venezuela, durante este período el riesgo país de Venezuela se ha visto afectado por los siguientes factores:

En el mes de diciembre del año 2008 el EMBI+ presentó uno de los valores más altos de 1.736,9 puntos, la inflación para este período ascendió a 30,9%, situación provocada por el exceso de demanda de bienes de los consumidores, porque al tener un tipo de cambio más barato de 2.15 Bs/\$,, los consumidores tienen mayor liquidez para adquirir bienes, lo cual no es cubierta por la oferta de bienes y servicios del país, porque a los empresarios se les hace más rentable importar bienes que generarlo en el país, todo ello conduce a la disminución de las reservas internacionales, y al tener un precio del barril tan bajo no cubre la demanda de dólares generadas, situación que



provocó que los niveles de escasez en el país para el mes de enero de 2008 fuera una de las más elevadas del período el 24,8%. El panorama anterior provocó unos de los niveles más altos del EMBI+ porque los inversionistas perciben que el país no tendrá los dólares suficientes para el pago de la deuda, porque se destinan para cubrir la de bienes y servicios del país.

El año 2009, presentó variaciones en el índice EMBI+ que va desde 1.715,30 puntos en el mes de febrero 2009 siendo el nivel más alto del año, situación motivada al descenso de los precios de petróleo, lo que provoca que el Gobierno disminuya la entrega de dólares al tipo de cambio oficial, con la finalidad de proteger los niveles de reservas internacionales del país. Sin embargo para el mes de septiembre de 2009, el EMBI+ representaba 920,4 puntos básicos, provocado por el aumento de los precios del barril del petróleo, de 31,55 \$/barril en el mes de diciembre de 2008, a 59,40\$/barril en el mes de julio 2009.

Para el mes de diciembre de 2010, el riesgo país medido a través del EMBI+ era de 1.056,10 puntos, lo que representa una disminución de 46,5 puntos con respecto al mes de diciembre de 2009, durante el 2010 los precios del petróleo sufrieron un incremento de 15 dólares por barril, causante del incremento de los niveles de precios en 2,1% con respecto al 2009, motivado a la demanda de dólares para satisfacer en la mayoría de los casos la demanda de bienes y servicios ocasionadas en el país. Adicionalmente esta situación conduce a que en el país sean menos las empresas destinadas a la generación de empleos y al aumento del PIB, para este año se presentó una disminución del PIB de 1.49% con respecto al 2009.

En el año 2011, el EMBI+ estuvo por encima de los 1.000,00 puntos, a pesar que para este año el precio del barril promedio del petróleo fue de 101,10 \$/barril, situación que provocó un incremento de 1,32 % las reservas



internacionales. Para este año, el gobierno tenía mayor cantidad de bolívares para inundar el mercado producto de la devaluación de la moneda, pasó de 2.6 Bs/\$ a 4.3 Bs/\$, conduciendo a un incremento de la inflación de 0,4% con respecto al año 2010. A pesar de que el precio del aumento del precio del barril de petróleo, el EMBI+ no presentó disminuciones porque en su medición se consideran factores adicionales a los económicos, tales como los distintos conflictos sociales presentados, motivados por las demandas de los trabajadores por mejores condiciones laborales, para el mes de junio de 2011 la tasa de desocupación era de 8,11% muchas de estas situaciones se originan por las expropiaciones de diferentes empresas, como Empresas Diana, Sambil La Candelaria, Hato Caroní, entre otras. Adicional a ello, se presentaron propuestas por parte de los damnificados de las lluvias del año 2010, exigiendo una vivienda digna por parte del gobierno. Para finalizar con las protestas por parte de estudiante juntos con profesores y empleados del sector estudiantil rechazando la reforma de la Ley de Universidades vía Ley Habilitante.

El EMBI+ para finales del año 2012, presentó una disminución de 418,50 puntos con respecto al mes de diciembre de 2011, uno de los principales factores que motivo a su disminución fue el aumento de la cesta petrolera de 101,10\$/ barril a 103,42 \$/barril, para este año el gobierno mantuvo controlado los niveles de precios, a través del incremento del gasto público, subsidiando alimentos para el pueblo con la finalidad de disminuir los niveles de escasez ubicándose en 15,2% unos de los niveles más bajos para el período de estudio, adicionalmente se mantuvo estable el tipo de cambio, con la finalidad de mantener los niveles de importación de bienes y servicios y mantener satisfecha la demanda y controlada la inflación.

