



**UNIVERSIDAD CATÓLICA ANDRÉS BELLO  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES  
ESCUELA DE ECONOMÍA**

**ENFOQUE DE ADMINISTRACIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS SOBERANOS  
PARA EL ANÁLISIS FINANCIERO DEL BALANCE GENERAL EXTERNO  
VENEZOLANO**

**Autor:** Riquezes, Daniela

**Tutor:** Molina, Ramiro.

Caracas, Octubre de 2017

## **AGRADECIMIENTOS**

A mis padres Anna y Luis, mi abuela Luisa, mi hermana Sabrina... Por su amor y apoyo incondicional, gracias.

A mis amigos, en especial a Dani.... El camino recorrido juntos fue mejor

A mi tutor Ramiro Molina por inspirar este proyecto en su valiosa labor como profesor.

A mi familia de FIVENCA Casa de Bolsa por aportar infraestructura y por su apoyo en todo momento.

## ÍNDICE GENERAL

<b>AGRADECIMIENTOS .....</b>	<b>II</b>
<b>INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>6</b>
<b>CAPÍTULO I: EL PROBLEMA .....</b>	<b>9</b>
PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA .....	9
OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN .....	13
<i>Objetivo General:</i> .....	13
<i>Objetivos específicos:</i> .....	13
<i>Hipótesis</i> .....	13
<b>CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO .....</b>	<b>14</b>
ANTECEDENTES DE LA INVESTIGACIÓN .....	14
BASES TEÓRICAS.....	21
<i>Sovereign Asset Liability Management.</i> .....	21
<i>Componentes relevantes del balance en ALM</i> .....	23
<i>Valoración de activos</i> .....	25
<i>Riqueza Externa</i> .....	26
<i>Enfoque de Balance General:</i> .....	28
<i>Pasivos contingentes</i> .....	31
GLOSARIO DE TÉRMINOS BÁSICOS .....	32
<b>CAPITULO III: MARCO METODOLÓGICO .....</b>	<b>35</b>
TIPO DE INVESTIGACIÓN.....	35
NIVEL DE LA INVESTIGACIÓN.....	36
DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN .....	36
COMPONENTES DEL BALANCE GENERAL EXTERNO .....	38
CONCEPTUALIZACIÓN DE VARIABLES.....	44
<b>CAPITULO IV: EL BALANCE GENERAL EXTERNO .....</b>	<b>47</b>
ACTIVOS FUTUROS Y BALANZA DE PAGOS.....	47
<i>Importaciones y pago de deuda.</i> .....	50
<i>Valor presente de la balanza de pagos proyectada</i> .....	53
ACTIVOS FINANCIEROS .....	54
ACTIVOS NO FINANCIEROS. ....	62
PASIVOS .....	71

<b>CAPÍTULO V: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....</b>	<b>79</b>
<b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>82</b>

## ÍNDICE DE GRÁFICAS

Gráfica 1: <i>Producción petrolera y exportaciones netas.....</i>	9
Gráfica 2: <i>Exportaciones petroleras netas y entregas a China.....</i>	49
Gráfica 3: <i>Importaciones per cápita y precios del barril venezolano.....</i>	51
Gráfica 4: <i>Montos anuales de servicio de deuda (cronograma vigente al 2016) y precios de exportaciones petroleras.....</i>	52
Gráfica 5: <i>Cronograma de pagos de deuda externa.....</i>	52
Gráfica 6: <i>Valores presentes de importaciones, exportaciones y pagos anuales de servicio de deuda hasta el 2038.....</i>	53
Gráfico 7: <i>Reservas Internacionales y Composición.....</i>	55
Gráfico 8: <i>Oro monetario en reservas internacionales.....</i>	56
Gráfica 9: <i>Activos diversos en divisa.....</i>	58
Gráfico 10: <i>Inversiones y Producción de Crudo + Gas Natural.....</i>	64
Gráfica 11: <i>Producción de oro en Venezuela según Petromin, diferencial entre tasa de cambio (Bs/\$) oficial y tasa de cambio en mercado paralelo.....</i>	67
Gráfico 12: <i>Precio diario del oro.....</i>	69
Gráfica 13: <i>Pagos por obligaciones financieras anuales de PDVSA.....</i>	71

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: <i>Hoja de Balance económica estilizada del soberano</i> .....	23
Tabla 2: <i>Principales componentes del Balance general del Estado</i> .....	23
Tabla 3: <i>Balance general simplificado</i> .....	24
Tabla 4: <i>Valor presente de exportaciones petroleras</i> .....	48
Tabla 5: <i>Movimientos de los fondos</i> .....	59
Tabla 6: <i>Aportes al Fonden por parte de PDVSA y BCV</i> .....	60
Tabla 7: <i>Activos no financieros fuera del país</i> .....	63
Tabla 8: <i>Empresas mixtas en la Faja Petrolera</i> .....	66
Tabla 9: <i>Deuda con Rosneft</i> .....	73
Tabla 10: <i>Exportaciones a China</i> .....	74
Tabla 11: <i>Casos pendientes en el CIADI</i> .....	76

## INTRODUCCIÓN

El gobierno venezolano enfrentó una caída alrededor del 60% en los precios de sus exportaciones entre 2014 y 2016, según cifras de PDVSA (2016). El Estado debe hacer frente a una situación donde su principal activo y principal ingreso, las exportaciones de PDVSA, asume un choque externo de precios, mientras debe atender a los compromisos referentes al cronograma de pagos de la deuda externa (que en 2015 superaba los \$10.300 millones), importaciones de alimentos, servicios y medicinas para el país. Además de una situación en la industria petrolera con cifras productivas decrecientes (626mb/d entre menos de producción entre 2014 y 2016 reporta PDVSA) y las exportaciones de un crudo producido más pesado proporción, lo que requiere diluyentes y crudos livianos importados en cantidades crecientes<sup>1</sup>.

La reducción de las Reservas Internacionales, un indicador universalmente empleado para aproximación a la capacidad de pago soberano fue de, 53% según el Banco Central de Venezuela y acentuó la percepción de iliquidez del gobierno venezolano, ello en detrimento de la accesibilidad a los canales regulares de financiamiento, para dar cabida a otras posibilidades.

El Estado venezolano ha recurrido a la liquidación de activos y nuevas modalidades de endeudamiento, probando ser capaz de obtener liquidez a partir de diversas fuentes, aparte de sus Reservas Internacionales y otros activos no financieros. Este es el caso actualmente con China, en el esquema *oil for loans* (Wang y Li 2016) , en el que Venezuela recibe créditos garantizados por entregas petroleras futuras para el financiamiento de importaciones desde China y proyectos petroleros. Rusia a través de Rosneft también ha aportado financiamiento al gobierno en los últimos 3 años \$6.000 millones, a cambio de participación en empresas mixtas petroleras, deuda colateralizada con participación en CITGO, así como pagos adelantados de producción petrolera futura.

---

<sup>1</sup> Según IEA, Venezuela importaba desde Estados Unidos 20mb/d en 2010, en 2016 esa cifra es de 75mb/d

Instituciones como el Fondo Monetario Internacional ha publicado extensa literatura reciente sobre el tema de Sovereign Asset Liability Management, dada la creciente importancia de construir un Balance General en los países como método para detectar riesgos que podrían surgir a partir de la interacción en los elementos que lo componen. Esto puede potencialmente reducir los costos de servicio de deuda, al tomar en cuenta la composición de activos para la construcción de políticas de endeudamiento y planificación presupuestaria sostenibles. Con las recientes crisis económicas, la transmisión de riesgos entre sectores y hacia el gobierno (Das, *et al*) , se ha incorporado en los debates de políticas públicas el control de riesgo de esta naturaleza; su detección y control, así como el de otras contingencias, sólo puede ser abordado a través de una consolidación de todas las cuentas que intervienen en la posición financiera consolidada del Estado.

Además, autores como Dippelsman *et al* (2013) y Merton (2007) han propuesto métodos de contabilidad de corte económico que consideran elementos como activos no financieros (activos en subsuelo, ingresos futuros del gobierno, etc.), ello para abordar decisiones de planificación intertemporal. La contabilización económica ha sido un gran aporte para este en este tema, y aunque muy pocos países en la OECD reportan sus activos no financieros (Dippelsman, *et al* 2013), los autores comprobaron que, casi todos estos países, la suma de activos financieros y no financieros es mayor al monto de deuda (incluso en países altamente endeudados). Esta consideración aportaría a la construcción más adecuada de indicadores de solvencia para países con altos niveles de activos financieros, como sería el caso de Venezuela y sus reservas de hidrocarburos, minerales, etc.

Se llegó, finalmente, a una conclusión general sobre el estado de solvencia del país:

Venezuela aumentará su grado de solvencia en la medida en que, este indicador, basado en el Valor Presente Neto (VPN) de la cuenta corriente aumente positivamente. Es decir, en la medida que el Valor Presente (VP) de sus exportaciones aumenten en mayor medida que el VP de sus importaciones. Adicionalmente, dependerá de su capacidad de monetizar activos financieros y no financieros, su capacidad de hacer frente a las

contingencias y, por último, su capacidad de refinanciamiento de deuda (*liability management*).

## **CAPÍTULO I: EL PROBLEMA**

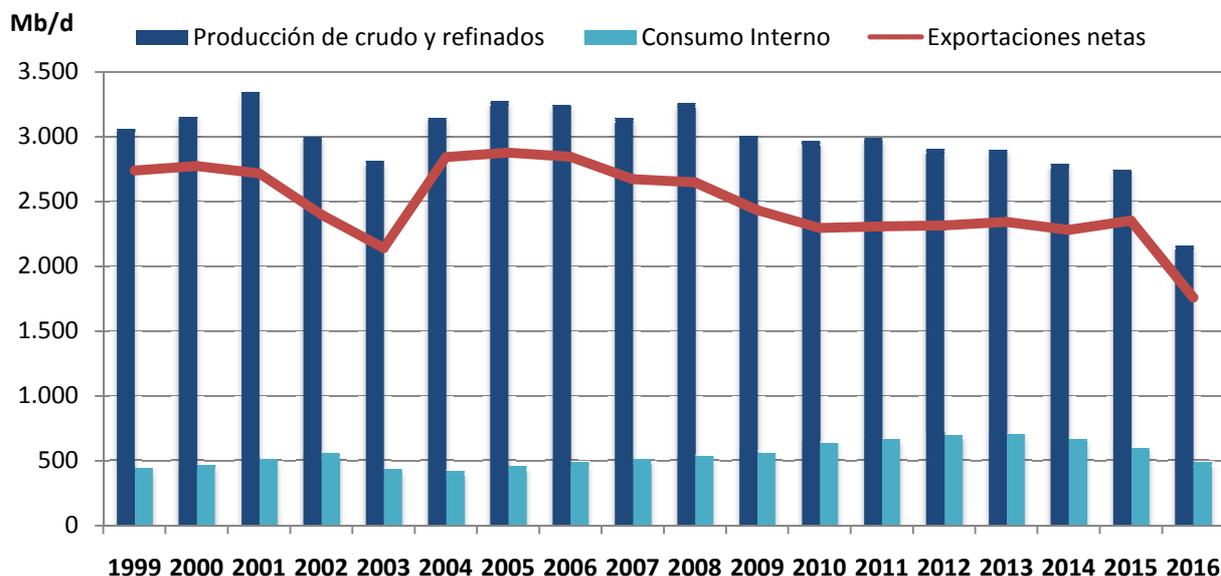
### **Planteamiento del problema**

La preocupación por el manejo de activos y pasivos en Venezuela ha tomado un protagonismo especial cuando en 2014 el Estado debe hacer frente a una caída casi 70% en los precios del barril de petróleo con respecto al 2016. Con la responsabilidad de atender una población cuyo consumo depende significativamente de las importaciones, así como un cronograma de pagos de deuda externa importante, el gobierno y los analistas han dirigido su atención hacia la hoja de balance venezolana.

Hernández y Monaldi (2016) señalan que incluso antes de la importante disminución de los precios del crudo en 2014, se gestan condiciones que impactan negativamente los ingresos petroleros del país. La producción ha disminuido sostenidamente debido a la falta de inversión en los nuevos proyectos no convencionales, o por la no compensación de la declinación en antiguos pozos convencionales.

Desde el año 2000, afirman los autores, las exportaciones han caído en mayor proporción que la producción y, más recientemente, las exportaciones netas se han reducido aún más que las exportaciones totales al aumentar las importaciones petroleras. La expansión del consumo doméstico de gasolina altamente subsidiada hasta el 2013, además de representar un gasto para el Estado, disminuye la cantidad de barriles disponibles para exportación. Aunado a ello, las exportaciones hechas en el marco de convenios energéticos como Petrocaribe alcanzaron los 123MBD en 2016 según cifras de PDVSA (2017). Una fracción del petróleo venezolano que importan estos países es en condiciones de financiamiento preferenciales.

**Gráfica 1: Producción petrolera y exportaciones netas.**



Fuente: EIA, PDVSA, Ministerio de Petróleo y Minas (PODE).

En los estados financieros de PDVSA, se observa desde 2009 una tendencia decreciente en la porción de crudos livianos en la producción del país, al mismo tiempo que aumenta la de crudos pesados y extra pesados de menor precio. Esto impacta negativamente el valor comercial de las exportaciones, además de requerir mayores gastos por importaciones de crudos livianos y otros diluentes necesarios para comercializar estos productos en el mercado internacional.

Los pagos de deuda anuales, luego de haber mantenido un promedio de \$6.000 millones antes de 2014, ascienden a más de \$9.000 millones anuales aproximadamente entre 2015 y 2016, si sumamos los pagos por concepto de intereses y capital. Además, en este mismo período, se registra una disminución de aproximadamente 49% de las reservas internacionales (BCV 2016).

Considerando que la industria petrolera venezolana aporta más del 90% de las exportaciones del país, según cifras del Banco Central de Venezuela (2017), la

situación de este sector, crítico para la entrada de divisas al país y el mantenimiento del equilibrio de balanza de pagos, parece cada vez más vulnerable a choques externos de precio, o eventos climáticos adversos. En adición, la caída en el valor de exportaciones no solo preocupa a los inversionistas en mercados internacionales, al deteriorarse la percepción de la capacidad de pago y la liquidez del gobierno venezolano. Esto, dado que las importaciones han disminuido hasta alcanzar su mínimo histórico per cápita, de \$575 (nominal) en 2016, luego de los \$543 durante el paro petrolero de 2002. Esta situación en la actualidad causa graves desequilibrios en el mercado interno de consumo, escasez de alimentos y medicinas.

Para cumplir con los compromisos financieros internacionales, el gobierno ha acudido a nuevas estrategias fundamentadas en alianzas internacionales, además de otras maniobras financieras basadas en la pignoración y liquidación de activos. Desde 2007, según Wang y Li (2016), en el marco del acuerdo de cooperación bilateral China-Venezuela, se ha recibido más de \$50.000 millones a través de la creación de los fondos chinos, con el objeto de financiar la inversión en el sector petrolero y fomentar las importaciones desde China. Rusia, a través de la petrolera estatal Rosneft también ha otorgado financiamiento al gobierno venezolano. Según un comunicado de prensa en agosto de 2017, se adelantaron varios pagos por \$6.000 millones por futuras entregas petroleras. Durante ese mismo año PDVSA también realizó un canje voluntario de bonos con vencimiento en 2017, por otros con intereses mayores, vencimiento al 2020 garantía sobre el 50% de la posición accionaria de CITGO. El canje obtuvo 39% de participación.

Estas operaciones denotan ejemplos en la posibilidad de uso de los activos dentro del balance general del Estado venezolano para obtener liquidez y financiamiento en un período determinado. En momentos donde el flujo de caja petrolero ha perdido su holgura y el financiamiento se hace más costoso, cobran protagonismo otros elementos que intervienen en la consolidación de los ingresos gubernamentales para hacer frente a los egresos programados y posibles contingencias.

Bova *et al* (2013) plantean que, más allá de los activos financieros, cuyo precio es determinado por el mercado, los países desarrollados han recurrido a la privatización o uso de activos no financieros. Entre ellos, recursos en el subsuelo, tierras e infraestructura. Los activos no financieros han comprobado tener un valor significativo en los países que se involucran en su valoración, implicando que pueden representar una fuente de ingresos alternativos para los gobiernos, además pueden ser utilizados para la disminución de la deuda soberana. Sin embargo, la falta de información y métodos de contabilización hacen esta valoración costosa y retadora.

Dada la relevancia de estas consideraciones en la actualidad para el bienestar de la sociedad venezolana y generaciones futuras, el presente Trabajo de Grado tiene como objetivo valorar el enfoque de la Administración de Activos y Pasivos soberanos para el análisis financiero del Balance General externo venezolano. Tomando para ello en cuenta la utilidad de la metodología Sovereign Asset Liability Management para analizar la posición financiera venezolana. Asimismo, se analiza la gestión de activos y pasivos para cumplir las obligaciones financieras asumidas por el Estado y reducir el riesgo de impago. De esta manera, se espera abordar la situación de solvencia del país con un ángulo distinto de análisis.

## **Objetivos de la investigación**

### **Objetivo General:**

Valorar el enfoque de la administración de activos y pasivos soberanos para el análisis financiero del Balance General externo venezolano.

