



**UNIVERSIDAD CATOLICA ANDRES BELLO
ESTUDIOS DE POSTGRADO
POSTGRADO EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**

TITULO

**DETERMINANTES DEL COMPORTAMIENTO DEL RIESGO PAÍS
VENEZUELA MEDIDO A TRAVES DEL INDICADOR DE RIESGO
SOBERANO EMBI GLOBAL
(PERÍODO 2010- 2014)**

**Trabajo de Grado presentado como requisito para optar al Título de
Especialización en Administración de Empresas – Mención Finanzas**

Autor: Marianela Navarro
Tutor: Daniel Lahoud

Caracas, 2015

ÍNDICE GENERAL

ÍNDICE GENERAL	I
CAPITULO	
I EL PROBLEMA	1
I.1 Planteamiento del Problema	2
I.2. Objetivos de la Investigación	5
I.2.1. Objetivo General	5
I.2.2. Objetivos Específicos	5
I.3. Justificación	6
I.4. Sistema de Variables	6
II MARCO TEORICO REFERENCIAL	8
II.1. Antecedentes Históricos	8
II.2. Antecedentes de la Investigación	9
II.3. Bases Teóricas	11
II.3.1. El Riesgo	12
II.3.1.1. Riesgo Sistemático	12
II.3.1.2. Riesgo No Sistemático	13
II.3.1.3. Riesgo Económico	13
II.3.1.4. Riesgo Político	14
II.4. Riesgo Soberano o Riesgo País	14
II.4.1. Calificación de Riesgo	15
II.4.2. Indicador de Riesgo Soberano	17
II.5. Bases Legales	19
II.6. Glosario de Términos	24

III MARCO METODOLÓGICO	27
III.1. Tipo de Investigación	27
III.2. Diseño de Investigación	28
III.3. Técnicas e Instrumentos de Recolección de Datos	29
III.4. Población y Muestra	30
REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS	32

CAPÍTULO I

EL PROBLEMA

Planteamiento Del Problema

Banco Central de Venezuela, J.P. Morgan Chase y otros (2008) señalan, en líneas generales, que el EMBI, se basa en el seguimiento diario a una canasta de instrumentos de deuda en dólares de iguales características emitidos por distintas entidades (Gobierno, Bancos Centrales y Empresas Estadales) en países emergentes. En este sentido, J.P. Morgan compara el rendimiento que ofrecen dichos bonos con los bonos del Tesoro de los Estados Unidos, que se consideran “libres de riesgo” o “cero riesgo”. Este diferencial (también denominado spread) se expresa en puntos básicos (pb). Una medida de 100 pb significa que los títulos gobierno en cuestión, en promedio, estarían rindiendo un punto porcentual (1%) por encima del rendimiento de los bonos libres de riesgo, los Treasury o Títulos del Tesoro Norteamericanos.

Lógicamente para los bonos más riesgosos, “el mercado” o “los inversionistas” exigirán un rendimiento más alto como compensación o prima por riesgo, por existir una mayor probabilidad de incumplimiento. En la actualidad existen dos principales índices generados por JP Morgan Chase el EMBI+ y el EMBI GLOBAL.

El EMBI+ proporciona una definición de mercados para instrumentos de deuda denominados en moneda extranjera de mercados emergentes que incluye 109 instrumentos financieros de distintos tipos de activos, estando compuesto por 19 naciones que originan una capitalización de mercado de aproximadamente 180 billones de dólares.

A la par de esto, a tales papeles se le establece un “Criterio de Liquidez”, existiendo 5 calificaciones basadas en la disposición de los instrumentos observadas diariamente a través de las pantallas de las instituciones financieras que los negocian, y por el “diferencial entre el precio de compra y venta” de los mismos.

El EMBI GLOBAL por su parte, incluye 33 economías, que cumplen con:

1) Tener, según la definición del Banco Mundial, un ingreso Per Cápita medio o bajo durante los últimos dos años.

2) Instrumentos emitidos denominados en dólares, que alcancen un valor nominal de US\$ 500 millones, al menos dos años y medio para su vencimiento al momento de ingresar al índice y mantener un registro diario del precio.

3) Deben ser instrumentos emitidos por el Gobierno, empresas públicas o tener garantía Estatal.

Como es de esperarse, el riesgo de que un país no pueda honrar sus obligaciones está estrechamente relacionado con el desempeño económico que dicho país este manifestando.

Indicadores macroeconómicos como PIB, Inflación, Desempleo, Tasas de Interés, Balanza de Pagos o Reservas Internacionales, entre otros, son algunos de los principales indicadores que reflejan el comportamiento de una economía, sin embargo, pareciera que en ocasiones no solamente es necesario tener indicadores macroeconómicos favorables o positivos.

Mochón (1994) "... el producto interior es el valor total de lo producido dentro de las fronteras de un país, con independencia de la nacionalidad de los propietarios de los recursos productivos empleados." (p. 310)

Para finales del 2009, el EMBI Global de Venezuela se ubicó en 1.041 pb considerándose como uno de los más riesgosos de la región, más de 300 pb por encima de Argentina que cuenta con historial de default reciente y muy por encima del promedio Latam que se ubicó en 356 pb.

Similar diferencias en puntos básicos se pudo evidenciar a lo largo del período evaluado, finalizando el 2014 con un spread de 2.457 en el caso de Venezuela cuando el EMBI Latam se ubicó en 508pb (casi 2.000 pb de diferencia).

Por otra parte, las Agencias calificadoras de riesgo, dentro de las cuales están Moody's, Fitch y Standard and Poors, son las agencias dedicadas a analizar, evaluar y calificar empresas y países, determinando según sus conclusiones, el "rating" o calificación correspondiente a cada empresa o país. Por ejemplo, según la escala de calificación de la Agencia Standard and Poors, los Estados Unidos de Norteamérica poseen una calificación de riesgo en la actualidad de AA+u que es prácticamente "cero riesgo" y Venezuela, para febrero del 2015 recibió una rebaja de la calificación o "downgrades" para ubicarse en CCC, que está bastante lejana de ser una buena calificación, dado que en la escala de Standard and Poors "CCC" equivale a "Inversiones de riesgo o especulativas", vulnerable en el momento y muy dependiente de la situación económica, también denominadas "Non-Investment Grade". Esto quiere decir que los bonos que entran dentro de esta categoría representan un mayor riesgo, ya que se considera que el emisor puede incumplir con el pago de capital o intereses. Cabe destacar que no es primera vez que Venezuela recibe una CCC como calificación crediticia. El paro petrolero conjuntamente con la

conflictividad política y social del pasado 2002 y 2003, sirvieron de contexto para que el país recibiera dicha calificación

Un breve repaso a los elementos que usualmente consideran las Agencias Calificadoras de Riesgo para otorgar su “rating” nos dará una idea de esa complejidad de la medición del riesgo de un país:

-  Crecimiento Actual y Proyectivo
-  Situación Fiscal
-  Sostenibilidad de la Deuda Externa
-  Situación Externa
-  Sostenibilidad de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos
-  Nivel de Reservas Internacionales
-  Inflación Actual y Presiones Inflacionarias
-  Estructura y Estabilidad Social
-  Estructura y Estabilidad Política

Los niveles alcanzados por el índice de Riesgo Soberano de Venezuela, así como el rating otorgado por las Agencias Calificadoras de riesgo han hecho que surjan diferentes interrogantes con respecto a los aspectos y factores que inciden (positiva o negativamente) sobre el índice de riesgo soberano de Venezuela:

¿Cómo ha sido el comportamiento del EMBI Global Venezuela entre los años 2010 y el 2014?

¿Cómo ha sido el comportamiento de los indicadores macroeconómicos de Venezuela entre los años 2010 y 2014?

¿Qué nivel de relación existe entre las variables macroeconómicas y el EMBI Global?

¿Qué otros eventos o factores relevantes acaecieron durante el período 2010 – 2014 y cómo afectaron al Indicador de Riesgo Soberano?

Todas estas preguntas son las que nos llevan a realizar este trabajo de investigación y así analizar y comprender el comportamiento y la evolución del Emerging Markets Bond Index Venezuela.

Objetivo General

Determinar cuáles factores influyeron con mayor relevancia en el comportamiento del Indicador de Riesgo Soberano Emergin Market Bond Index Global (EMBI Global) de Venezuela para el período 2010 - 2014.