El desenvolvimiento del riesgo país medido a través del EMBI+ en Venezuela para el período 2008 – 2012, presentó distintas variaciones que van desde



un valor mínimo de 507,30 puntos básicos hasta 1.736,90 puntos básicos, a pesar de poseer durante este tiempo altos precios del barril de petróleo, factor que debería otorgar confianza a los inversionistas que el país posee la capacidad de cubrir el pago de la deuda soberana. Sin embargo, en la actualidad los mercados financieros realizan el análisis de las condiciones económicas y sociales del país que se desea invertir, observando las distintas medidas económicas aplicadas por el Gobierno Venezolano que han generado altos niveles de inflación motivado por la implantación de un control cambiario que limita la capacidad productiva de las empresas, porque se les hace más barato importar los bienes a un tipo de cambio más barato que mantener un aparato productivo regulado por distintas leyes laborales y fiscales que hacen cada vez más difícil tener en pie una organización. Esta evaluación la realizan los inversionistas extranjeros con la finalidad de determinar si la Nación donde desean invertir será capaz de atender a las obligaciones contraídas por concepto de deuda soberana y cubrir las obligaciones del mercado interno.

#### **4.3 Objetivo Específico 3. Determinar la influencia del nivel de riesgo país Venezolano en el costo de financiamiento de la Nación para el período evaluado**

Para evaluar la influencia del riesgo país de Venezuela en el costo de financiamiento por concepto de emisiones de bonos por parte de la Nación para el período 2008 – 2012, se utilizarán los datos históricos presentados en el cuadro No. 6 del EMBI+ de Venezuela y la Tasa Interna de Retorno de los Bonos de Tesoro Americano a 10 años en la siguiente fórmula:



TIR de bonos Venezolanos = EMBI + TIR de Bonos del Tesoro Americano

100

**Cuadro 7 Datos históricos del EMBI+ de Venezuela, rendimiento de los Bonos del Tesoro Americano a 10 años y Costo de Financiamiento para el período 2008 – 2012**

1Mes	EMBI+ Venezuela	TIR bono FED 10 años	TIR Venezuela = Costo Financiamiento
Ene-08	5.07	3.60	8.67
Feb-08	5.31	3.52	8.83
Mar-08	6.03	3.42	9.45
Abr-08	6.11	3.73	9.85
May-08	6.26	4.07	10.32
Jun-08	5.68	3.98	9.66
Jul-08	6.09	3.96	10.05
Ago-08	6.58	3.83	10.41
Sep-08	7.86	3.83	11.69
Oct-08	14.00	3.97	17.97
Nov-08	14.55	2.92	17.47
Dic-08	17.37	2.22	19.59
Ene-09	16.89	2.85	19.74
Feb-09	17.15	3.02	20.17
Mar-09	15.71	2.67	18.38
Abr-09	13.64	3.12	16.76
May-09	12.78	3.46	16.24
Jun-09	11.53	3.54	15.07
Jul-09	11.80	3.48	15.29
Ago-09	10.08	3.40	13.48
Sep-09	9.20	3.31	12.51
Oct-09	9.23	3.39	12.61
Nov-09	10.23	3.20	13.43
Dic-09	11.03	3.84	14.86
Ene-10	9.15	3.59	12.74
Feb-10	9.72	3.62	13.34
Mar-10	8.98	3.83	12.81
Abr-10	8.37	3.66	12.03