### **Objetivos específicos:**

- Construir una aproximación del Balance externo venezolano para el período 2016-2017.
- Determinar la utilidad de la metodología *Sovereign Asset Liability Management* para el análisis de la posición financiera venezolana.
- Evaluar las posibilidades en el uso de recursos financieros y no financieros en el balance externo para el análisis de solvencia en Venezuela.

### **Hipótesis**

La metodología de administración de activos y pasivos soberanos (SALM) aporta a un mayor conocimiento del grado de solvencia en el país.

## CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO

El Marco Teórico constituye un cuerpo de basamentos teóricos coherentes y viables que sistemáticamente proporcionan una explicación al problema de la investigación. Arias (2006), lo define como el compendio de una serie de elementos conceptuales que sirven de base para la indagación por realizar.

### **Antecedentes de la investigación**

Los antecedentes están conformados por los estudios previos relacionados con el problema de investigación planteado. Estos suministran un aporte teórico y metodológico fundamental para valorar el enfoque de la administración de activos y pasivos soberanos.

A continuación, se presentan algunos trabajos seminales en el tema:

Proite (s.f): ***Asset and Liability Management in Developing Countries - A Balance Sheet Approach***, para UNCTAD (*The United Nations Conference on Trade and Development*)

El estudio discute la utilidad de emplear el enfoque de la hoja de balance para los países en desarrollo para inicialmente aplicar Asset Liability Management (ALM), lo que puede ser enriquecedor para las autoridades de planificación de financiamiento. Con poca frecuencia los gobiernos involucrados abordan los temas de gestión de riesgos de manera integrada, en parte debido a que en estos países resulta costosa la compilación de datos.

El autor analiza la utilidad de la hoja de balance soberano como una herramienta para el manejo de la deuda por parte de las instituciones de cada país, aplicando la metodología para cuatro(4) naciones en desarrollo: Bolivia, Argentina, Etiopía y Brasil. De ese modo, construye el Balance General para cada uno de ellos y despliega los riesgos a los que se expone cada sector

público, financiero y externo mediante el análisis de una matriz que resume las interacciones intersectoriales y su riesgo implícito.

Asimismo, explica cómo el Enfoque del Balance General (BSA), una aproximación inicial al SALM, sirve a los objetivos de detectar vulnerabilidades e implementar políticas para su tratamiento.

Dadas las condiciones económicas particulares de un país, es importante resaltar la dificultad para asociar a una distribución probabilística a los posibles choques relevantes que representen riesgos a la posición patrimonial del país.

La implementación de BSA es útil para minimizar riesgos financieros en la estructura económica y puede ser utilizado para evaluar la sostenibilidad de sectores económicos, la composición de la deuda externa y sus vencimientos, así como acumulación óptima de reservas. Fundamentalmente se requiere coordinación en las políticas, además de madurez institucional para emplear efectivamente las medidas de control de riesgo. Se concluye además, que el enfoque no tiene utilidad para hacer comparaciones entre países, a diferencia de otros indicadores tradicionales.

Koc, F. (2014): ***Sovereign Asset and Liability Management Framework for DMOs: What Do Country Experiences Suggest?***, UNCTAD. Se recopilan experiencias de diversos países en el ámbito de SALM para un mejor manejo de la deuda soberana, dadas las limitaciones prácticas para su aplicación en países menos desarrollados como Brasil, Colombia, Suráfrica y Turquía. Se argumenta que, en lugar de una adopción directa y completa del modelo, debe emplearse el enfoque de la hoja de balance de manera progresiva. En un principio, deben ser definidas las áreas o sectores relevantes dentro de un balance general conceptual desde la perspectiva de la administración financiera y de exposición a riesgos.

El autor sugiere comenzar por el manejo de activos financieros como reservas

internacionales o fondos soberanos, pues las autoridades de planificación de deuda son responsables de su administración, así como de futuros activos y pasivos. En un segundo paso, se propone el análisis de riesgo simplificado para un acercamiento a disparidades financieras entre elementos del balance y así determinar soluciones de protección adecuada. Finalmente, se recomienda establecer nuevas estructuras institucionales para enfrentar los retos a nivel de Gobierno que faciliten la comunicación entre otras instituciones.

Al examinar las experiencias de otros países se reconoce que estas varían en su complejidad. En un principio, se deben seleccionar los objetivos y sectores prioritarios dependiendo de la disponibilidad de información. Los análisis simplificados son preferibles sobre otros complejos para poder seleccionar las técnicas de mitigación de riesgos apropiadas, además de los activos financieros como reservas líquidas que pueden ser incorporadas al análisis del manejo de deuda y la sostenibilidad que se puede profundizar para incluir análisis de choques por contingencias (Koc 2014).

Mediante el estudio de países diversos en el proceso de implementación de la Metodología Sovereign Asset Liability Management (SALM) se concluye que ésta ha tenido efectos positivos en los sectores reales, así como financieros de cualquier economía, debido a su utilidad para disminuir la volatilidad del servicio de deuda.

Sin embargo, su aplicación es difícil en un entorno con escasa información estadística para la consolidación de un Balance General, entre otras limitaciones operacionales. Esta situación es más acentuada en países en desarrollo, donde su implementación debería ser más compleja al considerarse más expuestas a choques externos, además de presentar altos niveles de deuda e indicadores macroeconómicos fundamentales más débiles. Por ende, resulta importante el manejo de riesgo desde un Balance General consolidado, el cual puede ofrecer ventajas significativas a estas economías a los fines de alcanzar objetivos de largo y mediano plazo.

El enfoque parcial que destaca la autora para esta investigación, es fundamental, dadas las limitaciones en disponibilidad de información en Venezuela. Siguiendo esta propuesta, fueron escogidos sectores prioritarios para la sustentabilidad y solvencia del país. El sector externo, por la necesidad de atender regulaciones internacionales, aún mantiene cierto grado de regularidad en la publicación de cifras financieras necesarias para llevar a cabo la investigación.

Fondo Monetario Internacional (2014): ***Sovereign Asset-Liability Management—Guidance for resource-rich economies***. Los ingresos provenientes de los recursos naturales consolidan oportunidades para el país, a los fines de transformar sus recursos naturales en activos financieros bien gestionados. Se plantean temáticas como la flexibilidad en las políticas macroeconómicas, la necesidad de lograr la equidad intergeneracional y la relevancia de abordar la gestión de activos y pasivos soberanos Sovereign Asset Liability Management (SALM) para el equilibrio macroeconómico y financieros con el objetivo de evitar el riesgo en el balance.

Se analizan las experiencias de distintos países, dentro de la metodología SALM, abordan la coordinación reservas y decisiones de gestión de la deuda en términos del riesgo cambiario y madurez. Además, se expone la importancia de fortalecer los activos para hacer frente a pasivos futuros o contingentes que demandan de una estrategia de inversión a largo plazo con mayores retornos.

El asesoramiento de políticas se fundamenta en una guía para administrar portafolios separados de activos y pasivos, a la vez que proporciona una visión holística del balance soberano resaltando como basamento esencial el enfoque de la SALM. Esto suministra a los encargados de formular políticas un marco distintas oportunidades y desafíos que surgen en el contexto de la gestión de recursos naturales, a la par de proporcionar asesoramiento práctico para administrar activos soberanos y pasivos con objetivos bien definidos.

El estudio del FMI destaca los siguientes temas: objetivos de inversión, estrategias de inversión para diversos grupos de activos soberanos, la gestión de activos y pasivos, los niveles óptimos de deuda con los activos financieros del Gobierno, deuda interna en un marco de SALM, recursos naturales, gobernabilidad, gestión de riesgos de los fondos soberanos.

El SALM en algunas ocasiones es empleado como un enfoque parcial en el marco del balance soberano. La determinación de estrategias de gestión de vulnerabilidades por riesgo de liquidez en el balance de los gobiernos representa uno de los principales retos que enfrenta el soberano con ejemplos prácticos y orientación política. Es importante para la investigación de este trabajo de grado el aporte sobre la perspectiva de las grandes riquezas de recursos naturales y los compromisos a los que debe atender el *policy maker* a la hora de invertir responsablemente la riqueza de recursos.

Se concluye, en primer lugar, con el análisis de las diversas decisiones de gestión de inversiones y se presenta un marco conceptual como una referencia integrada sobre SALM, con el objetivo de minimizar las vulnerabilidades en el balance soberano.

En el estudio se analizó la evolución de estas decisiones, centrándose en ejemplos de ciertos países y tomando en cuenta la diversidad de las circunstancias de cada nación, con una serie de especificaciones en cuanto a las interrelaciones entre elementos del patrimonio soberano.

El balance soberano debe tener en cuenta la etapa de acumulación y ampliación de reservas, la creación de riqueza financiera como primeros ámbitos para las etapas de la extracción. Mientras que, una política para reducir la deuda soberana sería más apropiada en situaciones en las que el costo de la deuda externa es alta y / o el costo de mantenimiento de las reservas excede el beneficio de auto-seguro, de manera que no son factibles los arreglos alternativos para invertir reservas.

Una ampliación del balance general, según los autores, dependerá del costo de la deuda interna, el rendimiento de la acumulación de activos financieros adicionales, la capacidad institucional para riqueza financiera y principios de gestión de la deuda sólida. Asimismo, se proyectó la estructura y la naturaleza de los pasivos contingentes implícitos y explícitos, los fondos soberanos para favorecer un mandato, a la par de una estructura jurídica clara para gobernar con responsabilidad entre el propietario del fondo y su administración.

Currie y Velandia (2002): ***Risk management of contingent liabilities within a sovereign asset-liability framework***. Banco Mundial. Los autores se expresan sobre la importancia demostrada de los pasivos contingentes para una economía y su potencial desestabilizador sobre la sostenibilidad fiscal del soberano. Se definen estos pasivos como:

Obligaciones que se materializan con la ocurrencia de un evento particular. Pueden ser explícitas, si el soberano establece su responsabilidad de cubrir al beneficiario de manera contractual, o implícitas, cuando se espera del gobierno su intervención debido a una obligación 'moral', en la mayoría de los casos hay un alto costo de oportunidad en no intervenir. En la hoja de balance conceptual, los pasivos contingentes se registran como el valor esperado de los costos para el gobierno y no como el valor facial de esos pasivos. (p.9)

Activos y pasivos por igual pueden implícitamente generar pasivos contingentes. En ello radica la importancia de su consideración dentro de la hoja de balance en términos de manejo de riesgo. Estos pasivos conforman parte integral del riesgo soberano debido a su interconexión con el resto de los elementos del balance.

Los gobiernos deben proveer a la sociedad de servicios y bienes públicos, de ello la importancia de la comprender el riesgo al que se exponen. El valor de sus activos e ingresos, además, depende de factores que no es posible controlar, sin embargo para el soberano existe la herramienta de subir los impuestos para cubrir su necesidad de financiamiento, hecho que debe ser

evitado debido al efecto distorsionador sobre la economía en general de mayores impuestos. Por ello se debe tener cuenta los elementos considerados *dentro del balance*, como *fuera de él*, de manera que sea posible para el gobierno proveer los bienes que se esperan de él, sin aumentar los impuestos.

El origen de un posible choque que obligue a los gobiernos a aumentar los impuestos puede originarse, según el autor, en 4 lugares: i) decrecimiento en los flujos fiscales netos ii) reducción del valor de activos iii) incremento de pasivos directos y iv) incremento (materialización) de pasivos contingentes.

Se concluye que los pasivos contingentes se exponen a los mismos riesgos que los demás activos y pasivos dentro del balance, es decir: variables fundamentales macroeconómicas (riesgo macroeconómico) y otros riesgos dentro variables financieras (riesgo crediticio, de liquidez, de mercado, etc.). Esto es aun mas significativo para economías emergentes, debido a que son, generalmente, aún más vulnerables a choques externos que sus contrapartes mas desarrolladas.

Métodos estadísticos variados han sido empleados para valorar los pasivos contingentes (Currie y Velandia 2002). Uno de ellos se basa en técnicas actuariales, basadas en tendencias históricas. Modelos financieros y econométricos también son utilizados, a manera de proyectar las condiciones económicas y financieras que inducen la materialización de los PC (pasivos contingentes). Ambos modelos mencionados anteriormente presentan limitaciones para computar el riesgo. Se recomienda por los autores un enfoque alternativo basado en la valuación de opciones financieras que provee un estimado de la varianza de la distribución, componente clave para calcular riesgos y una mejor descripción de los PC. Este enfoque es conocido como Contingent Claims.

Por último, los autores discuten las experiencias de varios países en su ejercicio del manejo de los PC con elementos de ALM: Nueva Zelanda, Canadá, Holanda, Estados Unidos y Colombia.

## **Bases Teóricas**

### **Sovereign Asset Liability Management.**

Asset Liability Management (ALM) es una metodología de planificación financiera ideada para empresas del sector privado en la década de 1970, mientras aumentaba la exposición de entidades financieras a riesgos de tasas de interés (Koc 2014). Hoy, ha sido actualizada para cubrir recientes innovaciones financieras y otros riesgos que pueden surgir a través de la globalización de los mercados. Mediante la adopción de esta metodología, empresas de cualquier sector pueden efectivamente minimizar riesgos y maximizar el valor de su balance general consolidado.

Los gobiernos, al igual que los individuos tienen propiedad sobre activos y pasivos, por lo tanto, es posible construir un balance general que refleje su posición y patrimonio (Wheeler, 2003).

Das, Lu, Papaioannou y Petrova (2012) explican que se requiere monitorear, además de cuantificar el impacto de los movimientos de tasas de cambio, tasas de interés, precios de materias primas e inflación, que afectan los activos y pasivos soberanos. Esto revela factores determinantes a la hora de contener o manejar el riesgo del sector público consolidado, para así preservar una hoja de balance saludable que aporte a la sostenibilidad de las políticas y el crecimiento económico.

La planificación financiera o SALM, según Proite(s.f), inicia por la construcción de un balance general consolidado para el sector público. Este es un punto de partida para la tarea de corresponder activos y pasivos del Estado. En general, montos de la deuda total bruta de un país habían sido objeto de mucha atención, ya que el endeudamiento está relacionado con importantes cargas para las finanzas nacionales y crisis económica.

En el pasado, el concepto de sostenibilidad fiscal estuvo basada principalmente en el monto de la deuda total. Esto, según Proite, es insuficiente para un análisis integral de ALM, debido la existencia de ventajas en el manejo de los pasivos consistentemente con las características de sus activos disponibles. Considerando una serie de principios amplios cuando se implementa un (parcial) SALM, en particular:

- En la medida en que los activos / reservas soberanos superen los niveles necesarios para liquidez, este exceso se podría invertir en menos líquido / mayor rendimiento.
- Instrumentos para preservar la riqueza de las generaciones futuras, preferentemente sujeto a las salvaguardias institucionales apropiadas.
- Incluso en los casos en los cuales la riqueza de los recursos naturales satisface las necesidades ser de mérito en la emisión de deuda interna, con el fin de promover una deuda líquida en moneda local mercado y ayudar a responder a los volátiles flujos de capital ya los precios de los productos básicos.
- La estructura y naturaleza de los pasivos contingentes e implícitos deben informar a los objetivos de inversión y estrategias de activos soberanos.

Das *et al* (2012) establece cómo la gestión de activos soberanos tiene como objetivo los saldos de caja que cumplen los compromisos del Estado y maximizan el poder adquisitivo del capital a largo plazo, con un nivel de riesgo moderado. Por lo tanto, una noción principal del enfoque SALM es seleccionar el tamaño y las características de los activos y pasivos soberanos, a los fines de alcanzar objetivos macroeconómicos y de desarrollo preservando el patrimonio financiero soberano positivo, sujeto a costos y riesgos aceptables.

Dentro de los objetivos del SALM, se encuentran, según los autores: preservar el patrimonio financiero soberano positivo y apoyar el desarrollo políticas macroeconómicas sostenibles. Esto sujeto a restricciones como: el nivel inicial

de los activos en el balance, nivel inicial de deuda externa, tasas de interés externas, precios de materias primas, apetito del mercado financiero por riesgo, entre otros.

### **Componentes relevantes del balance en ALM**

Das *et al* (2012) , toman como referencia el balance de Merton en 2007. Este se basa en fundamentos económicos, en lugar de principios contables para abordar los objetivos intertemporales del soberano, incluyendo ingresos futuros y egresos.

Las reservas internacionales de un país, explican los autores, así como los fondos de largo plazo son parte de los activos soberanos. Efectivo, títulos valores, prestamos y cuentas por cobrar propiedad del gobierno, también son componentes de los activos. La participación accionaria en empresas propiedad del Estado generadoras de ingresos, son consideradas dentro de los activos gubernamentales. En cuanto a los pasivos, la deuda publica se incluye la deuda publica, independientemente de si es emitida por el banco central o el gobierno. El valor de la deuda también puede reflejar cambios en las tasas de interés, tasas de cambio o inflación. Se pueden incluir otros componentes como las contingencias, o pasivos contingentes. Estos representan potenciales perdidas para el Estado, aumentando el endeudamiento, o liquidando activos.