Objetivos Específicos

- ❖ Caracterizar el EMBI Global en Venezuela para el período 2010 – 2014.
- ❖ Analizar las principales variables económicas entre los años 2010 y 2014.
- ❖ Determinar la repercusión de las principales variables económicas en el desempeño del Indicador del EMBI Global de Venezuela entre 2010 y el 2014.

Justificación de la Investigación

En los últimos años, el Emerging Markets Bond Index Global (EMBI Global) ha sido considerado como uno de los principales indicadores macroeconómicos analizados por países, inversionistas, analistas o entidades financieras. Su relevancia radica, principalmente, en que aflora al mundo una idea de que tan riesgoso puede ser invertir en un determinado país. La percepción de riesgo que transmita un país hacia el mundo es fundamental para el fomento de la inversión o el comercio internacional que se manifiesta con la firma de acuerdos o tratados de libre comercio bilaterales o multilaterales. De igual manera incide directamente en los posibles otorgamientos de créditos a un país por parte de organismos internacionales como es el caso del Fondo Monetario Internacional (FMI). No obstante, para poder reflejar un indicador de riesgo soberano favorable, capaz de transmitir confianza y certidumbre hacia los diferentes mercados y por ende a los inversionistas, reflejando de esta manera una estabilidad y solidez económica, se hace imperiosa la necesidad de conocer los factores o las variables cuantitativas así como cualitativas. El entendimiento de estos factores permitirá evaluar y analizar su impacto en el indicador y por ende estudiar la forma de minimizar sus repercusiones en el desempeño del mismo.

Sistema de variables

En este trabajo de investigación se estará analizando el comportamiento o evolución de algunos factores que integran la economía del país, por lo que dichos factores conforman las variables sujetas de estudios que se estarán considerando para el desarrollo de este trabajo.

Arias, (2006) “Variable es una característica o cualidad; magnitud o cantidad, que puede sufrir cambios y que es objeto de análisis, medición, manipulación o control en una investigación.” (p. 57)

La identificación de las variables nos permitirá establecer y desarrollar los análisis necesarios para la determinación y entendimiento de la evolución, relación y afectación de las mismas.

CAPÍTULO II

MARCO TEÓRICO REFERENCIAL

Antecedentes de la Investigación

Para esta investigación se consultarán algunos trabajos realizados previamente por otros autores y/o investigadores en relación al Riesgo País y Riesgo Soberano de Venezuela, quienes contribuyen en el desarrollo de las bases y los conocimientos sobre el tema objeto de estudio.

En este sentido podemos mencionar:

Elich (2006), realizó un trabajo de investigación titulado “Estudio del comportamiento del riesgo país en Venezuela en el período 2001 - 2006”, para optar al título de Especialista en Negocios Internacionales, otorgado por la Universidad Metropolitana. Su objetivo general fue: “Esta investigación es realizada con el fin de elaborar una síntesis de estudio de Riesgo País en Venezuela”.

La investigación fue de tipo documental monográfico de carácter descriptivo fundamentada en documentos, publicaciones, artículos y demás trabajos de investigación sobre el tema planteado en el estudio.

Entre sus conclusiones, Elich (2006) señala “...los factores que influyen en el Riesgo País y su determinación dependen de un proceso complejo de estudio de factores no sólo cuantitativos y la elaboración de modelos matemáticos, sino también de factores cualitativos y de una evaluación del proceso de toma de decisiones de inversión”.

De igual manera, Malledo y Boscán (2005) realizaron un trabajo de investigación cuyo título fue “Perspectivas No Tradicionales Para La Estimación Indirecta Del Riesgo País. Caso Venezuela”, para optar por el título de Magíster en Administración, Mención Gerencia de Finanzas, otorgado por la Universidad Metropolitana. El objetivo general de este trabajo fue: “Analizar perspectivas no tradicionales que permitan la realización de estimaciones indirectas de riesgo país, aplicado al caso venezolano desde el año 2000 hasta el año 2004”.

Este trabajo fue de tipo Documental, No experimental, que consiste en analizar variables que permitieran estimar el Riesgo País en Venezuela.

Entre sus conclusiones podemos mencionar que: “Las calificaciones de riesgo soberano se enfocan en la evaluación de la probabilidad de incumplimiento de una deuda por parte de un país o de un gobierno...”.

Bolívar (2007) por su parte, realizó un trabajo de investigación titulado “Vehículo Financiero de Deuda Internacional Aislante Del Riesgo País de Origen”, para optar al título de Especialista en Finanzas Internacionales, otorgado por la Universidad Metropolitana y cuyo objetivo general fue: “Analizar las alternativas de Vehículos Financieros Internacionales como futuras alternativas no tradicionales que permitan la reducción significativa de riesgos crediticios, lo que se traducirá en un menor costo financiero ó spreads de los diversos instrumentos a ser emitidos en el mercado internacional”.

Esta investigación fue de tipo Documental – No Experimental, enfocada en el estudio bibliográfico de datos recolectados de diferentes fuentes correspondientes a las variables sujetas a estudio.

Bolívar (2007), también señala que: “En toda la historia venezolana, todos los instrumentos de deudas que son emitidos desde Venezuela y que están bajo la jurisdicción del gobierno venezolano, sean entidades privadas o públicas, siempre están designados a acarrear un costo financiero adicional en su estructura de deuda llamado riesgo país”.

Bases Teóricas

Arias (2006) “Las bases teóricas implican un desarrollo amplio de los conceptos y proposiciones que conforman el punto de vista o enfoque adoptado, para sustentar o explicar el problema planteado”.

El Riesgo

De manera general y con la finalidad de lograr un mejor entendimiento del tema planteado en este trabajo de investigación, podemos definir el Riesgo como la probabilidad o la exposición a sufrir la pérdida de un valor.

Desde el punto de vista de Mercados de Capitales, se puede afirmar que un inversionista esperará un rendimiento mayor en una inversión que presente un mayor riesgo.

Ross, Westerfield y Jaffe (2000) “...en promedio, el rendimiento sobre los activos riesgosos ha sido más alto que el rendimiento sobre los activos libres de riesgo”.

El Riesgo puede ser clasificado de diferentes maneras. Dentro de las principales clasificaciones podemos mencionar dos que contribuirán a entendimiento del Riesgo Soberano:

- Riesgo Sistemático y No Sistemático
- Riesgo Económico y Riesgo Político

Riesgo Sistemático

También conocido como Riesgo No Diversificable es el riesgo asociado a factores que afectan al mercado global, tales como cambios en la economía de una nación, un cambio de situación energética mundial, una guerra mundial, entre otros. Son los riesgos que no pueden ser diversificables ya que afectan de forma global a los valores.

Van Horne y Wachowicz, Jr. (1994) “La variabilidad del rendimiento sobre acciones o portafolios que está asociada con cambios en el rendimiento sobre el mercado como un todo”.

Riesgo No Sistemático

También denominado Riesgo Diversificable, es exclusivo de una empresa o industria en particular. Es independiente de factores económicos, políticos u otros que afectan a todos los valores de una manera sistemática. Tal es el caso de una huelga o el cierre de una empresa, el cual puede que no repercuta en el mercado mundial y el inversionista puede mitigar este riesgo diversificando sus inversiones.

Van Horne y Wachowicz, Jr. (1994) “La variabilidad del rendimiento sobre acciones o portafolios que no se explica por movimientos del mercado en general. Puede evitarse a través de la diversificación”.

Riesgo Económico

Garay y González (2005) “Esta constituido por las variables económicas que pueden afectar la capacidad de un gobierno para cancelar sus deudas internas y externas”.

Este riesgo está directamente relacionado con el desempeño económico de un país el cual se evidencia a través de los resultados que arrojen sus indicadores macroeconómicos, tales como P.I.B., Balanza de Pago, Reservas Internacionales, entre otros.

Riesgo Político

Garay y González (2005) “...es un fenómeno asociado a las acciones que un gobierno puede emprender y que puede afectar a las empresas... ”.

Este tipo de riesgo está fuertemente relacionado con la situación política de un país, su estabilidad social y las acciones que el gobierno pueda ejecutar de acuerdo a planes estratégicos, tales como expropiaciones, nacionalizaciones o confiscación de propiedades, entre otras.