**Riesgo País. Factores que incidieron en su determinación para el período 2008-2012**

May-10	10.88	3.30	14.18
Jun-10	12.19	2.94	15.12
Jul-10	11.79	2.91	14.69
Ago-10	11.20	2.47	13.67
Sep-10	12.02	2.51	14.53
Oct-10	11.14	2.60	13.74
Nov-10	11.02	2.80	13.82
Dic-10	10.56	3.29	13.85
Ene-11	10.44	3.37	13.81
Feb-11	10.52	3.42	13.94
Mar-11	10.60	3.47	14.07
Abr-11	10.21	3.29	13.50
May-11	10.98	3.06	14.04
Jun-11	11.34	3.16	14.50
Jul-11	10.49	2.79	13.29
Ago-11	11.89	2.23	14.13
Sep-11	13.03	1.92	14.94
Oct-11	12.63	2.12	14.75
Nov-11	12.32	2.07	14.39
Dic-11	11.98	1.88	13.86
Ene-12	11.52	1.80	13.32
Feb-12	9.87	1.97	11.84
Mar-12	8.81	2.21	11.02
Abr-12	9.42	1.92	11.34
May-12	10.28	1.56	11.84
Jun-12	11.10	1.64	12.74
Jul-12	10.78	1.47	12.25
Ago-12	9.86	1.55	11.41
Sep-12	9.42	1.63	11.06
Oct-12	9.17	1.69	10.86
Nov-12	9.14	1.62	10.76
Dic-12	7.79	1.76	9.55

Fuente. Elaborado con la información sobre el EMBI+ de Venezuela obtenida de la página web del CEI en base a MECON y J.P.Morgan y la página web investing.com

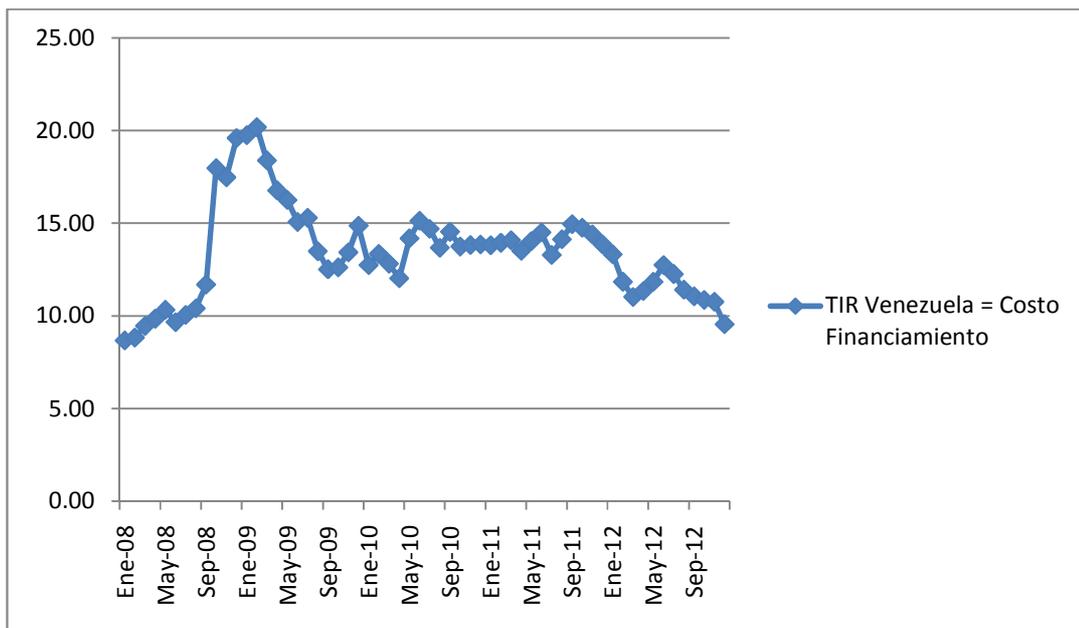
Durante el período de estudio, la Nación Venezolana tuvo que pagar altas tasas de rendimiento a la hora de realizar nuevas emisiones de bonos como es el caso del mes de febrero de 2009 donde la tasa de rendimiento fue de 20,17%, este comportamiento lo podremos observar en la gráfica No. 10. De esta manera, el estado garantizará altos rendimientos motivados al nivel de



riesgo país de Venezuela que para este mes era de 1715.3 puntos básicos, uno de los niveles de riesgo más altos del período de estudio.

En la gráfica No. 10 se puede observar que el costo de financiamiento para los meses siguientes a febrero de 2009 muestra una disminución hasta un promedio de 13,40%, lo que se traduciría que los inversionistas han percibido mejoras en la condiciones económicas del país producto de la aplicación de las medidas económicas y políticas del gobierno, además del mantenimiento del precio del petróleo promedio por encima de los 83\$/barril.