Adicionalmente, según Das *et al* (2012), esta definición de hoja de balance incluye los valores presentes de los ingresos del gobierno dentro de los activos, y de los gastos en el lado de los pasivos. Se debe analizar si el costo de asumir nuevo endeudamiento puede ser cubierto por los rendimientos de activos corrientes, así como flujos de efectivo que serán recibidos en el futuro.

**Tabla 1: Hoja de Balance económica estilizada del soberano.**

<b>Activos</b>	<b>Pasivos</b>
Depósitos de efectivo en bancos Cuentas por cobrar Créditos extendidos Flujos de ingreso gubernamental Participación en empresas del Estado Inversiones en infraestructura Reservas internacionales en el Banco Central	Pagos a proveedores Deuda emitida Flujos futuros de gastos gubernamentales en bienes y servicios.

Fuente: Wheeler (2003)

Wheeler (2003) ofrece una estructura similar:

**Tabla 2: Principales componentes del Balance general del Estado.**

<b>Activos</b>	<b>Pasivos</b>
Valor presente derivado de: Recaudación de impuestos Señoreaje  Balances de: Efectivo Reservas Inversiones(fondos soberanos)	Valor presente de gastos planificados: Desarrollo social y económico Desarrollo económico Administración pública  Balances de: Base Monetaria Deuda gubernamental Obligaciones de pensiones  Pasivos contingentes: Garantías a bancos y no bancos Garantías al bienestar social

Fuente: Merton (2007), Das *et al* (2012)

Tabla 3: Balance general simplificado

<b>Activos</b>	<b>Pasivos</b>
Valor presente de los ingresos por recaudación fiscal	Valor presente de desembolsos del gobierno. Valor de mercado de la deuda gubernamental.

Fuente: Wheeler (2003)

A continuación, se definen algunos conceptos relevantes para algunos autores, dentro de la concepción del SALM:

### **Valoración de activos**

Gapen (2008) explica que el valor de mercado de los activos soberanos no es observable directamente, por tanto, debe ser estimado. Menciona tres enfoques para llevarlo a cabo: (i) observación del valor de mercado del activo directamente, o referencias *bid-ask*. (ii) Determinación del valor utilizando un activo comparable como referencia. También puede determinarse el valor presente neto de los flujos de efectivo esperados y descontados a una tasa apropiada. (iii) determinación de un valor implícito, es decir, las relaciones entre elementos de activos y pasivos en el balance sean utilizadas para obtener el valor implícito de los activos.

#### **• Componentes del riesgo en el balance**

Das *et al* (2012) define 2 componentes importantes dentro del riesgo de hoja de balance:

- **Desajuste de denominaciones monetarias:** se divide, según los autores, en 2 dimensiones: (i) riesgo de liquidez, o la dificultad de obtener divisas; y (ii) el riesgo de balance, la sensibilidad de la riqueza neta del inversionista o deudor a variaciones en la tasa de cambio.

Dentro de una planificación óptima, los pasivos deben tener una denominación parecida a la de los activos y una combinación que permita minimizar los costos del servicio de deuda.

- **Desajustes de vencimiento:** los autores sostienen que la sensibilidad del patrimonio a cambios en la tasa de interés de corto plazo, depende de los plazos a vencimiento en promedio de la deuda, la relación entre los cupones de deuda a largo plazo y las tasas de interés de corto plazo, así como la estructura de los activos del deudor.

### **Riqueza Externa.**

Feenstra y Taylor (2012) definen la balanza de pagos de un país como la suma de las cuentas corriente, de capital y financiera. Conceptualmente, se trata de todos los recursos disponibles para exportar (sean bienes y servicios, o activos financieros). De esta forma, se asume como la identidad que describe el patrimonio externo de la nación, es decir, los activos externos del país, menos el total de sus pasivos con el resto del mundo (activos del país mantenidos por el resto del mundo).

El resultado del comercio internacional un país puede disminuir o aumentar su posición activos y pasivos externos. Al existir un desequilibrio en cuenta corriente existirá un saldo en la cuenta de exportaciones netas de activos que afectará la riqueza externa.

Si, por ejemplo, el valor de importaciones supera el valor de las exportaciones debe haber una compensación en la cuenta financiera en forma de salidas de activos o en otras palabras endeudamiento, lo que reduciría la riqueza externa del país en ese período. También, el valor de estos activos al igual que los pasivos puede cambiar con el tiempo por ganancias o pérdidas de capital, lo que también afectaría el nivel de riqueza externa.

La posición neta de inversión internacional de un país, si es positiva, se considera acreedora, y si es negativa, deudora. Un aspecto importante se basa en que, intertemporalmente, el país puede escoger cuando consumir en forma de importaciones de bienes. En algunos períodos se exporta más y se saldan desbalances anteriores. En presencia de choques, las exportaciones pueden variar su valor y depreciarse ante las importaciones y viceversa.

Sin embargo, existe un límite al nivel de consumo intertemporal definido por una restricción presupuestaria de largo plazo. Al extender por N períodos la ecuación de balanza de pagos, se obtiene la restricción presupuestaria de largo plazo. Esta restricción indica que el consumo de un país se limitará a cuanto produce. Para el autor Llano (2011) de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Autónoma de Madrid, siguiendo a Feenstra y Taylor, (Worth Publishers International Economics) explica lo relativo a la riqueza externa de esta manera:

**Figura 1. Riqueza externa:**

$$\underbrace{\text{Riqueza Externa}}_W = \underbrace{\left[ \text{Activos del Resto del Mundo poseídos por residentes} \right]}_A - \underbrace{\left[ \text{Activos domésticos poseídos por el resto del Mundo} \right]}_P$$

Fuente: Llano (2011).

**Figura 2. Cambios de la riqueza externa:**

$$\underbrace{\left( \text{Cambios en riqueza externa} \right)}_{\Delta W} = - \underbrace{\left( \text{Cuenta Financiera} \right)}_{\substack{\text{Exportaciones netas de} \\ \text{activos} \\ = \\ \text{CF}}} + \underbrace{\left( \text{Ganancias de Capital} \right)}_{\substack{\text{Efectos de valoración} \\ = \\ \text{Ganancia de capital} \\ \text{menos pérdida de capital}}}$$

$$\underbrace{\left( \text{Cambios en riqueza externa} \right)}_{\Delta W} = - \underbrace{\left( \text{Cuenta Corriente} \right)}_{\substack{= \\ \text{CA} \\ \text{Renta no gastada}}} + \underbrace{\left( \text{Ganancias de Capital} \right)}_{\substack{\text{Efectos de valoración} \\ = \\ \text{Ganancia de capital} \\ \text{menos pérdida de capital}}} + \underbrace{\left( \text{Cuenta de Capital} \right)}_{\substack{= \\ \text{KA} \\ \text{Transferencias netas de} \\ \text{capital recibidas}}}$$

Fuente: Llano (2011).

### **Enfoque de Balance General:**

Según Proite(s.f), el enfoque del Balance General (BSA) sirve a los objetivos de detectar vulnerabilidades e implementar políticas para su tratamiento dadas las condiciones políticas y económicas particulares de una nación.

La implementación del enfoque BSA es útil para minimizar los riesgos financieros en la estructura económica. Puede ser empleada para evaluar la sostenibilidad del sector financiero, la composición de la deuda externa y sus vencimientos, así como acumulación óptima de reservas. Fundamentalmente se requiere coordinación en las políticas y madurez institucional (Proite s.f).

El autor explica la importancia de estos balances en el marco de la identificación de riesgos y develar desequilibrios financieros que podrían desplegarse en una serie de eventos que afectan la posición fiscal soberana y el mercado de bonos de deuda pública. Debido a la naturaleza aleatoria de los choques, es difícil asociar a una distribución probabilística los posibles algunos eventos contingentes que representen riesgos a la posición patrimonial del país. (Proite s.f). Por lo tanto, este enfoque no contempla ciertas transacciones que potencialmente representan vulnerabilidades, por ser elementos *off-balance*.

En el estudio publicado por el Fondo Monetario Internacional: *Sovereign Asset-Liability Management—Guidance for resource-rich economies (2014)* se establece que el enfoque de balance general (BSA) proporciona importantes observaciones sobre los desequilibrios en la estructura de los soberanos. Además, potencialmente el BSA, anticipa aumentos peligrosos en la exposición a riesgos, por ende, puede ser visto como un marco integral para detección de vulnerabilidades que pueden surgir como resultado de: (i) interacciones entre diferentes tipos de deuda y estructuras (relacionadas con el vencimiento) y los activos relevantes para el servicio de estas deudas, (ii) vínculos y transmisión de riesgo entre los balances del sector.

Proite (sf) sostiene que no existe un consenso sobre cómo construir un balance general soberano. Se debate la inclusión de activos y pasivos financieros exclusivamente, en lugar de otros, no financieros, como propiedad sobre infraestructura y algunos intangibles como el valor presente de recursos naturales no explorados.

Además, el autor señala, entre otros aspectos que podrían estar vinculados con la importancia de los balances, el marco del estudio de todos los activos y pasivos del gobierno. Esto proporcionaría una visión en cuanto a la posición financiera y sostenibilidad más completa que sólo observando los ratios deuda / PIB. Los soberanos, además, poseen obligaciones distintas de la deuda tradicionalmente declarada, esto orienta a los inversores a analizar mejor la situación fiscal, evitando que el deudor soporte costos innecesarios.

Por estas razones, un balance proporciona un punto de partida al soberano para gestionar mejor sus activos y pasivos, con el fin de crear las etapas iniciales hacia una comprensión de la gestión de activos y pasivos (ALM). Por ejemplo, (citando a Hausmann y Panizza, 2003) el balance suministra ideas en torno a la incapacidad de endeudarse a largo plazo y en moneda local señalando las diferencias importantes entre las estructuras de deuda de los países desarrollados y algunas economías emergentes.

Muchos países, menciona Wheeler (2003), sólo han recién comenzado a construir un mercado de renta fija gubernamental, y otros no lo han hecho aún. En estos casos, la emisión de deuda se enfrenta a la decisión de necesariamente emitir deuda denominada en moneda extranjera, con vencimientos más largos. De esta manera, el nivel de desarrollo de los mercados internos de capitales son un factor directo de influencia sobre el riesgo dentro del balance.

Un Gobierno tendrá riesgos dentro de su balance cuando las características financieras de su deuda varíen significativamente de la naturaleza de los

recursos disponibles para servirla. El objetivo debe estar en evaluar cómo los flujos de caja asociados con los activos y desembolsos sirven de guía a las decisiones en el tipo de deuda que debe ser emitida para financiar los bienes y servicios que provee el Gobierno (Wheeler, 2004).

En este contexto, el autor afirma que, la deuda debe corresponder al equivalente de los ingresos diferidos, pues si los ingresos del Gobierno se denominan en divisas (por ejemplo, al provenir los ingresos gubernamentales mayoritariamente de la exportación de materias primas), el Gobierno debería emitir su deuda externa en la misma moneda que la denominación de sus ingresos.

La naturaleza de los activos y obligaciones que maneja el Gobierno debe ser una guía para administrar el riesgo en el balance general. Es decir, considerando los flujos de caja generados por los activos del Gobierno y examinando su sensibilidad a factores como cambios en las tasas de interés reales, movimientos del tipo de cambio y modificaciones en los términos de intercambio (Wheeler 2003).

El ejercicio está en evaluar los efectos sobre los flujos mientras cambian las tasas de interés y las tasas cambiarias. Por ello, explica Wheeler (2003), es recomendable comenzar con el activo más grande en el balance, como los ingresos petroleros y los ingresos por recaudación de impuesto.

La metodología BSA, por lo tanto, es cada vez más relevante para análisis de vulnerabilidades que pueden surgir como resultado de un perfil de deuda deficiente (composición), estructura (con vencimiento) y los activos relevantes para el servicio de estas deudas, además de correlaciones entre los balances sectoriales, (citando a Rosenberg et al, 2005), se presenta la metodología ALM, la cual se debe centrar en la búsqueda continua de restricciones que podrían surgir de diferentes partes de la economía.

## **Pasivos contingentes**

Los autores Currie y Velandia (2004) enfatizaron en la relevancia del papel desestabilizador de las contingencias dentro de las finanzas gubernamentales, pues los pasivos contingentes pueden disfrazar la verdadera capacidad financiera del sector público al exponer al gobierno a pérdidas inesperadas.

En ese sentido, la diferenciación entre pasivos contingentes y otros elementos del Balance General está basada en los principios contables tradicionales. Estos pasivos entran en el balance sólo en el momento en que efectivamente representen una realización de salida de fondos en un momento determinado.

Sin embargo, el objetivo es analizar el riesgo soberano, es decir, una situación en la cual hay choques externos. Esto, de manera que se pueda mantener los niveles esperados de servicios públicos sin a aumentar los impuestos; o peor, una vez agotada su capacidad de aumentar impuestos, la incapacidad de servir sus obligaciones financieras.

Por otra parte, es importante considerar pérdidas por contingencias, y esto implica determinar el valor presente de las pérdidas que el soberano podría asumir en el evento de su materialización. Las Técnicas actuariales, así como modelos econométricos y financieros evalúan las contingencias en base a un valor esperado de estos costos implícitos o explícitos.

La Teoría de opciones es un método de valoración que proporciona el valor esperado de las pérdidas, según Currie y Velandia, así como la varianza de la distribución de estas pérdidas. Estos factores hacen de la técnica más apropiada para la consideración del riesgo soberano, a diferencia de los otros métodos basados únicamente en la media esperada.

De no haber suficiente información de mercado para derivar un precio a las opciones, los autores explican, se emplean simulaciones de las variables

financieras que influyen en la materialización de pasivos contingentes. Con la ayuda de estadísticas oficiales sobre ellas o simulaciones bayesianas, donde se presentan de manera binaria las probabilidades: ocurre el evento o no ocurre.

## **Glosario de Términos Básicos**

**Activo no financiero:** el Sistema de Cuentas Nacionales (2008) define activos no financieros como todos los activos económicos excepto aquellos financieros, que son depósitos de valor y proveen beneficios a través de su uso en la producción de bienes y servicios, o en la forma de ingresos de propiedad. Se dividen en producidos y no producidos.

Según la terminología del SNA (2008), los activos producidos incluyen (i) activos fijos, como edificios y estructuras (viviendas propiedad del Gobierno, vialidad y otras formas de infraestructura), maquinarias y equipos, software, inversión y desarrollo, inventarios y otros valores (obras de arte, metales preciosos, entre otros). La OECD clasifica activos no producidos en aquellos tangibles (tierras y activos en el subsuelo) y no tangibles (Alquileres y concesiones).

**Balance General Soberano:** sirve a los objetivos de detectar vulnerabilidades e implementar políticas para su tratamiento, dadas las condiciones políticas y económicas particulares de un país. De igual manera, es útil para minimizar riesgos financieros en la estructura económica y puede ser utilizado para evaluar la sostenibilidad del sector financiero, la composición de la deuda externa y sus vencimientos, así como acumulación óptima de reservas. Fundamentalmente se requiere coordinación en las políticas y madurez institucional.

**Deuda externa:** es la variable financiera que mide las obligaciones de pago tanto del sector público como del sector privado de un determinado país frente

al exterior toda vez deducidos los derechos de cobro asimismo poseídos frente al resto del mundo.

**Gestión de riesgo:** según el FMI (2014), se fundamenta en los mismos principios que el sistema de Gobierno, lo cual implica un marco caracterizado por mandatos, delegados, funciones y responsabilidades definidas. Así como rendición de cuentas, transparencia profesionalismo. Debe abarcar todos los aspectos materiales de los riesgos de crédito, de mercado y de liquidez.

**Pasivos:** es el conjunto de las obligaciones y deudas que indican la procedencia del financiamiento del activo. Se clasifica según su mayor o menor urgencia, es decir, su exigibilidad y se agrupan en Pasivo a corto plazo (c/p) y Pasivo a largo plazo (l/p).

**Pasivos contingentes:** son obligaciones que se materializan con la ocurrencia de un evento particular. Pueden ser explícitos, si el soberano establece su responsabilidad de cubrir al beneficiario de manera contractual; o implícita, cuando se espera del gobierno su intervención debido a una obligación 'moral'. En la mayoría de los casos hay un alto costo de oportunidad en no intervenir.

**Riqueza externa:** Feenstra y Taylor (2012) la definen como la identidad que describe el patrimonio externo de la nación, es decir, los activos externos del país, menos el total de sus pasivos con el resto del mundo (activos del país mantenidos por el resto del mundo).

**SALM:** según Koc (2014) a partir de los años 90, Sovereign Asset and Liability Management (SALM) ha sido adoptada por los gestores de la deuda pública en particular. Ha demostrado ser una herramienta para capturar y gestionar los riesgos presupuestarios a largo plazo y los riesgos holísticos. Sin embargo, tiene importantes desafíos prácticos y de gobernanza relacionados con el marco SALM, como la consolidación de un saldo soberano, la centralización de

la gestión de riesgos, así como los problemas de capacidad institucional que complican la adopción generalizada de SALM.

## CAPITULO III: MARCO METODOLÓGICO

Ramírez (2012) explica que, en el Marco Metodológico de la investigación se exponen los procedimientos que contribuirán al logro de los objetivos del estudio.