Riesgo Soberano o Riesgo País

Banco Central de Venezuela (2001) “El concepto de riesgo-país está asociado a la probabilidad de incumplimiento en el pago de la deuda pública de un país, expresado como una prima de riesgo”. (p. 6)

Es evidente que mientras más alta sea la percepción de riesgo que se tiene de un país más perjudicial será para su economía, puesto que esto repercute directamente en muchos aspectos, tales como:

- ✚ La inversión Extranjera: se crea desconfianza en los inversionistas los cuales podrían buscar orientar sus inversiones hacia países que ofrezcan mayor certidumbre sobre sus inversiones.

- ✚ Los mercados de Títulos de Deuda: los inversionistas exigirán rendimientos o primas de riesgo más elevadas conforme el riesgo del país emisor sea más alto.

- ✚ Acuerdos o Tratados Internacionales: Otros países serán mucho más precavidos al hacer tratados o acuerdos (tales como tratados de libre comercio o TLC) con países que consideren riesgosos.

Para Olmedo (citado en Malledo y Boscán, 2005), el riesgo país es “...la exposición a una pérdida a consecuencia de razones inherentes a la soberanía y a la situación económica de un país”.

EMBI Global

Desde 1994 la firma internacional JP Morgan Chase creó el Emerging Markets Bond Index (EMBI) o Índice de Bonos de Mercados Emergentes. El objetivo de este indicador es ser un índice de referencia (*benchmark*) que refleje objetivamente la

percepción del mercado del riesgo asociado a invertir en títulos de deuda soberana del país emergente seleccionado. Dicho en otras palabras, el índice trata de reflejar las posibilidades de que un país emergente no cumpla, en los términos acordados, con el pago de sus deudas u obligaciones externas, ya sea al capital o sus intereses. Cuanto más alto se ubique el "EMBI Global" de una nación determinada, mayor es la percepción de riesgo de que la misma ingrese en moratoria de pagos o "default".

No obstante, para poder entender correctamente el Emerging Markets Bond Index Global (EMBI Global) es necesario que se establezcan conceptualmente las diferencias entre una Calificación de Riesgo y un Indicador de Riesgo Soberano.

Calificación de Riesgo

La Agencia Calificadora de Riesgo Fitch Ratings y otros (2008), concuerdan en que la calificación de riesgo representa una opinión independiente acerca de la calidad crediticia de un determinado instrumento de deuda (papeles comerciales, bonos, títulos de participación) o de una determinada empresa (bancos, seguros).

Fitch Ratings y otros (2008) también señalan que la calificación de riesgo es una de las referencias más importantes para la toma de decisiones de inversión de acuerdo con las preferencias de rentabilidad y riesgo del inversionista. En los mercados emergentes, y en especial en el mercado venezolano, la calificación de riesgo cobra mayor importancia por la relativa ausencia de información pública y por lo complejo que resulta analizarla por lo cual, esta se convierte en una de las principales fuentes de información, contribuyendo así, a mejorar la calidad de las decisiones de inversión.

De igual manera, expresan que las calificaciones internacionales incorporan no sólo el riesgo del emisor y del sector al que pertenece sino también el riesgo del país en el que opera. Usualmente, las calificaciones internacionales están limitadas por el riesgo soberano ya que, se reconoce la capacidad de pago que tienen los gobiernos por encima de cualquier emisor local. Las calificaciones internacionales pueden ser comparables con otras otorgadas a nivel global. Las calificaciones internacionales son otorgadas a emisiones de deuda por parte de empresas, países, proyectos, etc.

Basándonos en lo comentado anteriormente podemos resumir que una Calificación de Riesgo no es más que una opinión o una apreciación particular que emite un agente independiente sobre la calidad crediticia de un emisor de instrumentos de deuda y/o la capacidad que este tiene de honrar el pago de sus obligaciones.

Esta opinión o apreciación particular, por su parte, está fundamentada en el análisis de variables económicas, políticas y sociales las cuales inciden directamente en la percepción que tenga una agencia calificadora de riesgo sobre determinado país.

Como sabemos, existen indicadores económicos que reflejan el desempeño o comportamiento que mantuvo una economía en determinado período así como la tendencia de este desempeño en el corto, mediano y largo plazo.

Uno de los principales indicadores económicos, por ejemplo es el Producto Interno Bruto (P.I.B), que refleja el desempeño de la economía en términos de producción y que en Venezuela está conformado principalmente por la producción petrolera.

Mochón (1994) “... el producto interior es el valor total de lo producido dentro de las fronteras de un país, con independencia de la nacionalidad de los propietarios de los recursos productivos empleados.”

Indicador de Riesgo Soberano

Banco Central de Venezuela (2001) “El concepto de riesgo-país está asociado a la probabilidad de incumplimiento en el pago de la deuda pública de un país, expresado como una prima de riesgo”. (p. 6)

Considerando los señalamientos de Banco Central de Venezuela, J.P. Morgan Chase y otros (2008), podemos definir que el Indicador de Riesgo Soberano es un Índice que refleja la percepción de riesgo que tienen los inversionistas sobre un país, el cual se manifiesta en el comportamiento de los mercados de títulos de deuda soberana, es decir, títulos de deuda emitidos o avalados por una nación.

El principal indicador de riesgo soberano, de reconocimiento y aceptación mundial es el Emerging Markets Bond Index (EMBI). Este indicador, elaborado por la firma internacional JP Morgan Chase, entrega una estimación del costo de endeudamiento y de la vulnerabilidad que el mercado percibe en una economía. Además de esto, proporciona una medida del exceso de retorno que, sobre el bono del Tesoro de EE.UU., el mercado exige a un bono emitido en dólares por otro gobierno de un país emergente.

Banco Central de Venezuela (2000) “La forma utilizada, de manera generalizada y más frecuente, para expresar cuantitativamente la prima de riesgo, es la determinada mediante el exceso de rendimiento de los títulos soberanos en relación con un instrumento libre de riesgo, de características similares en plazo y

denominación. Se considera al título emitido por el Tesoro estadounidense como el instrumento libre de riesgo, por excelencia.”. (p. 6)

JP Morgan Chase considera en su índice Emerging Market Bond Index Global (EMBI Global) a 33 economías, que cumplen con:

- 1) Tener, según la definición del Banco Mundial, un ingreso per cápita medio o bajo durante los últimos dos años.
- 2) Instrumentos emitidos denominados en dólares, que alcancen un valor nominal de US\$ 500 millones, al menos dos años y medio para su vencimiento al momento de ingresar al índice y mantener un registro diario del precio.
- 3) Deben ser instrumentos emitidos por el Gobierno, empresas públicas o tener garantía estatal.

Algunas de las economías consideradas para la elaboración del EMBI Global son: Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, República Dominicana, Ecuador, Egipto, El Salvador, Ghana, Georgia, Hungría, Indonesia, Irak, Jamaica, Kazajstán, Líbano, Malasia, México, Pakistán, Panamá, Perú, Las Filipinas, Rusia, Serbia, Sud-África, Sir Lanka, Trinidad, Turquía, Ucrania, Uruguay, Venezuela, Vietnam.

Para cada economía se calcula el exceso de retorno sobre la curva de rendimiento cero-cupón estadounidense, considerando un movimiento paralelo de esta, con el supuesto que la probabilidad de incumplimiento es igual para cualquier plazo.

Bases Legales

Como hemos mencionado anteriormente, el EMBI Global es un índice que trata de reflejar el riesgo que un país no cumpla con el pago de sus deudas u obligaciones

externas. La capacidad de pago que un país pueda tener depende directamente de factores económicos tales como, PIB, Inflación, Reservas Internacionales, entre otros. En otras palabras, la capacidad de pago de un país depende del comportamiento de su economía, que a su vez está estrechamente relacionado con el conjunto de medidas o Políticas Económicas adoptadas por el Estado (Políticas Fiscales y Políticas Monetarias).

Ardanaz y Ortíz (1995) “La política fiscal y la política monetaria son los instrumentos con los que el Gobierno diseña y lleva a término su política macroeconómica.” (p. 333).

La implementación de estas políticas afecta directamente el desempeño económico de un país puesto que con ellas se alcanzará o no los objetivos trazados, ya sea un crecimiento económico, un decrecimiento, niveles de inflación deseados, niveles de liquidez monetaria, niveles de endeudamiento interno y externo, entre otros.