**Gráfica 10 Costo de Financiamiento**



Fuente. Elaborado con la información presentada en el cuadro No. 7



## **CONCLUSIONES**

El índice de riesgo país es un indicador indispensable para los inversionistas extranjeros a la hora de seleccionar activos financieros en mercados emergentes, porque permite comprender dado su comportamiento la capacidad que poseen estos mercados de pagar los activos ofrecidos bajo la modalidad de deuda. En la actualidad existen distintos métodos de medición del riesgo país, que no solo incluyen elementos cuantitativos, como indicadores económicos tales como: PIB, inflación, o precio del petróleo, adicionalmente se están considerando los factores cualitativos presentes en el país, en donde se evalúan las condiciones políticas y sociales. Todo ello se realiza con la finalidad de suministrar a los inversionistas una visión completa del mercado que se desea invertir.

Las condiciones económicas del País presentan distintas variaciones durante el período evaluado, y a pesar de tener altos precios de nuestro principal producto de exportación, muchas agencias calificadoras de riesgo, mantuvieron al país en una clasificación de grado especulativo de B+, debido a las condiciones políticas y económicas presentes en el país, en donde el Estado aplicó políticas que no estimulaban la inversión privada, ni la producción nacional provocando que la oferta de bienes se vea afectada, lo que generó distintos niveles de escasez, además la decisión del fallecido presidente en el año 2011 de traer las reservas de oro al país, se sumó al conjunto de medidas que llevaron a que las agencias calificadoras de riesgo concluyeran que la capacidad de pago de los bonos soberanos emitidos por el Gobierno Nacional se vería afectada por un incremento en el grado especulativo los bonos soberanos Venezolanos.



Finalmente, al realizar el estudio del comportamiento del costo de financiamiento de los bonos soberanos emitidos durante el período evaluado, se observa que los inversionistas exigen que se le paguen una tasa de rendimiento mínima por encima del 10% con la finalidad de compensar los riesgos asumidos al invertir en un país con condiciones macroeconómicas, políticas y sociales cambiantes.

Los dirigentes del Gobierno, deben aplicar medidas económicas, políticas y sociales, que permitan crear un ambiente favorable para el desarrollo de nuevas industrias nacionales, y nuevas inversiones extranjeras con la finalidad de producir nuevos empleos e incrementar los bienes y servicios disponibles en el país, a través de la eliminación de los controles cambiarios y de precio, y la creación de incentivos a los empresarios. Todo ello, con la finalidad de disminuir los costos de financiamiento a la hora de realizar emisiones de deuda y seamos percibidos por los agentes externos al país como una Nación en vías de desarrollo con una economía en proceso de recuperación que favorece a los nuevos inversores, capaz de cumplir con su obligaciones.



## BIBLIOGRAFÍA

Andrade, M (2011). *S&P rebaja la calificación de Venezuela y dice que la repatriación de reservas “agrega incertidumbre”*. [Artículo en línea]. Disponible: <http://economia.noticias24.com/noticia/75612/sp-rebaja-la-calificacion-credicia-de-venezuela-citando-el-riesgo-politico-como-variable> [Consulta: 2014, Marzo 18].

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

Banco Central de Venezuela (2010). *Ley de Reforma Parcial de la Ley del Banco Central de Venezuela – año 2010*. [Documento en línea]. Disponible: <http://www.bcv.org.ve/c3/refleybcv2010.pdf> [Consulta: 2014, Julio 1].

Banco Central de Venezuela (2012). *El INPC inicia el año 2012 con importante desaceleración*. [Documento en línea]. Disponible: [www.bcv.org.ve/ipcnac/2012/ene/inpcene2012.doc](http://www.bcv.org.ve/ipcnac/2012/ene/inpcene2012.doc) [Consulta: 2014, Junio 17].

Bello, R. (2004). *Operaciones Bancarias en Venezuela: teoría y práctica*. Caracas: Universidad Católica Andrés Bello.

Castellanos, A. R., & Albizuri, N. S. M. (2011). *El análisis del riesgo país: un asunto de interés renovado*. Boletín de Estudios Económicos, 66(2012), 29-48. Disponible: <http://search.proquest.com/docview/1314736326?accountid=119781>. [Consulta: 2014, Marzo 18].