### Tipo de investigación

La presente investigación es de tipo Documental. El estudio se realiza con la finalidad de ampliar y enriquecer el cuerpo de conocimientos referentes a conocer la temática de los activos y pasivos en la actualidad, aproximándose a una medida de solvencia para Venezuela. Un Balance General Externo se construirá para ello, en el período 2016. Esto develará la utilidad de emplear la metodología Asset Liability Management, así como las posibilidades de uso de los recursos financieros y no financieros.

De acuerdo a la propuesta de Caballero (2008), se seleccionó la terminología, los conceptos y el análisis teórico de las informaciones en cuanto a Balance General, Balance General Externo, activos financieros externos, activos no financieros, pasivos, riqueza externa, contingencias, solvencia, y Sovereign Asset Liability Management.

Hernández Sampieri, Fernández Collado y Baptista Lucio (2006), explican que, la **Investigación Documental** con carácter descriptivo requiere de un conocimiento específico del área que se investiga. En este caso, la posición financiera internacional venezolana para el periodo 2016, así como los aspectos que constituyen el Balance General Externo y la metodología SALM.

A su vez, se puede identificar el presente Trabajo de Grado como investigación Documental, pues, aducen Palella y Martins (2006), esta investigación tiene la particularidad de utilizar como fuente primaria documentos escritos en sus diferentes formas.

## **Nivel de la investigación**

Para el autor Arias (2012), se entiende el nivel de investigación al grado de profundidad con el cual se aborda un objeto o fenómeno. El presente Trabajo posee un ***Nivel Descriptivo***, que tiene como finalidad promover un mayor conocimiento sobre el enfoque de la administración de activos y pasivos soberanos para el análisis financiero del Balance General Externo venezolano.

## **Diseño de la investigación**

De acuerdo con Arias (2012), el diseño de investigación es la estrategia que adopta el investigador para responder a la problemática expresada. En el caso de este estudio alude a un diseño sustentado en el modelo cuantitativo, una investigación documental de tipo descriptiva que tomará en cuenta datos suministrados por: el Banco Central de Venezuela (2016-2017), PDVSA (2016), CIADI(2016), así como otras memorias y cuentas de los Ministerio de Poder Popular de Economía y Finanzas, ministerio Industrias Básicas, Alimentos, Petróleo y Minas, entre otras instituciones nacionales e internacionales.

La primera etapa de la investigación consistió en la revisión documental de textos, documentos electrónicos, Tesis de Grado, artículos para revistas y otros documentos a los fines de formular la problemática de la investigación. Bajo esta misma premisa, se plantean las interrogantes, objetivos, justificación e importancia desde distintas perspectivas inherentes al ámbito teórico, financiero e institucional en Venezuela. Luego, en una segunda etapa se planteó el Marco Teórico, integrado por aspectos tales como: los antecedentes nacionales e internacionales, los fundamentos teóricos, epistemológicos y operacionales de la investigación.

Durante la tercera Fase, se planteó el Marco Metodológico. Con la finalidad de describir el tipo y el modelo de estudio, el contexto clave de investigación, así como el diseño, el nivel y las correspondientes técnicas para la recolección de los datos. Ello tomando en cuenta las técnicas y la validez de la información.

La siguiente fase incluye el estudio de los datos a través de un proceso de triangulación (análisis) de distintas fuentes. Se analiza la información esencial suministrada a través de Notas Auditadas BCV (2016), estados financieros auditados de PDVSA, Ministerio de Poder Popular de Economía y Finanzas y otras instituciones financieras nacionales e internacionales; a los fines de indagar lo correspondiente a las reservas internacionales para la construcción activos con valor en moneda extranjera del balance externo. Esto, teniendo presente que el Balance General Externo tiene como finalidad demostrar la posición de riqueza externa del país, como una medida patrimonial para el sector internacional.

Dentro del Balance general externo se reflejan las cuentas que intervienen en la formación de este indicador, además se examinan las posiciones de activos y pasivos externos de la nación. De esta manera, se puede tener una aproximación a una medida de solvencia, además de fortalecer la capacidad de asumir choques externos dados su naturaleza imprevisible.

Asimismo, se analizarán los activos diversos para el segundo semestre del 2016, tomando en cuenta las notas auditadas del BCV, así como lo correspondiente al saldo de la deuda externa para la construcción de las cuentas de pasivos financieros externos, sus características y el cronograma de pagos.

Se estudió el desglose de pasivos de PDVSA (2016) a los fines de consultar la deuda en bonos, pagarés y préstamos que conforman los pasivos de la empresa (parte de los pasivos del Balance Externo), así como otros activos financieros en el exterior: CITGO, PDVSA International, el efectivo disponible en PDVSA y otras deudas para la reconstrucción de saldos. Posteriormente, se explicará lo referente a las conclusiones y recomendaciones de la investigación.

## Componentes del Balance General Externo

### ▪ *Activos:*

El principal activo financiero de un Gobierno usualmente es el flujo de ingresos que espera recibir de su recaudación de impuestos a través de los años; en algunos países pueden ser los ingresos que anticipan recibir de la extracción de materias primas hasta su agotamiento (Wheeler, 2004). En el caso del Balance Externo, se contabilizarán las exportaciones que generan divisas para el Estado.

Otros activos importantes incluyen la cartera de créditos (derivado de préstamos directos a gobiernos estatales, a empresas públicas o privadas, etc.), reservas internacionales, dinero en efectivo dentro del Banco Central e inversiones en infraestructura en vías de transporte, generación de energía y su distribución, educación y salud, otros activos relacionados a defensa y seguridad. Entre los activos se encuentran:

- Reservas internacionales: tenencias en divisas, derechos especiales de giro (DEG), oro monetario, posición crediticia neta en el FMI y otras inversiones en divisa. Este componente del Balance se utiliza generalmente para controlar desequilibrios en balanza de pagos. Los datos están disponibles en la página web del Banco Central de Venezuela y son publicados diariamente.

- Inversiones en divisas y otros activos denominados en divisas: no califican según estándares internacionales como activos de reserva. Estos datos están disponibles en la página web del Banco Central de Venezuela y son publicados semestralmente en las notas de los Estados financieros auditados del BCV.

- Activos no financieros externos: propiedad del Estado fuera del país (participación accionaria en CITGO, entre otros), buques petroleros, participaciones en empresas mixtas. Estos datos se contabilizan en los Estados financieros de PDVSA, publicados en su página web oficial. También incluye el

patrimonio o capital social de algunas empresas dentro del país propiedad Estado.

- Infraestructura doméstica: derechos sobre concesiones para puertos, aeropuertos y autopistas, efectivamente constituyen un activo para el Estado, atrayendo inversión extranjera e ingresos en divisas.

Su valor será estimado a partir de referencias históricas entre gobierno y privados en Venezuela en el pasado, así como otras referencias entre transacciones comparables de otros países (empresas similares, con capacidad o características similares).

- El gobierno también tienen participación accionaria en empresas del Estado, así como acciones en instituciones financieras internacionales y empresas mixtas con inversionistas privados.

- El valor presente neto del saldo en cuenta corriente está compuesto por el diferencial de exportaciones e importaciones. Se proyectará en valor presente las exportaciones petroleras y mineras esperadas de los próximos 22 años junto al valor presente las importaciones de bienes y servicios esperadas, ajustadas a la tasa de crecimiento de la población proyectado por el INE.

- *Pasivos*

Se trata de desembolsos de efectivo que se espera realizar en proveer bienes y servicios (incluyendo transferencias) a través del tiempo, conjuntamente al saldo de deuda y garantías. Entre los pasivos en el balance externo, se encuentran:

- Valor presente del servicio de deuda externa, comprende el valor presente de los pagos por concepto de obligaciones externas denominadas en divisas, es decir, pagos en cupones y de capital en los bonos corporativos de PDVSA y soberanos. Esta información es publicada por el Ministerio del Poder Popular

de Economía, Finanzas y Banca Pública, en el caso de Venezuela.

- Contingencias legales, que contemplan los arbitrajes y otros procedimientos que enfrenta el país en instituciones internacionales con inversionistas extranjeros. Se llaman contingencias debido a que pueden materializarse en forma de pasivos, o no. La información de los distintos procedimientos se encuentra disponible en la página web de CIADI.

- Otras contingencias involucran eventos que se pueden suscitar de manera inesperada y que representan potenciales pasivos para la nación, como lo son caídas de los precios de las exportaciones o potenciales desastres naturales.

- Solvencia.

De acuerdo con el autor Wheeler (2004), un país tiene un problema de insolvencia cuando la economía es incapaz de servir su deuda con sus propios recursos. De esta forma, la suma descontada de la balanza de pago es considerada menor que su deuda *outstanding*. En consecuencia, un problema de solvencia indica que la balanza de pagos es insostenible en el horizonte temporal del mediano a largo plazo.

Los indicadores convencionales sirven para identificar riesgos relacionados al nivel de deuda. Por ejemplo, un indicador alto significa una mayor magnitud de la carga de servicio de deuda, la cual dependerá de la diferencia entre la tasa de interés y la tasa de crecimiento de las exportaciones, PIB o los ingresos, según señala el autor.

Es relevante para la investigación considerar la riqueza externa, una identidad que describe el patrimonio externo de un país, de acuerdo con Feenstra y Taylor (2012). Es decir, los activos externos del país, menos el total de sus pasivos con el resto del mundo (activos del país mantenidos por el resto del mundo). Por ello, es posible emplear la identidad de cambios en riqueza externa en valor presente, con el objetivo de conocer si se encuentra en una

posición neta deudora (insolvencia) según lo proyectado por el balance general externo.

Figura 2.

$$-(1 + r^*)W_{-1} = BC_0 + \frac{BC_1}{(1 + r^*)}$$

Menos el valor presente de la riqueza externa del período anterior debe igualar al valor presente de todas las balanzas comerciales presentes y pasadas. Por definición el valor presente de X es en el período N es el monto que debería ser apartado hoy para que, con intereses acumulados, X monto esté disponible en N períodos. Si la tasa de interés es  $r^*$  fijada internacionalmente, entonces el valor presente de X es  $X/(1+r^*)^N$

Si la riqueza externa en 2016 ( $W_{-1}$ ) es igual al valor presente de las balanzas comerciales presentes y futuras hasta el 2038 <sup>2</sup>( $BC_0 + \dots + BC_{22}$ ), se considerará una riqueza externa positiva (o nula), por lo tanto una posición patrimonial positiva que denota solvencia. De esta forma, es necesario concretar los flujos financieros entre exportaciones, importaciones y pago de intereses para generar la medida de sostenibilidad de las cuentas externas.

#### ▪ **Proyección del Balance General.**

Para los autores Block y Hirt(2008), la tarea una vez obtenidos los flujos financieros y de bienes, será preservar la posición patrimonial. Variables como la deuda a largo plazo, representan una restricción sobre el resto de las cuentas, debido a que son desembolsos cuyos flujos de salida representan una restricción que obligatoriamente son una meta de cumplimiento para obtener el balance general el año 2038, el año final de las proyecciones.

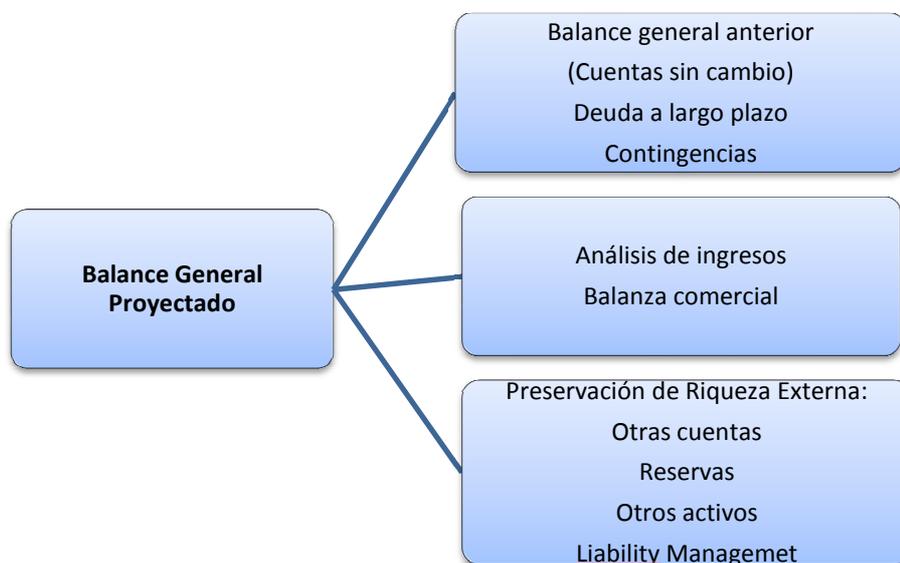
---

<sup>2</sup> Se trabajará con proyecciones al 2038, año del último vencimiento de la deuda en bonos de la República.

En segundo lugar, se debe proyectar la variable importaciones para generar el cálculo de balanzas comerciales sostenible, sujeto a un nivel mínimo de importaciones per-cápita similar al de otras economías de la región.

Por último, se determina el valor de otras variables como reservas internacionales, activos diversos (ambas cuentas dentro de los estados financieros del Banco Central) y demás cuentas del activo que mantendrán la riqueza externa solvente y se discutirá el manejo de ellas, debido a que cualquier cambio en la riqueza externa representa un endeudamiento o monetización de activos. Con ello, se obtendrán las conclusiones respecto a la posibilidad de hacer manejo de pasivos y otras maniobras financieras para generar flujos de caja positivo

Figura 4. **Balance General Proyectado**



Fuente: Block y Hirt(2008).

▪ Contingencias:

Las Contingencias se abordarán en la forma de cambios de los supuestos y pérdidas de riqueza externa por devaluación de activos, disminución de flujos de entrada o salida por exportaciones de activos.

En el caso de eventos políticos, como el paro del sector petrolero para Venezuela en 2002, también se tiene una referencia del impacto de este evento sobre los ingresos y otras variables macroeconómicas medibles como importaciones per cápita de referencia a la caída comparativa del consumo. De este modo, se expone cómo la volatilidad en precios del petróleo y la producción formarán parte de la proyección de escenarios, con precios por debajo o por encima del escenario base y se indicarán las maneras de generar *hedging* dentro del balance.

### Conceptualización de variables

Cuadro 3. Conceptualización de las variables de la investigación		
<b>Objetivo General:</b> valorar el enfoque de la administración de activos y pasivos soberanos para el análisis financiero del Balance General externo venezolano.		
Objetivo específico	Variable nominal	Definición Conceptual
Construir una aproximación del Balance externo venezolano para el período 2016-2017.	Aproximación del Balance externo venezolano para el período 2016-2017	<p>La importancia del análisis financiero del Balance General Externo radica en que Venezuela, en su condición de país rico en recursos naturales, requiere de una administración financiera planificada. Dada su alta dependencia de exportaciones de materias primas para los ingresos gubernamentales, resulta necesario mitigar el impacto sobre ellos, proveniente de la volatilidad de los precios de materias primas en mercados internacionales (Maziad y Skancke 2014, Hernandez y Monaldi 2015).</p> <p>La ampliación del balance soberano dependerá del costo de endeudamiento, el rendimiento de la acumulación de activos financieros adicionales, la capacidad institucional para mantener la riqueza financiera y principios de gestión de la deuda consolidada. Se discutió la naturaleza de los pasivos.</p> <p>El Balance General Externo tendrá como fin demostrar la posición de riqueza externa del país, una medida patrimonial externa. En él se reflejan las</p>

		<p>cuentas que intervienen en la formación de este indicador y se examinan las posiciones de activos y pasivos externos de la nación. De esta manera, se puede aproximar a una medida de solvencia, además de fortalecer la capacidad de asumir choques externos. La construcción de un balance externo para Venezuela proporcionaría una visión integral de la posición financiera del Estado y es una primera etapa para la adopción del modelo SALM (Proite s.f.).</p>
<p>Determinar la utilidad de la metodología <i>Sovereign Asset Liability Management</i> para el análisis de la posición financiera venezolana</p>	<p>Utilidad de la metodología Asset Liability Management para analizar la posición financiera venezolana</p>	<p>La metodología <b>Asset Liability Management (ALM)</b> se puede concebir como una infraestructura de gestión de activos y pasivos , empleada para identificar las oportunidades de beneficios y concentraciones de vulnerabilidades en la hoja de balance. Este enfoque suministra una visión integrada del riesgo de mercado y liquidez, entre otros factores de riesgo y clases de activos. Si la finalidad es reducir la incertidumbre financiera al proporcionar estrategias de cobertura.</p> <p>El planteamiento de esta metodología se basa en suscitar el análisis financiero, a partir de indicadores que expresen la liquidez, solvencia, eficiencia operativa, patrones de endeudamiento, rendimiento y otras posibilidades de rentabilidad para la economía nacional. Se especificó teóricamente en la investigación inducir una serie de posibilidades de dirección, estilos de gestión, infraestructura y nuevas tendencias para mantener relaciones favorables con los mercados financieros externos.</p>
<p>Analizar las</p>	<p>Posibilidades</p>	<p>En el estudio de Bova <i>et al</i> (2013) se registran 35 países dentro de la OECD</p>

<p>posibilidades en el uso de recursos financieros y no financieros en el balance externo para el análisis de solvencia en Venezuela.</p>	<p>en el uso de recursos financieros y no financieros en el balance externo para analizar la solvencia en Venezuela</p>	<p>que reportan algún tipo de activo no financiero. En menos de la mitad de estos se encuentran activos no producidos (como recursos minerales y tierras), que pueden representar importantes fuentes de riqueza para países: en Australia aportan 69% del PIB, 48% del PIB en Costa Rica.</p> <p>Mayor información y transparencia en el registro y reporte de activos no financieros conduciría a un Assset Management más efectivo, según los autores, además de proporcionar un acercamiento a una posición patrimonial soberana más realista. El valor de los activos no financieros, generalmente excede el valor de los activos financieros en los países que los reportan. Sin embargo, no garantiza que estos activos puedan ser liquidados para servir la deuda bruta gubernamental; ni que los ingresos derivados puedan cubrirla. Hoy día, los métodos para contabilizar estos activos varían considerablemente entre países e instituciones que los reportan.</p>
<p><b>Fuente: Elaboración propia</b></p>		

## CAPITULO IV: EL BALANCE GENERAL EXTERNO

### Activos futuros y Balanza de pagos.

El mayor activo en el balance venezolano, y un componente clave dentro del equilibrio de la balanza de pagos futura, es el valor de las exportaciones futuras de petróleo. Dada la relación teórica del consumo intertemporal y la restricción presupuestaria a largo plazo, de estas exportaciones dependerá la capacidad de endeudamiento y consumo futuro del país.