La Constitución de la República Bolivariana de Venezuela (2000), Título VI, Capítulo II, Publicada en Gaceta Oficial Extraordinaria N° 5.453 en su artículo 312 establece que: “La ley fijará límites al endeudamiento público de acuerdo con un nivel prudente en relación con el tamaño de la economía, la inversión reproductiva y la capacidad de generar ingresos para cubrir el servicio de la deuda pública. Las operaciones de crédito público requerirán, para su validez, una ley especial que las autorice, salvo las excepciones que establezca la ley orgánica. La ley especial indicará las modalidades de las operaciones y autorizará los créditos presupuestarios correspondientes en la respectiva ley de presupuesto.

La ley especial de endeudamiento anual será presentada a la Asamblea Nacional conjuntamente con la Ley de Presupuesto.

El Estado no reconocerá otras obligaciones que las contraídas por órganos legítimos del Poder Nacional, de acuerdo con la ley”.

Este artículo nos da una referencia de que la emisión de títulos de deuda de la nación debe estar estrechamente relacionada con su capacidad de pago, la cual es medida de acuerdo con los niveles de producción de la economía. Este es justamente uno de los principales análisis que hace cualquier inversionista: la capacidad de pago que debe tener un emisor de títulos de deuda.

Constitución de la República Bolivariana de Venezuela (2000), Título VI, Capítulo II, Publicada en Gaceta Oficial Extraordinaria N° 5.453, Artículo 318 “Las competencias monetarias del Poder Nacional serán ejercidas de manera exclusiva y obligatoria por el Banco Central de Venezuela. El objetivo fundamental del Banco Central de Venezuela es lograr la estabilidad de precios y preservar el valor interno y externo de la unidad monetaria. La unidad monetaria de la República Bolivariana de Venezuela es el Bolívar. En caso de que se instituya una moneda común en el marco de la integración latinoamericana y caribeña, podrá adoptarse la moneda que sea objeto de un tratado que suscriba la República...”.

El citado artículo refleja que definitivamente el Banco Central de Venezuela es la máxima autoridad monetaria del país y en él recae la responsabilidad del diseño, ejecución y control de las Políticas Monetarias en aras de preservar el valor de la moneda, mantener los niveles de precios, las tasas de interés de equilibrio, entre otras responsabilidades.

De igual manera en cuanto a variables o factores macroeconómicos la Constitución de la República Bolivariana de Venezuela (2000), Título VI, Capítulo II, Publicada en Gaceta Oficial Extraordinaria N° 5.453, Artículo 320 establece que “El Estado debe promover y defender la estabilidad económica, evitar la vulnerabilidad de la economía y velar por la estabilidad monetaria y de precios, para asegurar el bienestar social.

Considerando los basamentos legales citados en este capítulo y tomando en cuenta las teorías económicas, podemos reafirmar que El Estado es el principal responsable de diseñar, ejecutar y controlar las Políticas Económicas (Fiscales y Monetarias) que inciden directamente en el comportamiento de los diferentes agentes económicos y por ende en el resultado y desempeño de los indicadores macroeconómicos”.

Glosario de Términos

Con el propósito de facilitar la comprensión de los temas y aspectos planteados en esta investigación, se ha estructurado el siguiente glosario el cual contiene algunos de los términos mencionados a los largo de este trabajo.

Balanza de Pagos: La Balanza de Pagos de un país es el resumen de todas sus transacciones económicas con el resto del mundo. Registra todos los ingresos de divisas al país, así como todos los egresos. Dicho de otra forma, la Balanza de Pagos registra los flujos de financieros de un país en un período específico. Los ingresos financieros (como recibos de exportaciones o las inversiones extranjeras en la bolsa de valores) se tratan como créditos o partidas positivas. Las salidas (como el pago de

las importaciones o la compra de acciones en un mercado extranjero) son débitos o partidas negativas. La Balanza de Pagos debe estar equilibrada. Cuando las salidas son mayores que los ingresos, se habla de déficit en la Balanza de Pagos y cuando los ingresos superan las salidas, se habla de un superávit en la Balanza de Pagos.

Desempleo: Índice que expresa porcentualmente la cantidad de personas desempleadas en una economía, en relación a la población económicamente activa.

El Desempleo se divide en:

Coyuntural: siempre habrá personas que cambian de trabajo y que se registran temporalmente como desempleadas.

Estructural: Indica a las personas cuyas habilidades y ubicación no se condicen con las oportunidades laborales, generalmente debido a que fueron entrenados para industrias que han colapsado debido a la competencia con la tecnología moderna y/o a las importaciones.

Estacional: La agricultura, la construcción y el turismo son áreas específicamente vulnerables a la variación estacional.

Residual: En esencia, son personas que están virtualmente desempleadas, quizás debido a su incapacidad para integrarse con el mundo moderno.

Inflación: Aumento continuo y generalizado de los precios de los bienes y servicios de una economía. En Venezuela se mide a través del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) que entró en vigencia a partir del 2009. Anteriormente se denominaba Índice de Precios al Consumidor (IPC).

Macroeconomía: Se ocupa de la conducta de la economía en su conjunto, de las expansiones y las recesiones, de la producción total de bienes y servicios de la

economía, del crecimiento de la producción, de las tasas de inflación y de desempleo de la balanza de pagos y los tipos de cambio, etc.

Producto Interno Bruto: El Producto Interno Bruto (PIB) es un indicador de la productividad nacional, estrictamente dentro de los límites geográficos de la nación, independientemente de que se trate de empresas nacionales o extranjeras. El PIB está formado por la sumatoria de los ingresos generados por las actividades económicas desarrolladas en el país.

Reservas Internacionales: son la posesiones que tiene un país de divisas y otros activos que pueden utilizarse para satisfacer las demandas de divisas y que sitúan al país como acreedor frente al exterior, ya que estas representan activos frente al resto del mundo.

Tasas de Interés: la tasa de interés es el precio del dinero, el cual se debe pagar o cobrar por tomarlo prestado o cederlo en préstamo. Desde el punto de vista de las Instituciones Financieras existen dos principales tasas de interés:

Tasa Activa: que indica el precio que deben pagar los tomadores de préstamos que otorga el banco (por tarjetas de créditos, prestamos hipotecarios, préstamos de vehículos, créditos empresariales, entre otros).

Tasa Pasiva: indica el precio que los bancos pagan a los clientes que depositan su dinero en la institución financiera (cuantías de ahorro, Depósitos a Plazo, entre otros).

La diferencia entre la tasa Activa y la Pasiva se conoce como el Spread Bancario

Tipo de Cambio: el Tipo de Cambio es el precio de la divisa extranjera en términos de la moneda nacional. En otras palabras, no es más que el precio de una moneda de curso legal, en comparación con otra. Se encuentra determinado principalmente por la Oferta y la Demanda que reflejan el comercio y otros pagos internacionales y sobre todo por los flujos de capitales volátiles que están en constante cambio en todo el mundo en busca de mejores rendimientos de las inversiones.

Riesgo País: Es el riesgo relacionado a las inversiones que se efectúan en una nación o un país, ya sea de tipo comercial, financieras, económicas, entre otras. Muchas veces se relaciona este tipo de riesgo con la garantía y seguridad que tienen los inversionistas respecto a sus inversiones, así como por la facilidad de poder realizar dichas inversiones en el país elegido, las cuales pueden verse afectadas por el sistema Político-Económico existente en el país. Existen agencias calificadoras de riesgo, tales como Moody's, Fitch y Standard and Poors, dedicadas a evaluar este tipo de riesgo para diferentes naciones, asignando a cada país una "calificación" de acuerdo a su metodología de análisis y el resultado del mismo.

Riesgo Soberano: Está más relacionado con las posibilidades de que un país no cumpla con el pago de sus deudas u obligaciones externas, ya sea de capital o sus intereses. El Riesgo Soberano se enfoca principalmente en los compromisos u obligaciones financieras contraídas por un Estado Soberano. Este tipo de riesgo se mide a través del Emerging Markets Bond Index Global (EMBI Global) el cual es un índice que refleja mediante el rendimiento de bonos, la percepción del mercado del riesgo asociado a invertir en títulos de deuda soberana de un país emergente.

CAPÍTULO III

MARCO METODOLÓGICO

Tipo de Investigación

Arias (2006) “La metodología del proyecto el tipo o tipos de investigación, las técnicas y los instrumentos que serán utilizados para llevar a cabo la indagación. Es el “como” se realizará el estudio para responder al problema planteado”.