CorpResearch S.A. (2010). *Informe de Riesgo País: Venezuela*. [Documento en línea]. Disponible: [http://www.corpbancainvertiones.cl/storage/jun10\\_venezuela.pdf](http://www.corpbancainvertiones.cl/storage/jun10_venezuela.pdf) [Consulta: 2014, Junio 25].

Covarrubias, I., (2012). *Entorno Económico Venezolano*. Observatorio de la Economía Venezolana. [Documento en línea]. Disponible: <http://www.eumed.net/oe-ve/doc/icm.pdf> [Consulta: 2014, Junio 14].

Eduardo, P. (2009). El arriesgado negocio de invertir en Venezuela. (Spanish). *Debates IESA*, 14(4), 36-39.

Fidias G, A (2006). *El proyecto de investigación: introducción a la metodología científica*. Quinta Edición. Editorial Episteme. Caracas. Venezuela.

Figueroa, A. (2012). *Riesgo país en su nivel más bajo desde abril de 2010*. *El Mundo* [Artículo en línea]. Disponible: <http://www.elmundo.com.ve/noticias/economia/mercados/riesgo-pais-en-su-nivel-mas-bajo-desde-abril-de-20.aspx> [Consulta: 2014, Marzo 18].

García, J., (2004). *Riesgo-país: factores determinantes en el caso venezolano 1998-2000*. Serie de documentos de trabajo Oficina de Investigaciones Económicas. Banco Central de Venezuela.

García, S. & Vincéns, J. (2000). *Especificación y estimación de un modelo de riesgo país*. Departamento de Economía Aplicada. Universidad Autónoma de Madrid. España.

Guerra, J., (2013). *Las reservas internacionales del BCV*. *Noticiero Digital*. [Artículo en línea]. Disponible: <http://www.noticierodigital.com/2013/08/las-reservas-internacionales-del-bcv> [Consulta: 2014, Junio 21].



Hernández, K., (2013). *En 10 años de control de precios la escasez de alimentos se triplicó. El nacional*. [Artículo en línea]. Disponible: [http://www.el-nacional.com/economia/control-precios-escasez-alimentos-triplico-0\\_129589009.html](http://www.el-nacional.com/economia/control-precios-escasez-alimentos-triplico-0_129589009.html) [Consulta: 2014, Junio 21].

Hernández S., R., Fernández, C., & Baptista, P. (1998). *Metodología de la Investigación*. Segunda Edición. Editorial Mc Graw-Hill. México, D.F.

Hurtado, A., (2012). *Control de precios en Venezuela. El Universal*. [Artículo en línea]. Disponible: <http://www.eluniversal.com/opinion/121209/control-de-precios-en-venezuela> [Consulta: 2014, Junio 14].

Huerta, J. *El tipo de cambio y las reservas internacionales*. [Artículo en línea]. Disponible: [http://www.josebhuerta.com/cambio\\_reservas.htm](http://www.josebhuerta.com/cambio_reservas.htm) [Consulta: 2014, Junio 21].

Jaramillo, C., & Ortiz, N. (2013). *Riesgo político y rendimiento de los bonos soberanos*. (Portuguese). *Debates IESA*, 18(1), 52-54.

*JP Morgan: Venezuela es el país más inseguro para invertir en bonos soberanos (+Gráfico). El Mundo*. [Artículo en línea]. Disponible:<http://www.elmundo.com.ve/noticias/economía/mercados/jp-morgan-venezuela-es-el-pais-mas-inseguro-para-.aspx> [Consulta: 2014, Marzo 18].

Lahoud, D. (2003). *Entendiendo el sentido del riesgo país*. *VenEconomía*, Vol.20 No. 8.

Levi, M. (1997). *Manual de Finanzas Internacionales*. Mc Graw Hill. Tercera edición. México.



Malone, S., & Puente, J. (2008). *En medio de la bonanza petrolera, el riesgo país aumenta. ¿QUÉ SABEN LOS MERCADOS QUE NOSOTROS NO SABEMOS?* (Spanish). *Debates IESA*, 13(3), 64-68.

Moncada, Y., (2010). *Riesgo país de Venezuela ha bajado 39,4% desde febrero 2009*. *Diario Los Andes*. [Artículo en línea]. Disponible: <http://diariodelosandes.com/content/view/111933> [Consulta: 2014, Junio 25].