En la propia formulación de este elemento del balance, los precios futuros del petróleo en mercados internacionales son de gran importancia. Sin embargo, la predicción de esta variable se encuentra más allá de las limitaciones de esta investigación. Por ello, se manejarán escenarios “conservadores” de precio y producción, basados en la situación actual de la industria petrolera venezolana.

Para la contabilización de los flujos de caja futuros dentro del balance, se convirtieron a valor presente descontados al 12%<sup>3</sup>, el valor las exportaciones petroleras venezolanas de los próximos 22 años. Con un precio “conservador” de \$45 por barril, y la exportación promedio de crudo y refinados promedio de los últimos 18 años: 2,5 millones de barriles diarios. El resultado de ello, es un monto anual de exportaciones por \$40.500 millones de dólares anuales, desde 2017 al 2038.

La suma de los valores presentes de todas las exportaciones petroleras de los próximos 22 años ascendería a los \$350.108 millones. Este monto será comparado con los desembolsos futuros por importaciones y servicio de deuda, como dicta la restricción presupuestaria de largo plazo.

---

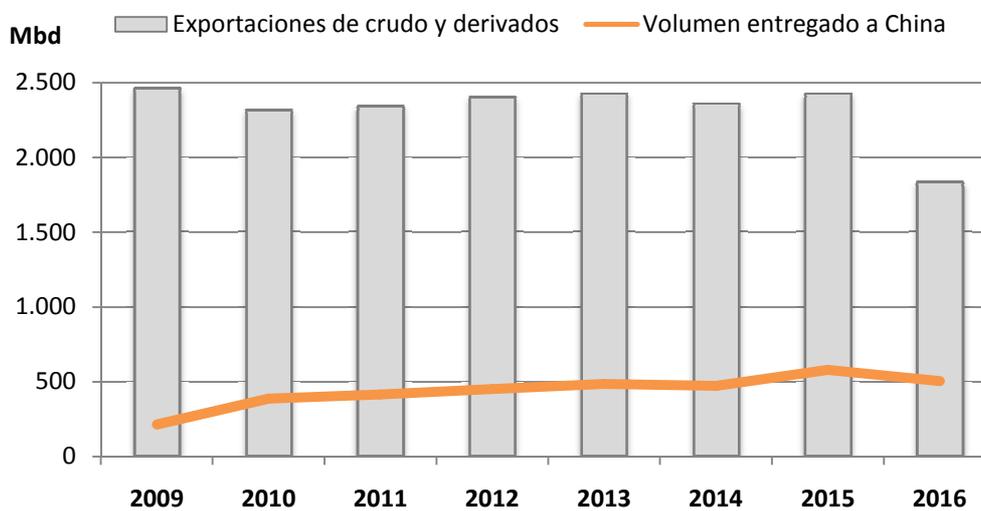
<sup>3</sup> Tasa de descuento estándar para proyectos petroleros.

Tabla 4: *Valor presente de exportaciones petroleras.*

<b>Año</b>	<b>V.P. (MM\$)</b>
2016	40.500
2017	36.160,71
2018	32.286,35
2019	28.827,10
2020	25.738,48
2021	22.980,79
2022	20.518,56
2023	18.320,14
2024	16.357,27
2025	14.604,71
2026	13.039,92
2027	11.642,78
2028	10.395,34
2029	9.281,55
2030	8.287,10
2031	7.399,20
2032	6.606,43
2033	5.898,60
2034	5.266,60
2035	4.702,32
2036	4.198,50
2037	3.748,66
2038	3.347,02
<b>Total</b>	
<b>V.P.Ex</b>	<b>350.108,15</b>

Las exportaciones de crudo y derivados son realizadas por la estatal Petróleos de Venezuela (PDVSA). La empresa contribuye al Presupuesto Nacional a través de regalías, impuestos, dividendos, así como los aportes al desarrollo social y FONDEN. Los convenios bilaterales con China y Rusia también han comprometido parte de las exportaciones hechas a estos países, en las modalidades *oil for loans*. Estas exportaciones por lo tanto, se destinan a la amortización de deuda directamente, y no generan efectivo a su entrega. En promedio, \$500 mil barriles diarios son importados a China, una fracción de estas entregas son destinadas a la amortización de deuda adquirida con el fondo chino. Además de 123MBD, que en 2016, se destinan a otros convenios energéticos con países de Latinoamérica y el Caribe. Entre 2014 y 2017, PDVSA, según sus Estados Financieros ha asumido una deuda de \$6.000 millones con la estatal Rusa Rosneft.

Gráfica 2: *Exportaciones petroleras netas y entregas a China.*



Fuente: PDVSA, Informe de Gestión 2016.

## **Importaciones y pago de deuda.**

Las importaciones y pagos de deuda representan los compromisos de mayor peso en el balance externo, al ser la contraparte de las exportaciones en la restricción presupuestaria de largo plazo. Los superávits futuros deben contrarrestar los déficits de balanza de pagos y a su vez, cumplir con un sistemático cronograma de pagos de la deuda externa.

Dado que la principal fuente de divisas en el país proviene de la actividad petrolera y sus exportaciones, el gobierno, a través de un complejo sistema de asignación de divisas, maneja gran parte de las importaciones (y sus pagos correspondientes) de bienes y servicios. Asimismo, maneja las importaciones de crudo liviano, gasolina y otros compuestos necesarios para mejorar el producto nacional y suplir el consumo doméstico de estos derivados.

Desde su pico en 2012, las importaciones han caído más de 79% hasta el final de 2016, según las estadísticas publicadas por el BCV. En el 2016, las importaciones per cápita fueron de \$576, situándose en un nivel similar al año del paro petrolero, cuando en 2003, estas fueron \$546.

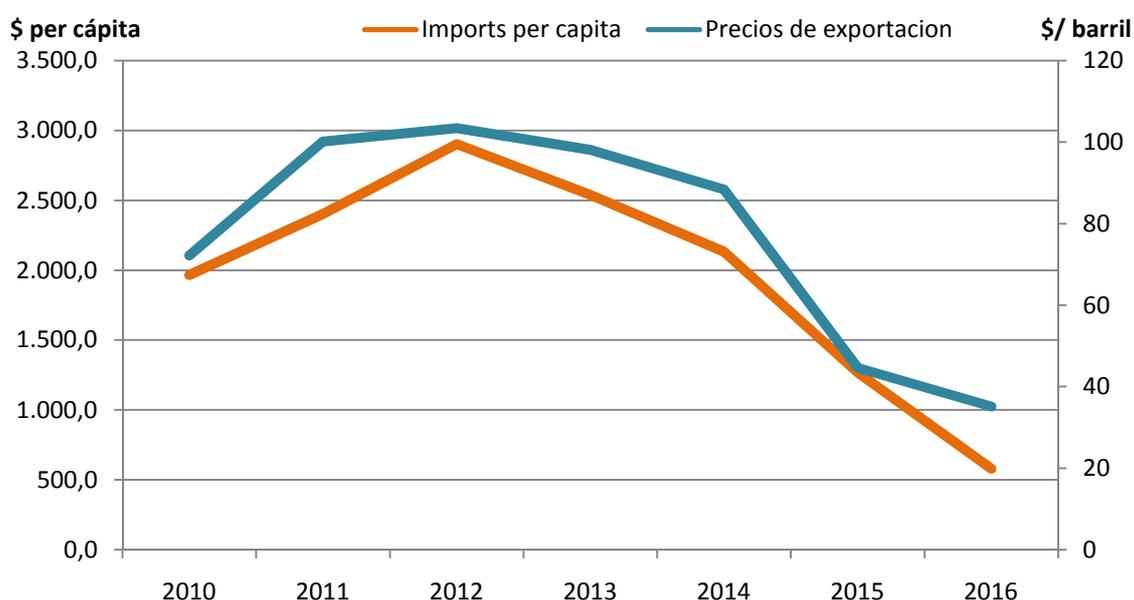
La razón detrás de esta abrupta caída en las importaciones de bienes y servicios, proviene de la disminución de ingresos petroleros. Según datos del Ministerio del Poder Popular de Petróleo y Minería, el precio de la cesta petrolera venezolana cayó casi 65% entre 2012 y 2016. Las importaciones representan un gran gasto para el gobierno y en este periodo se dificultó mantener los niveles de importación de años en los que los precios del barril venezolano rondaban los 100\$. Además de ello, el endeudamiento del país para el año 2014, había alcanzado los \$128 millardos aproximadamente (BCV, MF, PDVSA) y en 2015, los pagos de cupones más capitales, superaban los \$10 mil millones.

La situación del mercado petrolero internacional luego de la gran caída de los precios petroleros del 2014, tampoco parecía favorable. La desaceleración del

crecimiento (y demanda energética subsecuente) de las llamadas economías BRIC (Brasil, Rusia, India, China), el creciente protagonismo del petróleo de esquisto (*shale oil*) en los países norteamericanos, así como la actitud de Arabia Saudita en pro de mantener su producción estable son factores determinantes que parecían no indicar una pronta recuperación de los precios petroleros.

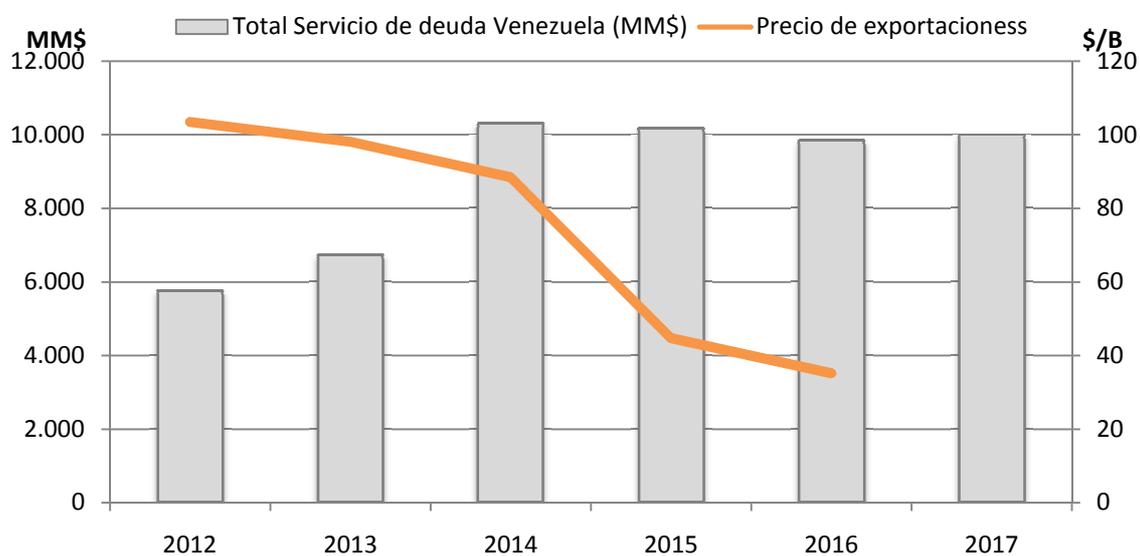
Junto a esta fuerte devaluación de su principal activo y una significativa carga de obligaciones financieras, asumir mayor endeudamiento resultaría en un gran costo adicional. Por ello, el gobierno se ve en la obligación de acudir a fuentes alternativas de liquidez. Las importaciones de bienes y servicios, así como las petroleras, parecen actuar como variable válvula en momentos de escasa liquidez combinada con pagos inminentes.

Gráfica 3: *Importaciones per cápita y precios del barril venezolano.*



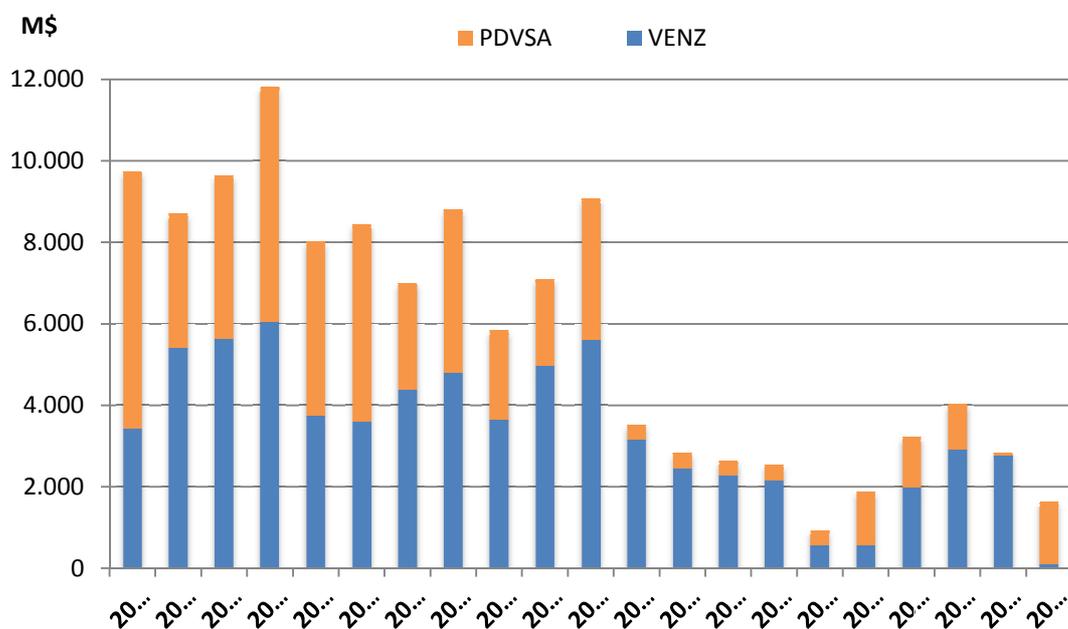
Fuente: PDVSA, BCV. Elaboración propia.

Gráfica 4: Montos anuales de servicio de deuda (cronograma vigente al 2016) y precios de exportaciones petroleras.



Fuente: Bloomberg, PDVSA.

Gráfica 5: Cronograma de pagos de deuda externa.



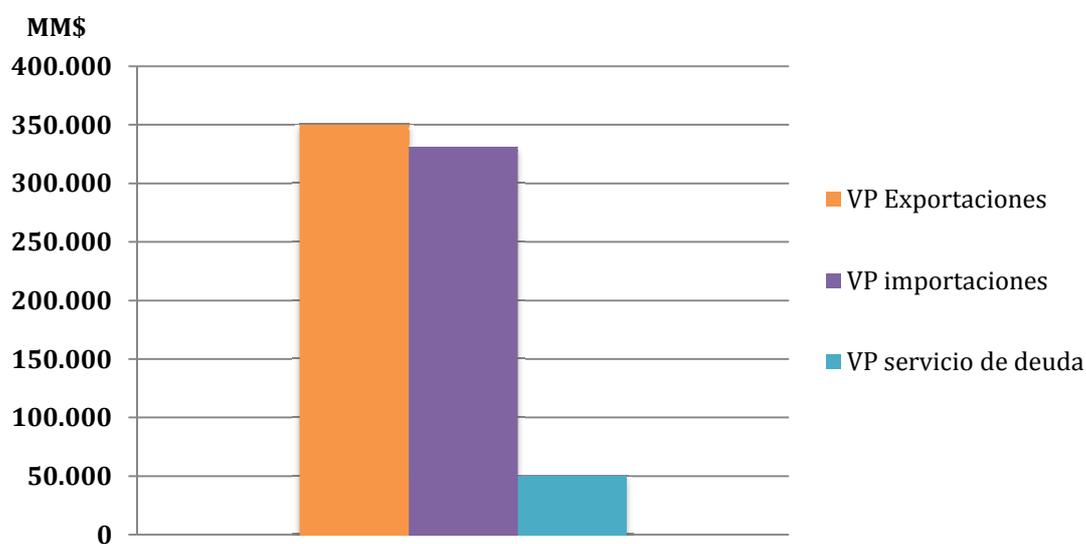
Fuente: Bloomberg.