Gran parte de este trabajo estará orientado, entre otros estudios, a la recolección, clasificación y observación de datos y cifras históricas a partir de diferentes fuentes, así como al análisis, evaluación e interpretación de la información recolectada. En este sentido podemos señalar que la Investigación a desarrollar es de tipo Documental.

Con respecto a este tipo de Investigación, Arias (2006) afirma que:

La Investigación documental es un proceso basado en la búsqueda, recuperación, análisis, crítica e interpretación de datos secundarios, es decir, los obtenidos y registrados por otros investigadores en fuentes documentales: impresa, audiovisuales o electrónicas. Como en toda investigación, el propósito de este diseño es el aporte de nuevos conocimientos. (p. 27)

Tal y como lo explica Arias (2006) las fuentes pueden clasificarse como:

- Fuentes Impresas: libros, tesis y trabajos de grado, informes de investigación, revistas científicas, informes estadísticos, entre otros.
- Fuentes Audiovisuales: documentales, videoconferencias, discursos, entrevistas, entre otras fuentes audiovisuales.

- Fuentes Electrónicas: página Web, diarios, boletines, foros de discusión, archivos en CD, bases de datos institucionales, entre otros.

Diseño de Investigación

Arias (2006) “...se especifica el tipo de investigación según el diseño o estrategia adoptada para resolver al problema planteado...”.

Tal y como se puede precisar de los objetivos específicos, algunos aspectos de este trabajo consistirán en la identificación de variables, el análisis de su interrelación, así como su variabilidad en el transcurso de un período determinado. Dicho de otra manera, parte de esta investigación se enfocará en el estudio exploratorios, descriptivo, evaluativo y causales de variables económicas, sin que ello implique la manipulación o control de alguna de las mismas.

Partiendo de lo antes expuesto podemos definir el diseño de esta investigación como No Experimental tipo Longitudinal.

Con respecto a este tipo de diseño, Balestrini (2001) señala que:

...los diseños no experimentales denominados Longitudinales tienen como fin, analizar los cambios que se pueden producir entre determinadas variables y sus relaciones. A diferencia de los transeccionales, estos diseños permiten la recolección de los datos en un período de tiempo delimitado, tomando en cuenta determinados momentos, previamente especificados, a fin de establecer los cambios producidos en relación a las

variables estudiadas, las consecuencias de estos y los factores determinantes de los mismos. (p. 133)

Algunas de las estrategias a tomar en esta investigación en aras de alcanzar los objetivos trazados serán:

- Analizar gráficamente la evolución, comportamiento y tendencia de los indicadores sujetos a estudio.
- Identificación y clasificación cronológica de los principales eventos acaecidos que pudieron afectar el comportamiento de algunas de las variables sujetas a estudio.
- Contrastar eventos acaecidos con la evolución del EMBI Global.

Técnica e instrumentos de recolección de datos

Para el desarrollo de esta investigación se emplearán las técnicas conocidas como Análisis Documental y Análisis de Contenido.

Arias (2006) “Se entenderá por técnica, el procedimiento o forma particular de obtener datos o información.” (p. 67)

En relación al Análisis Documental, Balestrini (2001) expresa que:

...en el análisis de las fuentes documentales, mediante una lectura general de los textos, se iniciará la búsqueda y observación de los hechos presentes en los materiales escritos consultados que son de interés para esta investigación. Esta lectura inicial, será seguida de varias lecturas más detenidas y rigurosas de los textos, a fin de captar sus planteamientos esenciales y aspectos lógicos de sus contenidos y propuestas, a propósito

de extraer los datos bibliográficos útiles para el estudio que se está realizando. (p. 152)

Por otra parte los instrumentos de recolección de datos consistirán principalmente en: Fichas, Computadoras, cuadros de registros, entre otros.

Arias (2006) “Un instrumento de recolección de datos es cualquier recurso, dispositivo o formato (en papel o digital), que se utiliza para obtener, registrar o almacenar información”. (p. 69).

En este sentido, la recolección de los datos necesarios para la investigación se obtendrán mediante la consulta de fuentes electrónicas confiables y oficiales, tales como:

- www.bcv.org.ve: Sitio Web oficial del Banco Central de Venezuela con data histórica de resultados de los diferentes indicadores macroeconómicos de Venezuela.
- Bloomberg: empresa internacional proveedora de información financiera de los diferentes mercados internacionales.
- www.jpmorganchase.com: Sitio Web oficial de la Institución Financiera J.P Morgan Chase.

Población y Muestra

Arias (2006) se refiere a la población como: “...cualquier conjunto de elementos de los que se quiere conocer o investigar alguna o algunas de las características.”.

Morales (1994) citado en Arias (2006) “La muestra es un subconjunto representativo de un universo o población.”.

Considerando que este trabajo no corresponde a una investigación de campo o a una investigación de tipo experimental, toda vez que no incorpora técnicas de recolección de datos propias de este tipo de investigaciones, se puede inferir que no manejará una población o muestra, puesto que no se realizarán estudios estadísticos que sugieran la identificación o implementación de las mismas.

CAPÍTULO IV

PRESENTACIÓN Y ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

En Venezuela el PIB desde 2010 hasta el 2014 ha atravesado los diferentes ciclos económicos reflejando períodos de auge y crecimiento económico o de contracción y/o desaceleración de la economía como ocurrió en el 2014 donde se registró una caída del P.I.B. de aproximadamente 35%.

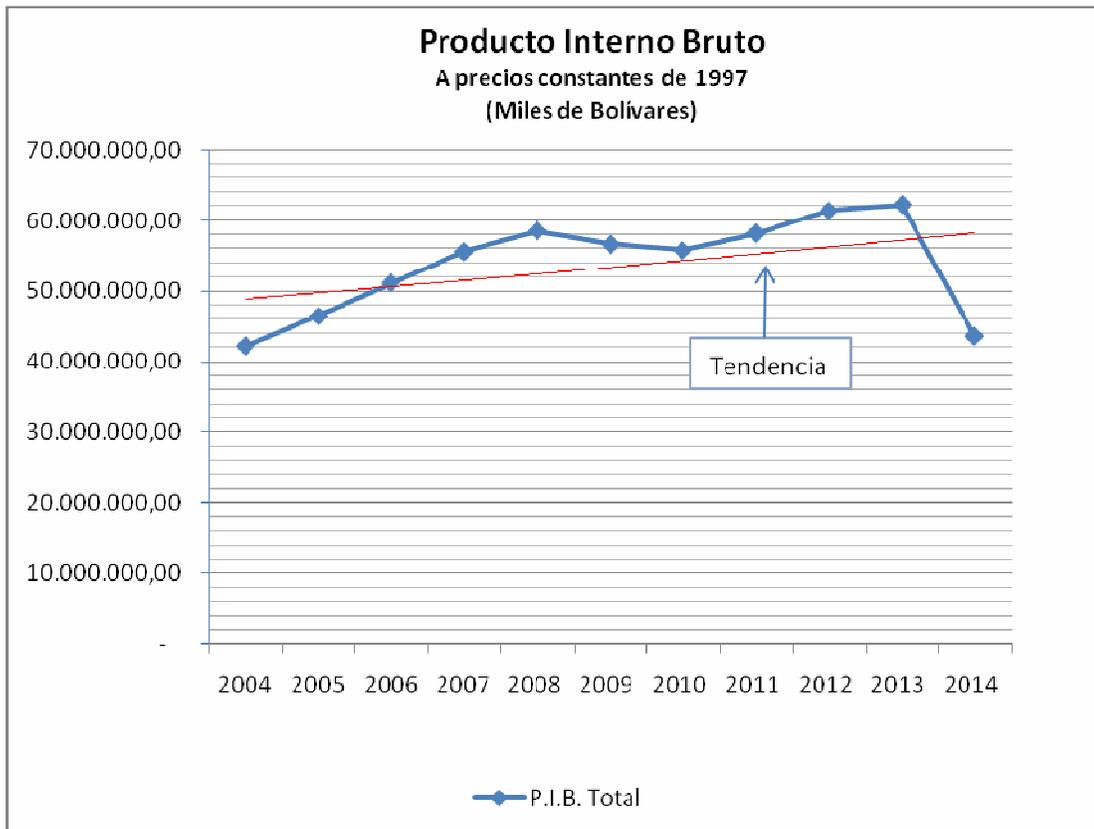


Grafico 1. Evolución del P.I.B. de Venezuela en el período 2004-2014.