Moyer, R., C., McGuigan, J., & Kretlow, W. (1998). *Administración Financiera Contemporánea*. Séptima Edición. International Thompson Editores. México.

Observatorio Venezolano de Conflictividad Social (2012). *Tendencias de la conflictividad en Venezuela*. [Documento en línea]. Disponible: <http://www.observatoriodeconflictos.org.ve/oc/wp-content/uploads/2013/01/Conflictividad-Social-en-Venezuela-en-2012.pdf> [Consulta: 2014, Junio 16].

Oficina Nacional de Crédito Público (2012). *Deuda Pública Nacional del Gobierno Central*. Boletín Anual de Saldos, flujos y proyecciones. [Documento en línea]. Disponible: <http://www.oncp.gob.ve/index.php/web-links/informe-de-deuda-publica-nacional/finish/84-/1822-.html> [Consulta: 2014, Junio 25].

Oliveros, A., & Saboin, L., (2010). *Informe de Perspectivas*. Ecoanalítica. Año 6, Número 1, Trimestre I. [Documento en línea]. Disponible: <http://www.ecoanalitica.net/newsite/uploads/perspectivas10.pdf> [Consulta: 2014, Junio 16].

Ponce, M., (2011). *Conflictividad y protesta social en Venezuela*. [Artículo en línea]. Disponible: <http://laclase.info/movimiento-campesino/conflictividad-y-protesta-social-en-venezuela> [Consulta: 2014, Junio 14].



*¿Por qué los consumidores no debemos alegrarnos por los controles de precios? El Mundo.* [Artículo en línea]. Disponible: <http://www.elmundo.com.ve/firmas/j--rogelio-guevara-cantillo/-por-que-los-consumidores-no-debemos-alegrarnos-po.aspx>  
[http://www.ecoanalitica.net/newsite/uploads/persp\\_it10.pdf](http://www.ecoanalitica.net/newsite/uploads/persp_it10.pdf) [Consulta: 2014, Junio 14].

*Reservas internacionales de Venezuela en \$ 35.121 millones, según informe del Banco Central. Informe 21.com.* [Artículo en línea]. Disponible: <http://informe21.com/economia/reservas-internacionales-venezuela-35121-millones-segun-informe-del-banco-central> [Consulta: 2014, Junio 14].

Salmerón, V., (2009). *Inflación y riesgo país al mismo nivel de cuando la crisis de 2002. El Universal.* [Artículo en línea]. Disponible: [http://www.eluniversal.com/2009/02/16/imp\\_eco\\_art\\_inflacion-y-riesgo-p\\_1270563](http://www.eluniversal.com/2009/02/16/imp_eco_art_inflacion-y-riesgo-p_1270563) [Consulta: 2014, Junio 25].

Salmerón, V., (2011). *Chávez ordena la transferencia de 211 toneladas de oro al BCV. El Universal.* [Artículo en línea]. Disponible: <http://www.eluniversal.com/2011/08/18/chavez-ordena-la-transferencia-de-211-toneladas-de-oro-al-bvc> [Consulta: 2014, Julio 1].

Universidad Pedagógica Experimental Libertador (UPEL) (2011). *Manual de Trabajos de Grado de especialización, Maestría y Tesis Doctorales.* Cuarta Edición. Fondo Editorial de la Universidad Pedagógica Experimental Libertador. Caracas. Venezuela.

Vásquez, L. (2008). *Riesgo país, métodos y formas de cálculo. Su impacto en los mercados financieros. Caso Venezuela (Año 2006).* Trabajo de grado de Especialización en Instituciones Financieras. Universidad Católica Andrés Bello, Caracas, Venezuela.



### **Páginas consultadas de internet**

<http://www.bcv.org.ve>

<http://es.investing.com/rates-bonds/u.s.-10-year-bond-yield-historical-data>

[http://www.standardandpoors.com/en\\_US/web/guest/home](http://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/home)

<https://www.moody.com>

<https://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/fitch-home.jsp>

<https://www.jpmorgan.com>

<http://www.oncp.gob.ve>

<http://www.cei.gov.ar>

<http://www.eumed.net>

<http://www.ecoanalitca.net>

<http://www.ine.gov.ve>