En los tres años próximos, en 2020, se encuentra el pico de \$11.800 millones, con los vencimientos de ambos bonos de PDVSA y Venezuela. Entre 2018 y 2027, se concentra la mayor carga anual de pagos por concepto de deuda financiera. Luego de este período, se reduce significativamente esta carga anual, hacia un promedio de \$3.000 millones.

De acuerdo a esto, si cada año se generarían \$40.000 millones anuales, en promedio se deben apartar para pagos de deuda \$8.000 millones anualmente para cumplir con las obligaciones de deuda externa.

### Valor presente de la balanza de pagos proyectada

Gráfica 6: Valores presentes de importaciones, exportaciones y pagos anuales de servicio de deuda hasta el 2038.



F  
u

ente: Elaboración propia

Manteniendo el ratio de importaciones de los últimos 17 años, y manteniendo una producción promedio de los últimos 10 años, Venezuela balanza comercial registraría un déficit de \$30.900 millones de dólares. Asumiendo que las demás cuentas en el balance se mantienen constantes.

## **Activos Financieros**

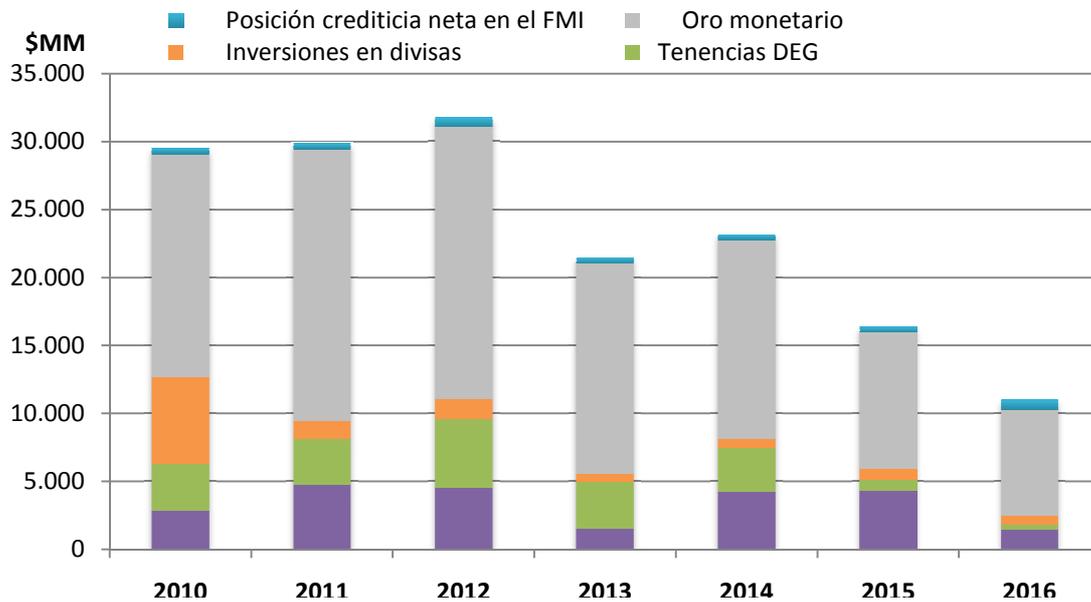
Los activos líquidos mantenidos en la hoja de balance del país, como las reservas internacionales, son percibidas generalmente como una garantía de las continuidades de pagos internacionales, resistencia a los desequilibrios en balanza de pago y la estabilidad de una moneda emitida (a saber, un pasivo) por el país. Esto es, dado que se encuentran a disposición inmediata y bajo control de la autoridad monetaria.

Si la cualidad de los activos financieros se derivan de una garantía contractual con valor, la liquidez de este activo es la característica financiera que denota su convertibilidad oportuna en efectivo para realizar algún desembolso inmediato. Por ello, los activos financieros en el balance externo tienen la particularidad de estar a disposición de las autoridades institucionales de manera inmediata, o bajo una planificación mínima, para convertirse en un medio de pago con valor de mercado reconocido internacionalmente.

### ➤ Reservas Internacionales

El primer activo que se registra en el balance serán las reservas internacionales del país. Estas conforman la parte más líquida de los activos en el balance. Entre los años 2014 y 2016 han disminuido en 53% según las notas publicadas en los estados financieros del Banco Central de Venezuela.

Grafico 7: Reservas Internacionales y Composición

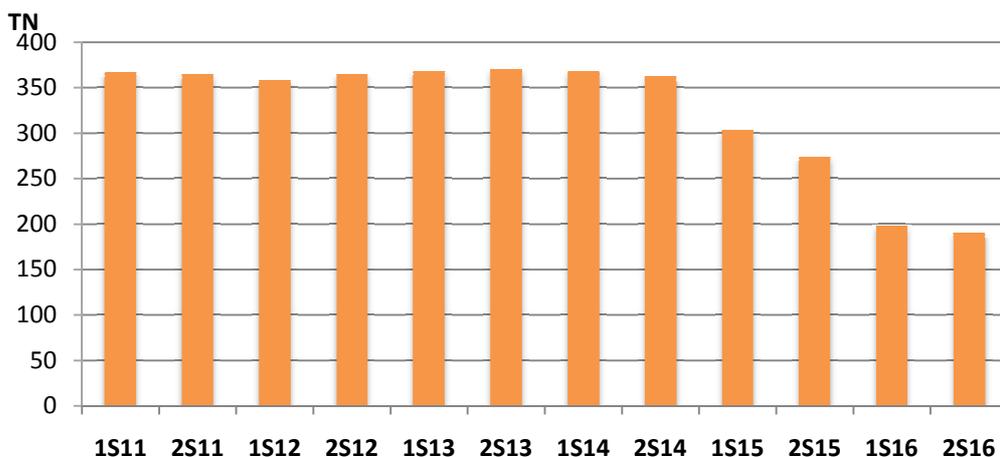


Fuente: BCV.

El oro monetario es la cuenta con mayor volumen, al conformar en promedio 64% de la totalidad de reservas internacionales anualmente desde el 2010. Se trata de un componente versátil para el BCV. Debido a su valor financiero internacional es fácilmente monetizable, gracias a las comunes operaciones conocidas como *swaps*, en el cual el oro se entrega a cambio de una contraparte de divisas en efectivo. De por medio se encuentra el pacto de recomprar el oro intercambiado luego de un plazo establecido.

Según cálculos propios basados en los estados financieros del banco, existían en promedio, entre 2010 y 2014, 366 toneladas de oro monetario en reservas internacionales. Su valor promedio de \$ 17 mil millones respectivamente. Durante el primer semestre de 2015, las cuentas reflejan una salida de aproximadamente 59 toneladas de oro, para colocarse en 303 toneladas en total, con un valor de \$11.715 millones, \$2.905 millones menor que en el semestre anterior.

Gráfico 8: Oro monetario en reservas internacionales



Fuente: BCV

Desde entonces las reservas en oro han mermado hasta alcanzar las 190 toneladas a final de año 2016 (ver gráfico 8) , y ubicarse en \$7.730 millones. Es decir, entre 2014 y 2016 se ha generado un ingreso de \$7.510 millones, sujeto a variaciones de precio de entre 2 y 7% sobre la valoración por onza registrada en el BCV.

Desde entonces las reservas en oro han mermado hasta alcanzar las 190 toneladas a final de año 2016 (ver gráfico 1) , y ubicarse en \$7.730 millones. Es decir, entre 2014 y 2016 se ha generado un ingreso de \$7.510 millones, sujeto a variaciones de precio de entre 2 y 7% sobre la valoración por onza registrada en el BCV.

Las reservas internacionales están sujetas a riesgo cambiario por tratarse de cuentas denominadas en otras monedas extranjeras. Sin embargo con la gran cantidad de reservas mantenidas en oro, existe el riesgo adicional de precio del oro.

Otros componentes de las reservas, como las inversiones en divisa han disminuido en 89%, y las tenencias en Derechos Especiales de Giro (DEG)

disminuyeron en 87% entre 2014-2016, al igual que las Disponibilidades en Divisa, cuya caída en este mismo período fue de 67% según reporta el Banco Central de Venezuela.

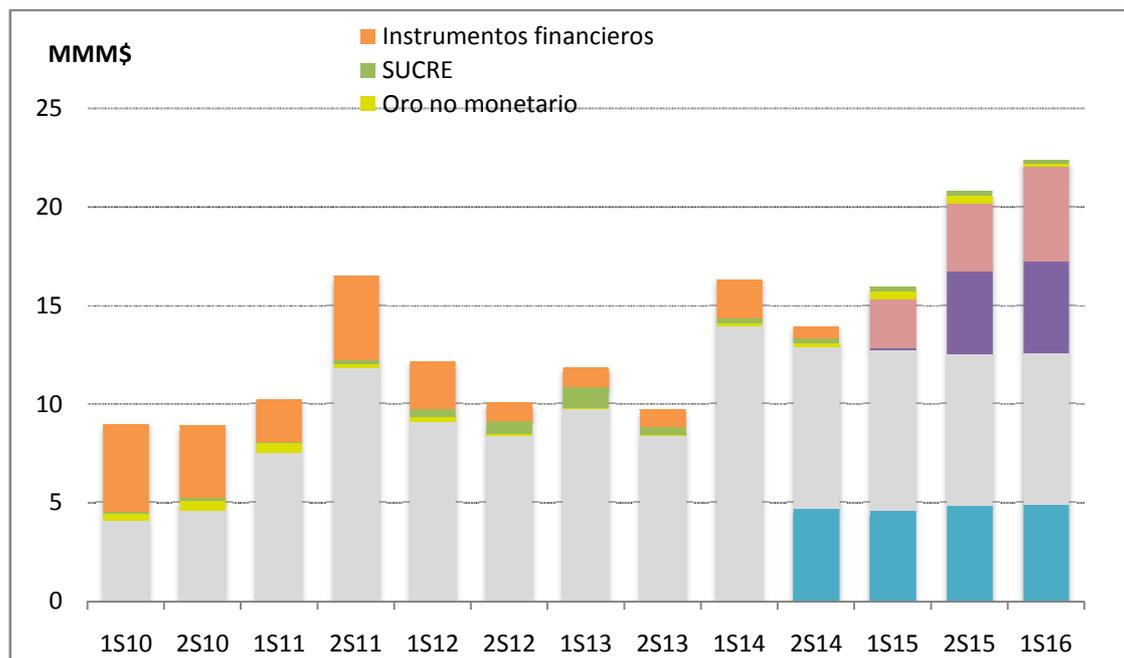
➤ Activos diversos en divisa

El BCV en sus notas de estados financieros describe este componente:

“Conformados básicamente por títulos valores, contabilizados en atención a los criterios de reconocimiento, registro y valoración de los activos en moneda extranjera del Instituto [...] así como por activos en divisas originados por actividades relacionadas con sus funciones principales” Notas de los estados financieros auditados” **Página 3, Notas de los Estados Financieros al 2 semestre del 2016.**

Se trata de activos financieros menos líquidos en el BCV, que no cumplen con los criterios de Reservas Internacionales. Compuestos por oro no monetario, oro monetario pignorado, títulos valores y otras inversiones en divisas. Debido a los criterios de valoración mencionados en las notas del BCV, la liquidez y valor de mercado de estos activos puede variar en cuanto a los registrados por la institución. Al 31/12/2016, el Banco Central contabiliza esta cuenta a \$28.827 millones. El valor de sus componentes, se encuentra expuesto al riesgo de tasa de cambio, que puede variar significativamente en el tiempo.

Gráfica 9: *Activos diversos en divisa.*



Fuente: BCV

➤ Fondos extrapresupuestarios

Durante el declive de los precios petroleros, estos fondos extra presupuestarios han representado una importante fuente de liquidez para financiar los pagos de deuda e importaciones de los últimos años. Durante el periodo 2013-2016, la firma Torino Capital (2017) estima que se han obtenido a partir de estos fondos, \$27,7 mil millones. La empresa sostiene que los mercados internacionales han subestimado la magnitud de los depósitos de efectivo en estos fondos, lo que ha llevado a tener una percepción errada sobre las necesidades de financiamiento del país en estos periodos. Sin embargo, al agotarse los recursos disponibles, se cree que su relevancia en el futuro no será de la misma importancia en las estrategias de financiamiento por venir.

Tabla 5: *Movimientos de los fondos*

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Fondos Chinos</b>	5.164	4.833	10.887	23.413	22.684	22.168	16.761	10.585	3.721
<b>Fonden</b>	6.493	5.031	3.995	5.406	4.259	5.783	1.252	833	334
<b>PDVSA</b>	2.061	3.209	2.766	3.958	3.785	4.199	3.637	2.911	1.201
<b>Total</b>	<b>13.718</b>	<b>13.073</b>	<b>17.648</b>	<b>32.777</b>	<b>30.728</b>	<b>32.150</b>	<b>21.650</b>	<b>14.329</b>	<b>5.256</b>

Fuente: Torino Capital 2017.

- Fondo Chino:

Las relaciones bilaterales con China, se remontan al 2007, al firmar 11 nuevos acuerdos entre la presidencia de Venezuela y el gobierno chino. El más importante de ellos, fue la creación del Fondo Conjunto Chino Venezolano, de \$6 mil millones. En 2009, este monto se duplicó a \$12 millones. Durante 2010, el Banco Chino de Desarrollo aprobó el préstamo de \$20 mil millones adicionales, y sería pagado en 10 años.

- Fonden:

Creado en 2005, como un fondo para gasto social parapresupuestario, alimentado por las reservas internacionales (cuando estas llegan a su “nivel óptimo”) y la industria petrolera. Ha recibido de PDVSA y el BCV aportes por los siguientes montos en los últimos 8 años:

Tabla 6: *Aportes al Fonden por parte de PDVSA y BCV.*

M\$	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Aportes al</b>	13.92	12.899	8.33	18.22	26.02	16.10	14.30	974	659
<b>FONDEN</b>	2		4	8	5	0	4		

Fuente: PDVSA

La diferencia entre estos fondos y las reservas internacionales, radica en que el fondo se encontraría bajo la disposición del ejecutivo nacional. Las reservas internacionales deben, por ley, ser manejadas por el Banco Central bajo estrictos lineamientos de política monetaria, al representar una institución autónoma, con principios y objetivos independientes.

- PDVSA:

Se trata de disponibilidades en divisas mantenidas por la empresa, según sus estados financieros. Empleadas para pagos de deuda.

- Convenios: Petrocaribe y Cuentas por Cobrar de Covenios energéticos

Créditos y cuentas por cobrar provenientes de países miembros de **Petrocaribe**. Obtenido a partir de reportes de entregas de crudo por parte de PDVSA a los miembros en condiciones de financiamiento preferenciales. El valor de estos títulos es calculado a partir de activos similares emitidos por el país en cuestión y compilados por Rodríguez, Francisco (2017).

La titularización de la deuda proveniente del convenio Petrocaribe es un componente de los activos financieros venezolanos. Estos créditos mantienen 1% de interés, vencimientos a 25 años y períodos de gracia de 2 años. Durante el 2015, el BCV reportó que el total del valor de las cuentas por cobrar con estos países era de \$16,9 mil millones de dólares. El especialista Francisco Rodríguez (2017) estima que los acuerdos energéticos de cooperación alcanzan los \$6,8 mil millones, con un valor de mercado de \$3,6 mil millones.

Los países con los montos más altos son: Nicaragua, con \$2,8 mil millones de deuda (\$1,6mil millones estimado como valor de mercado); luego se encuentran Haití, El Salvador y Guyana, sumando otros \$2,3 mil millones, con un valor de mercado de \$1.2 mil millones. La deuda cubana no pudo ser calculada en el estudio, dadas las sanciones impuestas sobre el país por los mercados internacionales.

A continuación, se detalla el comportamiento de las cuentas por cobrar mantenidas en el exterior por concepto de convenios energéticos bilaterales y multilaterales:

<b>Comportamiento de Cuentas por Cobrar Corrientes (\$ MM)</b>				
<b>Región</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>Var (%)</b>
Centro América y el Caribe	3.909	2.113	1.465	-63
Suramérica	767	397	352	-54
Europa	1.575	1.575	1.390	-12
<b>Total</b>	<b>6.251</b>	<b>4.085</b>	<b>3.207</b>	<b>-49</b>

<b>Comportamiento de Cuentas por Cobrar No Corriente (\$ MM)</b>				
<b>Región</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>Var (%)</b>
Venezuela	14.457	11.559	15.144	5
EEUU y Canadá	3.100	2.081	2.661	-14
Centro América y el Caribe	4.348	2.919	1.012	-77
Asia	616	414	1.941	215
Suramérica	299	201	709	137
Europa	1.537	1.032	1.211	-21
<b>Total</b>	<b>24.357</b>	<b>18.206</b>	<b>22.678</b>	<b>-7</b>

Fuente: Centro de Estudios Financieros y Económicos (CEFE) y Estados Financieros de PDVSA 2016.

## **Activos no financieros.**

- Activos no financieros fuera del país.