Fuente B.C.V.

No obstante, tal y como se puede apreciar en la grafica, la tendencia del PIB ha sido alcista reflejando un crecimiento de la economía en el transcurrir del período. En

este sentido, el PIB pasó de 55.807.510,00 de BsF para el año 2010 a 62.233.885,00 para el mismo período del 2013.

Con respecto a la Balanza de Pagos de Venezuela, desde el año 2004 y según cifras publicada por el Banco Central de Venezuela, la misma ha reflejado saldos en la Cuenta Corriente superavitarios pese a la caída de los precios del petróleo de los últimos años.

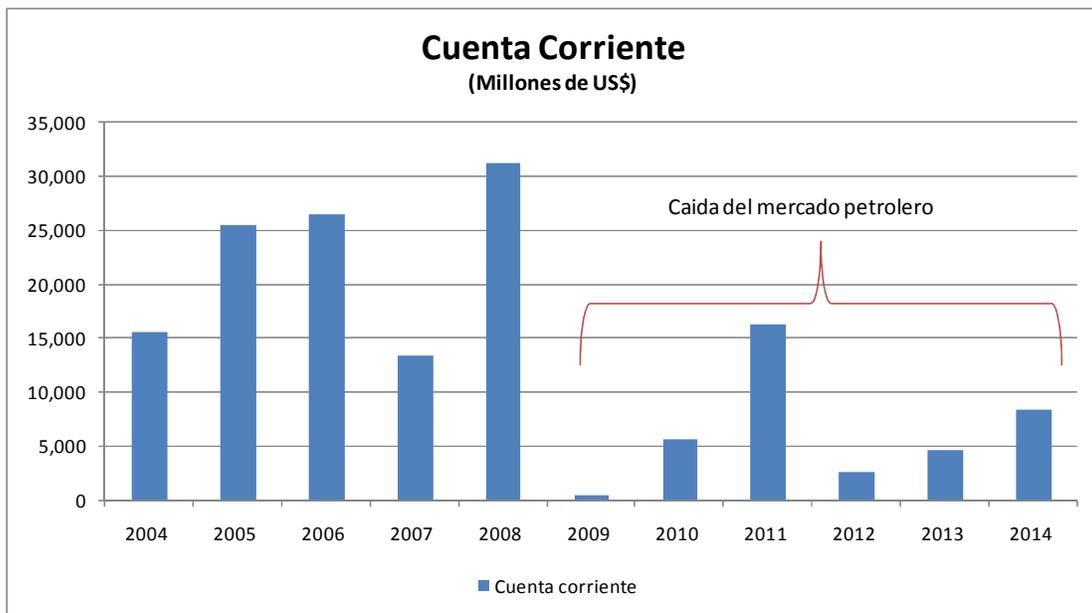


Grafico 2. Evolución de la Balanza de Pago de Venezuela en el período 2004-2014.

Fuente B.C.V.

Este comportamiento de los saldos en cuenta corriente también se ve reflejado en el comportamiento de las Reservas Internacionales del país, las cuales entre 2010 y 2014 se mantuvieron entre 20.000 y 30.000 Millones de dólares.



Grafico 3. Evolución de las Reservas Internacionales de Venezuela en el período 2010-2014.

Fuente B.C.V.

Como sabemos la principal actividad económica que incide en el comportamiento de estas dos variables macroeconómicas es la actividad petrolera. En líneas generales el mercado petrolero, reflejó una tendencia contractiva para los últimos años.

Las razones de la caída de los precios del petróleo han sido diversas. Dentro de las principales podríamos mencionar:

- El desenvolvimiento de la economía China, la cual manifestó una importante desaceleración de su economía, incidiendo fuertemente en la demanda global de energía para la producción de bienes y servicios. China es el principal consumidor de crudo del mundo, un bajón en su actividad industrial es un indicador de una baja en la demanda.

- La extracción de Petróleo y Gas por parte de EE.UU. mediante la técnica del “fracking” o fractura hidráulica, que es una técnica para extraer gas natural de yacimientos no convencionales. Estados Unidos ha justificado el uso del “fracking” argumentando la necesidad de reducir su dependencia del petróleo extranjero
- La OPEP mantuvo sin variación el techo de los niveles de producción a pesar de la solicitud de algunos miembros, como Venezuela. Un recorte en los niveles de producción generaría presiones en el mercado generando un repunte de los precios.
- El acuerdo nuclear iraní con las potencias occidentales que implica el levantamiento de sanciones que permitiría su regreso al mercado petrolero, lo que agregará más crudo al mercado con exceso de oferta.

Como consecuencia, debido al retroceso de los precios de los principales marcadores (el West Texas Intermediate y el Brent) y por ende en el precio de la cesta venezolana, la economía del país se vio afectada y se reflejó en sus diferentes indicadores macroeconómicos.

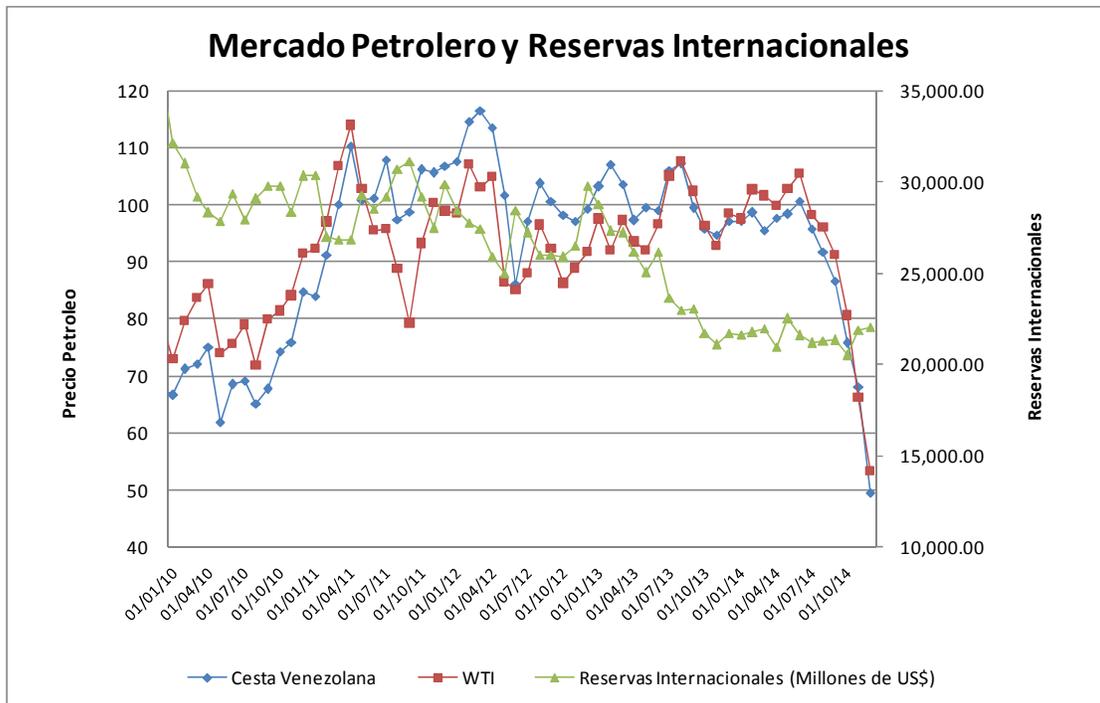


Grafico 4. Precio de la Cesta Petrolera Venezolana y el WTI Vs. Reservas Internacionales período 2010-2014.

Fuente B.C.V., Bloomberg.

Tal y como hemos mencionado a lo largo de este trabajo de investigación, el Riesgo Soberano está estrechamente relacionado con la capacidad que tiene un país de hacer frente u honrar sus obligaciones en cuanto a pago de deudas. También se ha mencionado que la capacidad de pago de un país está fuertemente relacionada con su desempeño económico reflejado a través de sus indicadores macroeconómicos.

En este sentido existe una correlación positiva (relación directa) entre las variables económicas PIB, Balanza de Pago, Reservas Internacionales y Precio del Petróleo.

Desde el punto de vista económico y basándonos en las diferentes teorías económicas es completamente entendible que las estas variables económicas tengan una correlación positiva.

Un aumento del PIB implica un aumento de la actividad económica del país o de la producción de bienes y servicios de una economía. De igual manera esto puede

significar una disminución en el nivel de importación repercutiendo en la Balanza de Pagos y las Reservas Internacionales.

Sin embargo el comportamiento del Indicador de Riesgo Soberano, basándonos estrictamente en el sentido económico, debería tener una correlación negativa o inversa con relación a los indicadores económicos (conforme aumentan los indicadores económicos debería disminuir el riesgo soberano). No obstante el resultado de los análisis indica que en ocasiones no se cumple esta premisa.

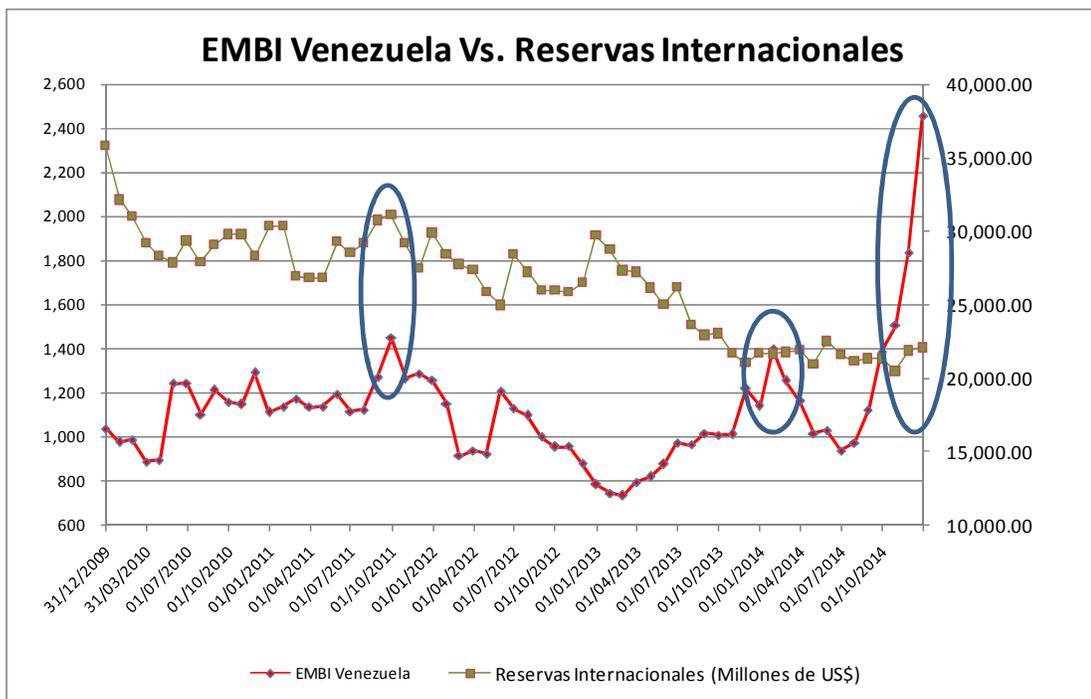


Grafico 1. EMBI Global Venezuela Vs. Reservas Internacionales período 2010-2014.

Fuente B.C.V., Bloomberg.

En esta grafica, resaltan algunos comportamientos del EMBI Global que no son explicados por el desempeño del indicador macroeconómico.

Como se puede observar, a comienzos de 2014 y finales del mismo año las Reservas Internacionales mantuvieron unos niveles estables, no obstante el EMBI Global, aumentó considerablemente reflejando un aumento de la percepción de riesgo por parte de los inversionistas hacia el país o dicho de otra forma un deterioro de la confianza de los inversionistas hacia el país.

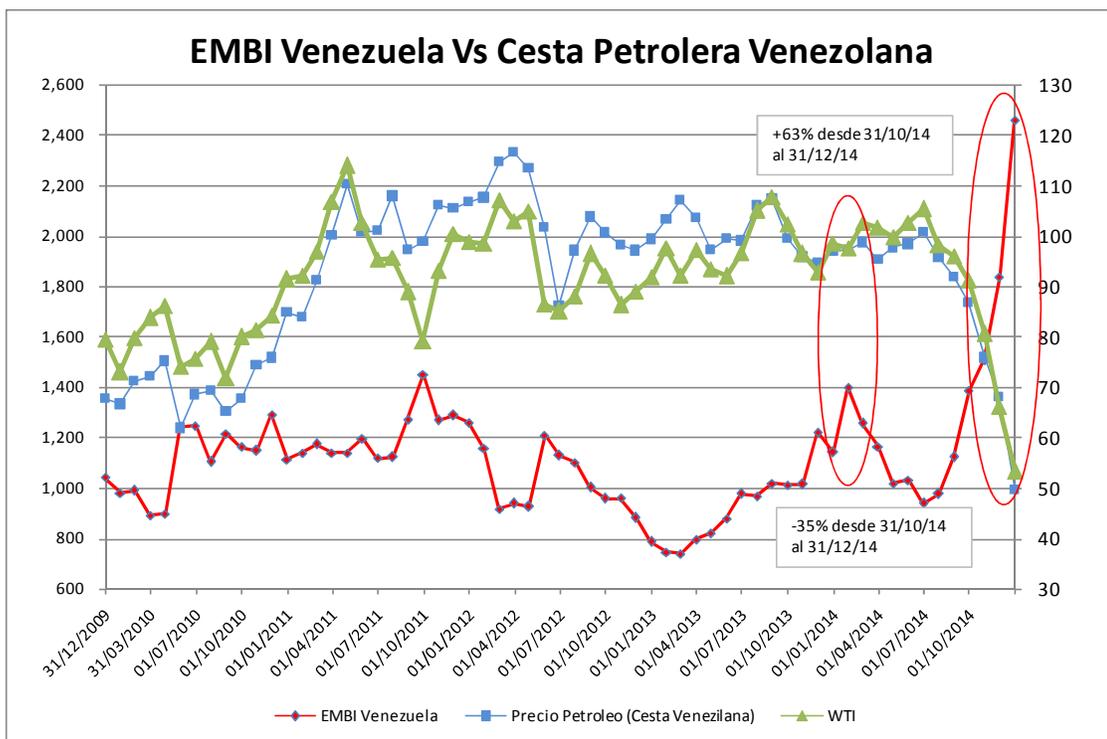


Grafico 1. EMBI Global Venezuela Vs. Precio Cesta Petróleo Venezolana 2010-2014.

Fuente B.C.V., Bloomberg.

Si observamos el comportamiento del EMBI Global en contraste con el desempeño del precio del Petróleo también podemos apreciar que ambas variables están estrechamente relacionadas y es evidente puesto que siendo la actividad petrolera la principal fuente de ingresos del país, el comportamiento de la misma afecta directamente la capacidad de la nación de hacer frente a sus compromisos

financieros. No obstante esta variable económica, como lo es el mercado petrolero, tampoco justifica el comportamiento del EMBI Global en algunos periodos.

En efecto, si analizamos el EMBI Global de las principales economías latinoamericanas, existen comportamientos similares aunque no necesariamente en la misma proporción, lo que pone de manifiesto que la prima de riesgo de la región se vio afectada por la misma variable.

En la siguiente grafica se puede apreciar algunos de los eventos o sucesos más relevantes acaecidos entre el período 2010 – 2014 los cuales incidieron en el comportamiento del EMBI Global y que en ocasiones no son explicados por el desempeño o el resultado de indicadores macroeconómicos nacionales.