PDVSA dentro de sus estados financieros reporta su posición en inversión extranjera directa, dada su participación como accionista en refinerías fuera de los Estados Unidos

Según el reporte “Venezuela Red Book” realizado por Francisco Rodríguez en 2017, a pesar de que el Banco Central reportó hasta el 2015 estadísticas sobre la posición de inversión internacional neta (PIIN) del país, posiblemente esta se encuentra sobrevaluada por sus métodos de contabilización de valor en libros. La emisión durante 2016, de deuda garantizada por el 50% de las acciones de CITGO también ha contribuido al agotamiento del valor de estos recursos dentro del balance.

Estos activos se componen por 8 refinerías total o parcialmente propiedad de PDVSA, 26 buques petroleros y otros activos no relacionados con petróleo, incluyendo el más grande, la compañía de fertilizantes Monómeros Colombo Venezolanos S.A. (Rodríguez 2017).

El valor de CITGO estimado por Rodríguez, es de \$4,8 mil millones. CITGO posee 3 refinerías importantes y un complejo de distribución dentro de los Estados Unidos. Su valoración se estimó a partir de la aplicación de un ratio EV/EBITDA de 5,9, a un promedio de 3 años de su EBITDA, luego sustrayendo su deuda financiera.

Sin embargo, el 100% de las acciones de CITGO Holding sirvieron para colateral de \$3,9 millones de dólares emitidos en deuda de PDVSA y un préstamo de Rosneft. Esto disminuyó su valor residual de venta a \$898

millones, según estima Rodríguez (2017). El pago de la primera cuota en octubre 2017 sobre la emisión de PDVSA 2020, aumentaría el valor nuevamente de esta empresa en \$842 millones.

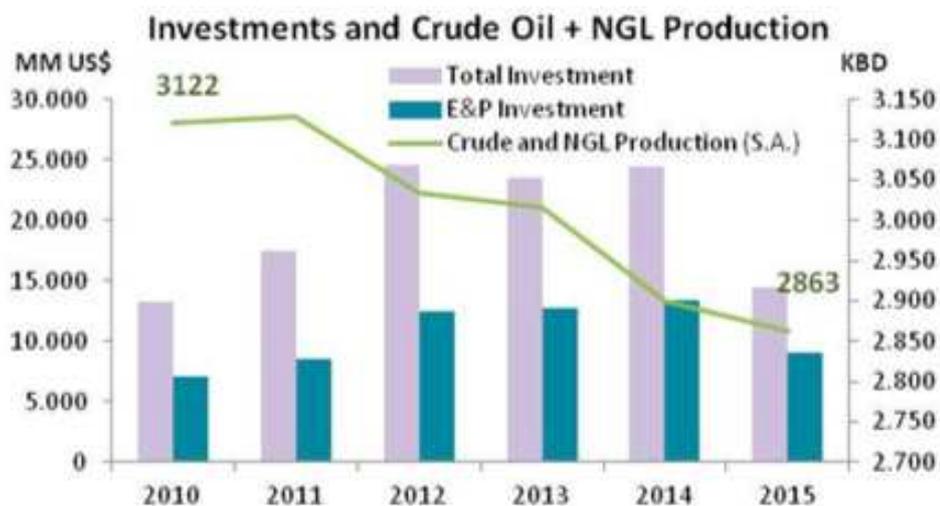
	Activos fuera del país	Valor (Estimado por Torino 2017)
<b>CITGO</b>	<b>Citgo</b>	<b>897,9</b>
	Valor de CITGO	4.750,9
	Lake Charles	2.238,0
	Corpus Christi	1.036,9
	Lemont	864,5
	<b>Menos (derechos sobre la compañía)</b>	<b><u>-3.853,0</u></b>
	PDVSA 2020	-3.368,0
	Rosneft	-485,0
<b>PDVSA Internacional</b>	<b>PDVSA Internacional</b>	
	<b>Nynas AB</b>	<b>461,1</b>
	Nynashamn	179,8
	Gothenburg	61,6
	Harburg	146,4
	Dundee	40,8
	Eastham	32,5
	<b>Otras Refinerías</b>	<b>56,9</b>
	Camilo Cienfuegos (Cuba)	20,4
	Haina (Republica Dominicana)	17,4
	Kingston (Jamaica)	19,1
	<b>Buques</b>	<b>559,7</b>
	PDV Marina	425,0
CV Shipping	134,7	
<b>Otros Activos</b>	<b>Otros activos</b>	<b>579,9</b>
	Monómeros	269,4
	Banco Prodem	150,0
	Evrofinance Mosnarbank	83,0
	Bandes Uruguay	77,5
	<b>Total</b>	<b>2.556</b>

Fuente: PDVSA y Torino Capital (2017)

➤ Empresas mixtas y concesiones.

Entre 2010 y 2016, PDVSA reporta una declinación en la producción de crudo de más de 27%, es decir, 809 mb/d. Hernández y Monaldi (2016) comentan sobre la pérdida de eficiencia en la inversión de los proyectos operados por PDVSA. A pesar de observarse un aumento sostenido durante 2010 y 2012 de la inversión y exploración, hubo una caída consistente de la producción en este mismo periodo. (Ver gráfico X). Entre 2010 y 2016, PDVSA reporta una declinación en la producción de crudo de más de 27%, es decir, 809 mb/d. Esto, según los autores, es la consecuencia de inversión insuficiente en años previos y la pérdida de eficiencia en el sector. Sin embargo, en las áreas operadas por las empresas mixtas, se observó un aumento de la producción de 357 mb/d entre 2010 y 2015

Grafico 10: *Inversiones y Producción de Crudo + Gas Natural.*



Fuente: Hernández y Monaldi (2016)

Como una alternativa para obtener financiamiento para la inversión y reducir la declinación de la producción en los campos convencionales<sup>4</sup>, los autores reseñan que, durante 2010, el Ministerio del Poder Popular de Petróleo y Minería inicia negociaciones con inversionistas extranjeros de empresas mixtas. De esta manera, se acuerdan estructuras para la expansión de producción en campos maduros operados por las empresas mixtas. Estas estructuras se basan en la cobertura por parte del socio minoritario de todos los costos operacionales y de capital para el proyecto, incluyendo la correspondiente a la participación de la Corporación Venezolana de Petróleo (CVP)<sup>5</sup>.

Los ingresos provenientes de la venta de petróleo por parte de las empresas mixtas se dirigen a un fideicomiso *offshore* y luego de la transferencia de regalías al gobierno venezolano, los flujos de caja son destinados a la amortización de deuda adquirida con el socio minoritario. Este sistema limita el riesgo crediticio asociado con PDVSA y permite reducir los pagos vencidos de la estatal con la empresa mixta.

---

<sup>4</sup> Los yacimientos no convencionales contienen hidrocarburos “pesados”. Su explotación es a través de técnicas menos convencionales y complejas. Estas son consideradas más costosas y menos eficientes.

<sup>5</sup> La CVP es una subsidiaria de PDVSA y es propietaria de la mayoría de las acciones en la empresa mixta. La ley de hidrocarburos de 2006 establece que el estado debe tener participación de al menos 51% en las empresas mixtas.

Tabla 8: Empresas mixtas en la Faja Petrolera.

Empresa Mixta	Participación PDVSA	Participación Privada	Reservas Barriles
<b>Petropiar</b>	56%	Chevron Orinoco Holdings B.V. 30% ; PDVSA Social 4%; Rosneft 10%	4.067.990
<b>Petrocedeño</b>	56%	Total Venezuela S.A. 30,32% ; Sincor Netherlands B.V. (Statoil) 9,68%	7.119.003
<b>Petromonagas</b>	60%	Rosneft 40%	3.222.588
<b>Petrolera Sinovensa</b>	60%	CNPC Venezuela B.V. 40%	2.615.494
<b>Petroindependencia</b>	60%	Chevron 34%, JCV 5%, Suelopetrol 1%	20.930.393
<b>Petrojunin</b>	60%	Eni 40%	6.924.435
<b>Petromacareo</b>	60%	PVEP 40%	8.053.101
<b>Petromiranda</b>	60%	Rosneft 40%	14.628.247
<b>Petrourica</b>	60%	CNPC 40%	10.838.246
<b>Petrovictoria</b>	60%	Rosneft 40%	15.596.048

Fuente: PDVSA

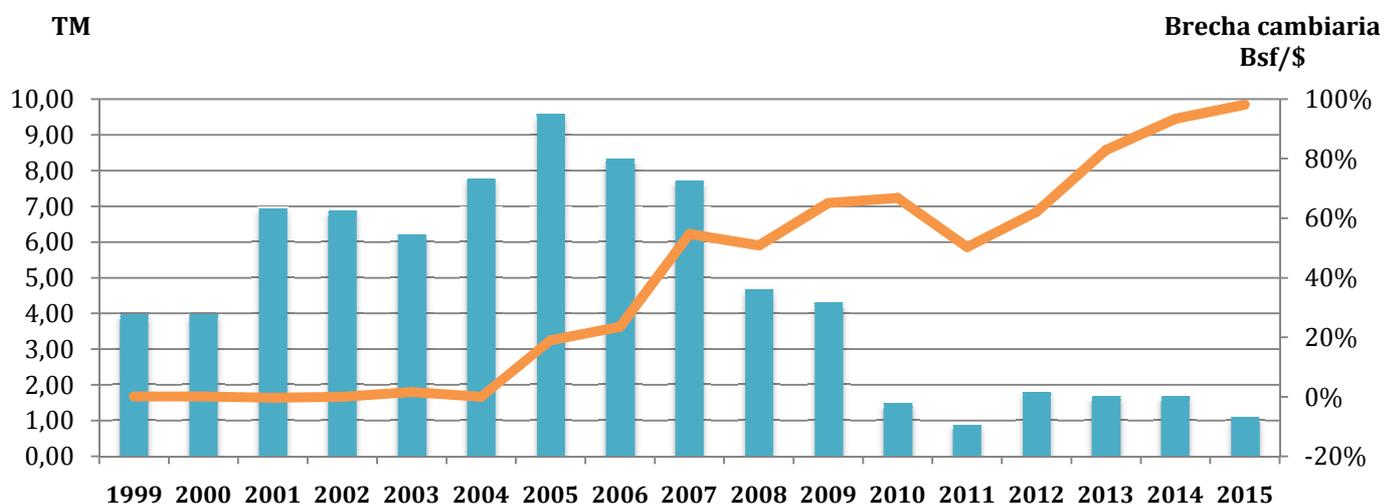
En el cuadro anterior se observan las empresas mixtas en la Faja Petrolífera del Orinoco, así como las reservas correspondientes al área asignada de explotación. Es posible para PDVSA, siempre que mantenga una participación mayoritaria (60%) de capital social, asignar concesiones para conformar empresas mixtas. Según reporta el ministerio del Poder Popular del Petróleo y Minas, las empresas mixtas en la faja producen más de 550mb/d. Las participaciones en este tipo de proyecto son altamente valorados internacionalmente, por lo que el gobierno ha acudido a su liquidación.

Por tanto, la modalidad de empresas mixtas ha servido para frenar la tasa de declinación en la producción petrolera del país, en tanto los desembolsos por concepto de inversión en capital son asumidos por el socio minoritario.

➤ Producción y Reservas de oro en Venezuela

Los registros de comercialización y producción de oro en Venezuela, no son públicos. Sin embargo, el Ministerio de Petróleo y Minas, en sus registros de Memoria y Cuenta, reportan un máximo de producción de 9,6 toneladas en 2005.

Gráfica 11 : Producción de oro en Venezuela según Petromin, diferencial entre tasa de cambio (Bs/\$) oficial y tasa de cambio en mercado paralelo.



Fuente: Petromin, BCV, Centro de Estudios Financieros y Económicos (CEFE).

En 2009, se publica la resolución, N° 09-04-03 que dicta que el 70% de la producción aurífera debe ser vendida en el territorio nacional. De ese porcentaje, 60% debe ser ofrecido al Banco Central de Venezuela.

Todas las negociaciones de comercialización del oro en el país, por lo tanto, se encuentran reguladas. En 2009, se publica la resolución, N° 09-04-03 que dicta que el 70% de la producción aurífera debe ser vendida en el territorio nacional. De ese porcentaje, 60% debe ser ofrecido al Banco Central de Venezuela. El alto porcentaje exigido por ley de venta obligatoria presenta un desincentivo a

los productores y comercializadores del oro, al existir controles de venta y, sobre todo, cotizaciones diferenciales de las ventas al tipo de cambio oficial. En el gráfico anterior, se observa cómo la disminución de producción reportada aumenta a medida que crece la brecha entre el tipo de cambio oficial y paralelos.

En noviembre de 2012, mediante el decreto presidencial N° 1.395, se reserva al Estado todas las actividades relacionadas a la exploración y explotación del oro en el país, así como la creación de empresas y alianzas estratégicas para su ejercicio. Es decir, solo el Estado, a través de empresas propias públicas, o a través de empresas mixtas, donde debe mantener un mínimo de 55% del capital social puede ejercer la actividad minera del oro dentro del territorio nacional. Todo yacimiento de oro conocido pertenece a la República y es un bien de dominio público *inalienable*. Además, toda producción derivada debe ofrecerse obligatoriamente al BCV.

Según las cifras publicadas en el arbitraje llevado a cabo en el CIADI, entre Crystallex Inc. Y la República de Venezuela en 2002, se reportó que, las reservas probadas en la mina Las Cristinas era de 16,86 millones de onzas, o 516,32 TM de oro. Al precio promedio del oro en 2016, \$1250/ozt., el valor de los yacimientos probados de oro en Cristinas sería de \$20.765 millones aproximadamente.

Gráfico 12: Precio diario del oro.



Fuente: Bloomberg.

➤ Empresas del Estado

En la investigación conducida por Transparencia Venezuela durante 2016, se dedicó a compilar información disponible sobre las empresas del Estado. La organización reporta haber identificado 526 empresas del Estado, 380 de ellas adquiridas, o fundadas entre 2001 y 2017. El presupuesto asignado a estas empresas es el equivalente a \$15,67<sup>6</sup> mil millones de dólares, según esta investigación.

Algunas adquisiciones notables y sus los montos por lo cuales fueron adquiridos a empresas internacionales. Esto servirá de referencia para una aproximación al valor de mercado de cada una:

<sup>6</sup> Valorado al tipo de cambio SIMADI/DICOM 2016: 673,6 bs/\$

**CANTV:** En Febrero de 2007, el Estado adquiere de la empresa estadounidense Verizon, el 28,5% de las acciones de CANTV, por las que pagó \$ 572 millones. El resto de las acciones fueron compradas a través de una oferta pública al resto de los accionistas.

**Electricidad de Caracas (ELECAR):** la estadounidense AES, poseedora de 82% de las acciones de ELECAR, vendió al Estado venezolano en 2007, su posición a cambio de \$739 millones. Llegó a estar el 90% en manos del gobierno, al comprar la participación de otros socios minoritarios.

**Banco de Venezuela:** en 2008 se firmó el acuerdo de compra entre el gobierno venezolano y el Grupo Santander, que poseía 96% de las acciones del banco, por un monto de \$1.050 millones.

**SIDOR (Siderúrgica Alfredo Maneiro):**

SIDOR es fundada en 1964 como una empresa pública. Luego, en 1997 fue privatizada y manejada por el Consorcio Amazonia. La siderúrgica Ternium Sidor, luego de estar en manos privadas por más de 10 años, vuelve en 2008 a manos del Estado con el pago de \$1.970 millones por 60% del capital accionario de la empresa. Según Transparencia Venezuela, la producción de acero ha descendido desde entonces en 93%, de cabilla 92%, la de tubos y hojalata en 100%. Esta empresa ha registrado pérdidas desde el año 2012.

A pesar de que estas empresas probablemente mantuvieron un alto valor en libros luego de su adquisición, por el precio pagado, la mayoría de mantienen en la actualidad, altos niveles de endeudamiento y baja productividad. Además dicho valor en libros hoy día se encuentra distorsionado por los importantes diferenciales cambiarios en el tiempo. Esto, sin una seria labor de valuación e identificación dentro de cada empresa, imposibilita conocer el valor de los activos reales de cada una.

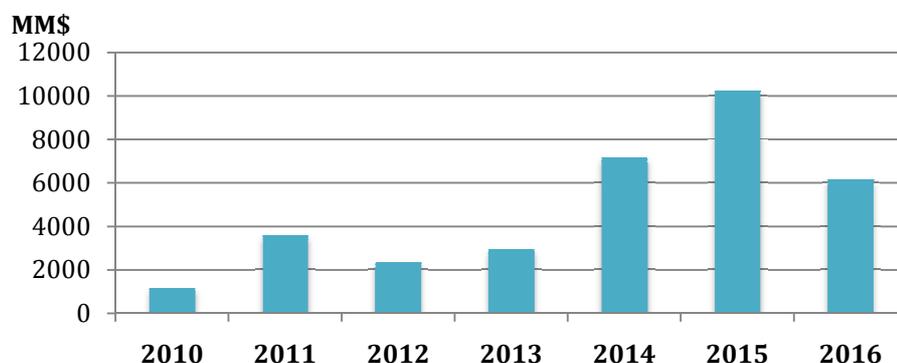
## Pasivos

### ➤ Deuda Comercial de PDVSA.

PDVSA convirtió una gran parte de su deuda comercial en deuda financiera durante 2016. PDVSA llega a un acuerdo con las empresas del sector y emite \$1.150 millones en notas a tres años al 6.5% anual . Ello no sólo aumenta la deuda financiera de PDVSA, sino también sus costos financieros.