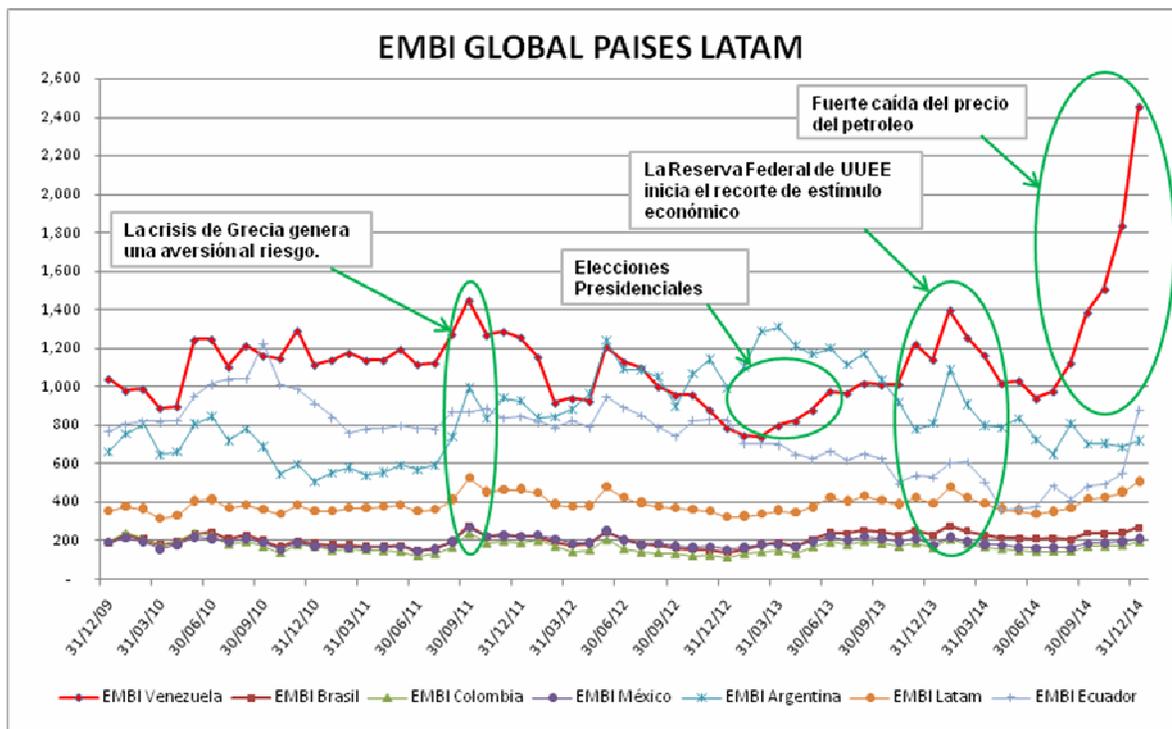


Grafico 1. EMBI Global países de Latam y eventos relevantes nacionales e internacionales período 2010-2014.

Fuente B.C.V., Bloomberg, Hemerotecas.

La crisis de Grecia a finales del 2011 generó una aversión al riesgo en inversionistas que demandaron mayores rendimientos para los bonos de deuda soberana como prima de riesgo o buscaron refugio a sus inversiones en activos más seguros, tal fue el caso del oro cuya valoración de precio ofreció rendimientos atractivos a los inversionistas.

Por otra parte, tras las elecciones presidenciales de 2012 donde resultó ganador Hugo Chávez y la siguiente elección presidencial de marzo 2013 tras su muerte se generaron muchas expectativas e incertidumbre sobre el rumbo que tomaría el país, lo que generó muchos temores en los inversionistas que percibieron a Venezuela como un país muy riesgoso. Prueba de ello es que previo a las elecciones presidenciales de ese año el índice de Riesgo Soberano repuntó considerablemente.

Otro evento significativo y completamente fuera de nuestras fronteras fue el inicio del recorte de estímulo económico en los Estados Unidos que llevó a cabo la Reserva Federal (FED) el cual consistía en la recompra de los bonos de este emisor para inyectar liquidez a la economía, incentivando el consumo. Con el recorte en el estímulo, los bonos de EEUU comenzaron a apreciarse produciendo menos apetito por el riesgo de los bonos de países emergentes lo cual significó que los flujos de efectivos se re-direccionaran hacia bonos menos riesgosos, afectando el rendimiento y la prima de riesgo de toda la región Latam.

Para finales del período evaluado hubo otros eventos que dispararon los temores de los inversionistas. La fuerte caída del precio del petróleo aunado a una contracción de la economía y resultados desfavorables de los distintos indicadores macroeconómicos del país, elevaron la percepción de riesgo de los inversionistas quienes vieron una gran posibilidad de "default" para los bonos de deuda con

vencimiento 2015 y 2016. En efecto el precio del petróleo de la cesta venezolana cayó de 75,8 \$ para el 31/10/2014 a 49,5 \$ para el 31/12/2014, lo que representó una caída superior al 34% de su valor. Por su parte el EMBI Global de Venezuela paso de 1.507 pb a 2.457 pb para el mismo período, lo que representó un aumento de 950 pb (más de 63%).

CAPÍTULO V

Conclusiones

Basándonos en los resultados obtenidos mediante las observaciones realizadas podemos afirmar que el desempeño de las economías determina en gran medida la percepción de riesgo que los inversionistas tienen hacia un país. Este desempeño reflejado en los diferentes indicadores macroeconómicos, resulta crucial para poder determinar la capacidad de pago que tiene un país de sus obligaciones.

Sin embargo también se pudo evidenciar que existen factores cualitativos y/o exógenos con gran incidencia en el comportamiento del indicador. De hecho, estos factores pueden en determinado momento, contrarrestar los efectos positivos que los factores económicos pudieran generar sobre el indicador.

La incidencia de estos factores exógenos sobre el comportamiento del indicador de riesgo soberano se evidenció claramente en el análisis del EMBI Global Venezuela durante el período evaluado, donde eventos acaecidos en la economía de Grecia o las decisiones de política económica y monetaria de EE.UU. repercutió en el comportamiento del indicador.

No menos representativos son los eventos de carácter políticos cuya afectación quedó evidenciada en la evolución del indicador de riesgo soberano previo a un evento significativo, que pueda generar incertidumbre en los inversionistas por el rumbo político-económico que pueda generar dicho evento o las decisiones que puedan tomar los Estados en materia económica.

Por lo antes expuesto y para efectos de nuestro trabajo de investigación, podemos aseverar que los objetivos específicos planteados se cumplieron satisfactoriamente, alcanzando así el objetivo general.

Conclusiones

Las teorías económicas nos enseñan que los objetivos económicos deben ser trazados de manera coherente por quienes diseñan y ejecutan las políticas económicas. También nos enseñan que las Políticas Fiscales y las Políticas Económicas deben ir de la mano hacia el logro de los objetivos trazados en una economía toda vez que ambas inciden en el comportamiento de los diferentes agentes económicos y en el desempeño final de la economía del país.

De la misma manera consideramos que la percepción de estabilidad económica, disciplina fiscal y la ejecución de políticas económicas coherentes y orientadas hacia el manejo de economías sanas, son de suma importancia para la generación de confianzas en los inversionistas, lo que se traduce en una mejor percepción del país a nivel internacional.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

Ardanaz, M. y Ortiz, E. (1995). *Introducción a la teoría económica*. Venezuela: Texto

Dornbusch, Fischer y Startz (2004). *Macroeconomía*. (9na. Ed) Madrid: McGraw Hill

Diulio, E. (1991). *Macroeconomía*. (2da. ed) México: McGraw Hill

Mochón, F. (1994). *Economía. Teoría y Política*. (3ra. Ed) Madrid: McGraw Hill

Kozikowski, Z. (2000). *Finanzas Internacionales*. Mexico D.F.: McGraw Hill

Garay, U. y Gonzalez. M. (2005). *Fundamentos de Finanzas con aplicaciones al mercado venezolano*. (1ra. Ed). Caracas: IESA

The Economist (2008). *Análisis de Indicadores Económicos*. Caracas – Enciclopedia Finanzas y Negocios- El Universal

Balestrini, M. (2001). *Como se elabora un proyecto de investigación*. Caracas: BL Consultores Asociados.

Arias, F. (2006). *El proyecto de investigación, introducción a la metodología científica*. (5ta ed). Caracas: Episteme

Banco Central de Venezuela, Oficina de Estudios Internacionales (2002). *El riesgo país y sus determinantes*. (Documento en línea) Disponible: <http://www.bcv.org.ve/cl/Publicaciones.asp?Codigo=3230&Operaciones=2&Sec=Fal>
se

J.P. Morgan Chase. (Página Web en Línea). Disponible:
<http://www.jpmorganchase.com>

Fitch Ratings. (Página Web en Línea). Disponible: <http://www.fitchvenezuela.com>

Bloomberg. *Sistema Internacional de Información Financiera*

Constitución (2000). *Gaceta Oficial Extraordinaria de la República Bolivariana de Venezuela, N° 5.453.*

Ley del Banco Central de Venezuela (2005). *Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela, N° 38.232.*