En el 2009 la deuda financiera, se reportaba por PDVSA en \$15.000 millones, con pagos de obligaciones anuales aproximados a los \$1.000 millones. Como consecuencia del aumento de los riesgos asociados a Venezuela (medidos por los spreads entre bonos) y el incremento de los rendimientos exigidos por el mercado, las nuevas emisiones se vuelven cada vez más costosas.

Gráfica 13: Pagos por obligaciones financieras anuales de PDVSA



Fuente: PDVSA

Debido a que la empresa estatal se encuentra en la obligación de acudir a otros métodos (también costosos) de financiamiento alternativos, como el crédito comercial y las líneas crediticias. Los acuerdos a través de la creación de empresas mixtas también han sido empleados para lidiar con la fuerte limitación de financiamiento impuesta por el mercado.

➤ Convenios y *Asset-Driven-Lending*.

- Deuda con Rosneft:

Según la nota 24 de los estados financieros de PDVSA 2016, entre mayo del 2014 y noviembre del 2016, se recibieron en anticipos para la venta de crudo \$5.485 millones de dólares. El cuarto anticipo en noviembre del 2016, por \$500 millones estuvo garantizado por “una garantía predataria y opciones de compra sobre las acciones de ciertas mixtas”. El quinto anticipo, en noviembre de 2016, por 495 millones de dólares, estuvo garantizado sobre 49,9% del capital social de CITGO Holding. Los periodos de gracia y tasas de interés se detallan en el siguiente cuadro:

Tabla 9: Deuda con Rosneft.

Fecha	Monto (\$MM)	Detalle
may-14	2.000	TNK Trading Intl. 2016 - 2019. Intereses LIBOR +4%
nov-14	2.000	TNK Trading Intl. 2016 - 2019. Los intereses son LIBOR +4%
may-16	500	Compra 23.3% Petromonagas, participacion aumenta a 40% del JV
nov-16	500	Oil Prepayment Loan con dividendos en Petroperija, Petromonagas y Boqueron.
nov-16	205	*Oil Prepayment Loan con garantia de 49.9% de CITGO* En discusion
dic-16	280	*Oil Prepayment Loan con garantia de 49.9% de CITGO* En discusion
abr-17	1.015	Oil Prepayment Loan
	6.500	Principial
	-743	Amortizaciones
	245	Gasto x Intereses
	6.002	<b>Total</b>

- Deuda con China:

“La crisis financiera motivó la acelerada expansión del Fondo Sino – Venezolano. Por una parte, la crisis financiera en 2008 creó una oportunidad para el gobierno Chino (rico en liquidez), de convertirse en una alternativa a los bancos occidentales para el financiamiento de Venezuela, mientras aseguraba su acceso al petróleo venezolano. El banco de Desarrollo Chino ofrecía mejores términos preferenciales que el Banco Mundial y otros acreedores. Estos además, imponían numerosas condiciones de transparencia. Por otro lado, Venezuela aumentó su financiamiento a través de China, al secarse los flujos de crédito por parte de los bancos occidentales, quienes enfrentaban problemas financieros.” Wang y Li (2016) (pg. 818)

Hacia el 2014, las exportaciones petroleras venezolanas hacia China han aumentado, desde menos de 50.000 b/d antes de 2007, a 505.000 b/d aproximadamente en 2016. Desde el 2014, el valor de las exportaciones destinadas a amortización y pagos de deuda han disminuido en 69% aproximadamente, como se evidencia en el siguiente cuadro:

Tabla 10: Exportaciones a China.

Año	MBD	Total	PDVSA	Amortización e Intereses
2014	472	14.371	8.123	6.248
2015	579	8.371	2.950	5.421
2016	505	5.803	3.835	1.968

Fuente: Estados Financieros de PDVSA 2016.

## ➤ Contingencias Legales

Actualmente, Venezuela posee abiertos 18 litigios en el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI). Los montos exigidos por los demandantes varían, entre los \$50 millones, hasta los \$ 30.000 millones del caso Conoco Phillips (Ver cuadro).

Algunos casos recientes emblemáticos son: Gold Reserve Inc.; que exigía una compensación de \$1.735 millones por la expropiación en 2005 de sus proyectos en las minas Brisas, así como en el Km. 88 y Choco 5, en El Callao. El tribunal internacional sentenció el pago de \$713 millones a la minera canadiense en 2016.

La minera Crystallex comienza un litigio por el monto de \$3.160 millones, obteniendo a su favor \$1202 más intereses en el tribunal en 2016. En 2008, le fue revocada la concesión para explotar la mina Cristinas, en el Estado Bolívar.

Tabla 11: Casos pendientes en el CIADI.

Demandante(s)	USD MM	Sector
Agroisleña (2016)	NP	Agricultura
Anglo american PLC (2014)	600	Minería
Valores Mundiales S.L. y Consorcio Andino S.L. (2013)	NP	Agricultura
Transban Investment Corp (2012)	100	Importacion de vehículos
Venoklim Holding (2012)	NP	Lubricantes
Owens Illinois de Venezuela (2012)	455	Producción de vidrios
Blue Bank International & Trust (2012)	300	Turismo
Valle Verde Sociedad Financiera S.L. (2012)	200	Finanzas
Saint Gobain Performance Plastics Europe (2012)	NP	Industrial
Gambrinus (2011)	NP	Industria química
OI European Group B.V. (2011)	372	Vidrio
Koch Minerals Sarl	NP	Industrial
Longreef Investments (2011)	250	Industrial
Flughafen Zurich A.G. , Gestión e Ingeniería (2010)	50	Transporte
Universal Compression International Holdings (2010)	420	Petroleo y gas
Venezuela Holdings B.V. (2007)		Petroleo y gas
Vestey Group Ltd	100	Agricultura
Conoco Phillips (2007)	30.000	Petròleo
Air Canada (2017)	NP	Aerolínea

**NP: no  
publicado**

Fuente: CIADI

## ➤ Elementos fuera del balance

Se trata de elementos no contemplados dentro de la contabilización del balance, pero que pueden afectar significativamente la posición fiscal del Soberano, o hasta catalizar un incumplimiento de obligaciones financieras externas. Es decir, representan cambios en los supuestos financieros descritos dentro del Balance. El valor de estos podría materializarse en el futuro, o no; afectando los ingresos del país, valor de los activos, o convertirse en un pasivo en sí. Algunos elementos recientes son:

- Sanciones al gobierno de Venezuela:

Poco después de la instauración de la Asamblea Nacional Constituyente en Julio del 2017, el Presidente Donald Trump aprobó una serie de sanciones a Venezuela que prohíben a las instituciones financieras americanas participar en cualquier tipo de financiamiento al gobierno de Maduro y PDVSA, al igual que prohibieron que la subsidiaria de PDVSA en EEUU, Citgo, envíe dividendos a Venezuela.

Esto limitaría el margen de maniobra financiero internacional del país, al prohibir transacciones que involucren movimientos de cuentas en Estados Unidos, liquidación de activos (colocados en el mercado primario), nuevas emisiones de deuda, o reestructuraciones.

- Fenómenos climáticos adversos

Durante el 2016, la sequía causada por el fenómeno El Niño tuvo graves consecuencias sobre el sistema hidroeléctrico del país. Señala Luisa Palacios, en un estudio publicado por la Universidad de Columbia en 2016, que Venezuela es un país “inusualmente dependiente de la hidroelectricidad” lo que, según la autora representa 67% del suministro eléctrico del país.

La producción de la refinería de El Palito, con capacidad de 140 mb/d, pudo haber estado en riesgo por la falta de energía. Aunque no se reporta el número con exactitud, la crisis hidroeléctrica fue un aporte parcial a la declinación en la producción durante el mes de mayo de 2016. La autora asegura que, sin embargo, por la llegada de la temporada lluviosa en el país, mayores complicaciones (o *worst case scenarios*) fueron evitadas este año.

- Crisis política

Durante el 2002, con la crisis política vivida en Venezuela, el paro petrolero se extendió desde Diciembre de 2002, hasta Febrero de 2003. Según cifras oficiales de PDVSA, la producción petrolera de crudo y refinados se redujo en 579mb/d.

## **CAPÍTULO V: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

El objetivo de este trabajo se basó en construir una aproximación del balance externo venezolano, para ser analizado mediante el Enfoque de Balance General;. Esto permitió explorar los elementos que conforman los activos y pasivos, e intervienen en la consolidación de la posición financiera del externa venezolana.

La práctica del manejo de los pasivos de un país consistentemente con las características de los pasivos, es una consideración de gran importancia para la literatura reciente en temas de sostenibilidad fiscal, manejo de deuda y riesgo soberano. El anterior enfoque concentrado principalmente en los montos de la deuda de un país, ha sido transformado en uno más complejo, donde es necesario un análisis integral de los elementos que conformarían un Balance General, así como entender sus interrelaciones y componentes estructurales que generan riesgos y contingencias para las finanzas del Estado.

Los análisis sobre sostenibilidad fiscal y riesgo soberano en el pasado se enfocaban en los montos de la deuda, los cuales se relacionaban con grandes cargas impuestas a los países. Esto en la actualidad ha cambiado con la cantidad de literatura recientemente disponible sobre la importancia de la consideración de integral de activos y pasivos, al ser considerada beneficiosa la práctica del tratamiento de las obligaciones de manera consistente con las características de los pasivos.

Se estudiaron las relaciones entre los componentes de la hoja de balance y el flujo de caja venezolano para construir las cuentas a ser estudiadas. Estas cifras se obtuvieron de la investigación de diversas fuentes primarias nacionales e internacionales.

La relación más importante para analizar la situación de solvencia proviene de las exportaciones, importaciones y servicio de deuda. Estas fueron registradas en valor presente para considerar el valor contable de los flujos futuros dentro del balance. La operación de flujos de entrada, menos flujos de salida, resulta en un déficit de \$30.900 millones para los próximos 22 años. La capacidad de mantenerse solvente de Venezuela en el tiempo, por tanto, dependerá de la ampliación en los superávits de balanza de pagos futuras y las variables que intervienen en la formación de este indicador (producción, exportaciones, precio del petróleo e importaciones per cápita).

La solvencia en el corto plazo dependerá, además, de la capacidad de disponer de sus activos financieros y monetizar activos no financieros para generar flujos caja positivos en un período determinado.

En el cálculo también deben ser consideradas las contingencias, operaciones fuera del balance, cuya materialización modificaría los supuestos bajo los cuales se consolidaron los componentes en el balance. El control de estos elementos puede ser determinante para la formación del indicador de solvencia en el futuro. Un ejemplo reciente de ello serían las recientes sanciones aplicadas por Estados Unidos al gobierno venezolano y PDVSA<sup>7</sup> en 2017. Estas sanciones limitan la maniobrabilidad de los recursos financieros externos del país, y dificultan las transacciones al impedir a los inversionistas e instituciones financieras americanas otorgar nuevos financiamientos al gobierno venezolano y sus partes relacionadas. De esta manera, ya no es posible para el Estado realizar ciertas operaciones liquidación de activos en sus cuentas (como bonos de deuda mantenidos como activo en el país), ni reestructuración de deuda con la mayoría de sus inversionistas, relacionados con los Estados Unidos.

---

<sup>7</sup> Decreto oficial disponible en : <https://www.whitehouse.gov/the-press-office/2017/08/25/presidential-executive-order-imposing-sanctions-respect-situation>

Durante la investigación, se observó comunes errores en las prácticas de manejo de deuda<sup>8</sup>, que han sido llevadas a cabo por el Estado venezolano y han representado en años recientes una parte importante de su política de financiamiento. Los altos costos de asumir mayor endeudamiento, y recientemente las sanciones impuestas por Estados Unidos, han excluido *de facto* al país de los mercados internacionales. Estas políticas incluyen la colateralización y venta de los derechos de explotación de los recursos en el subsuelo de la nación como alternativa para la obtención de efectivo en un periodo determinado.

Por lo tanto, la situación de solvencia venezolana mejorará en cuanto el valor presente de las exportaciones aumente

En conclusión, el desconocimiento o no contabilización apropiada de los recursos financieros y no financieros del país puede traer costos futuros mayores de lo esperado, al malograr su verdadero valor potencial. Fallar en cuanto al reconocimiento de riesgos dentro del balance, puede traer costos reputacionales que encarecen el acceso al financiamiento externo y devalúa los activos domésticos, tornando una situación de iliquidez en un posible impago. La metodología del Sovereign Asset Liability Management provee el marco institucional y metodológico necesario para planificar los ingresos, así como egresos futuros, detectando riesgos dentro las balanzas de pago, posibles contingencias para controlar, y aportando las bases necesarias para generar nuevas políticas sostenibles en el tiempo en cuanto a desarrollo y endeudamiento. Así será posible lograr acuerdos de financiamiento más transparentes y beneficiosos para el país en el futuro, así como el aprovechamiento de su potencial riqueza en recursos naturales.

---

<sup>8</sup> Según autores como Wheeler (2003).

## Referencias Bibliográficas

- Arias, F (2006). *El proyecto de Investigación*. Caracas: Editorial Epísteme.
- Banco Central de Venezuela (2012). *Informe Económico*. Caracas: Colección Estadística.
- Block, S y Hirt, G (2008). *Fundamentos de Administración Financiera*, (12ma. ed). México: Mc Graw Hill.
- Bova, E., Dippelsman, R., Rideout, K and Schaechter, A (2013). Another Look at Governments Balance Sheets: The Role of Nonfinancial Assets. Fondo Monetario Internacional.
- Currie, E. y Velandria, A(2002). Risk management of contingent liabilities within a Sovereign Asset -Liability Framework . Washington, DC: Banco Mundial.
- Das Udabir, Lu Yinqiu, Papaioannou Michael y Petrova Iva (2012). *Sovereign Risk and Asset and Liability Management—Conceptual Issues*. Fondo Monetario Internacional.
- Feenstra, R y Taylor, A (2012). *International Macroeconomics*.(2da, ed)Editorial Worth.
- Fondo Monetario Internacional (2014). *Sovereign Asset-Liability Management—Guidance for resource-rich economies*. (Documento en Línea).
- Gapen, Gray, Cheng y Xiao(2008) Measuring and Analyzing Sovereign Risk with Contingent Claims. IMF Staff Papers. (Documento en Línea)
- García Larralde, H (s.f). *La vulnerabilidad externa de la economía venezolana actual*. (Documento en Línea). Disponible: <http://www.ance.msinfo.info> (Consulta: 2017, Septiembre 15).
- Guerra, J y Rodríguez, O (1998).Crisis cambiarias y flujos de capital en Venezuela. *Colección Banca Central y Sociedad del Banco Central de Venezuela*. (15). 2-38.

Hernández, I y Monaldi, (2016) : *Weathering Collapse: An Assessment of the Financial and Operational Situation of the Venezuelan Oil Industry* (Documento en línea)

Hernández, Y y Guerrero, D (2016). El Petróleo y Venezuela. Algunas Cifras relevantes. (Documento en Línea). Disponible: <http://www.virtual.iesa.edu.ve>. (Consulta: 2017, Septiembre 22).

Koc,F(2014). *Sovereign Asset and Liability Management Framework for DMOs: What Do Country Experiences Suggest*. UNCTAD,1-68.

Llano, C (2011). *Renta, Riqueza y la Balanza de Pagos*. España: Universidad Autónoma de Madrid.

Maziad y Skancke (2014) Sovereign asset-liability management—Guidance for resource-rich economies. Fondo Monetario Internacional. (Documento en Línea)

Moreno, M y Pagliacci, C (2011). Análisis de Riesgo Macro-financiero para Venezuela. *Colección de Economía y Finanzas de Banco Central de Venezuela*. (123).1-33.

Nava Rosillón, M (2009). Análisis financiero: una herramienta clave para una gestión financiera eficiente. *Revista Venezolana de Gerencia*. 14(48). 10.

PDVSA (2017) PDVSA y Filiales: Estados Financieros Consolidados 2016(Documento en línea) Disponible en:  
[http://www.pdvsa.com/index.php?option=com\\_content&view=article&id=6538&Itemid=586&lang=es](http://www.pdvsa.com/index.php?option=com_content&view=article&id=6538&Itemid=586&lang=es)

PDVSA. (2016). Convocatoria para el Canje de Bonos con vencimiento en abril de 2017 y noviembre de 2017. PDVSA. Documento en Línea.  
Disponible:<http://www.pdvsa.com/templates/pdvsa/img/bonos/bonopdvsa2017/Convocatoria%20para%20el%20Canje%20de%20Bonos%20PDVSA%202017%20por%20nuevos%20Bonos%20PDVSA%202020.PDF>

Proite, A(s.f)*Asset and Liability Management in Developing Countries- A Balance Sheet Approach*. Documento en Línea). Disponible: <http://www.sisweb.tesouro.gov.br> (Consulta: 2017, Septiembre 16).

Rodríguez, Francisco (2017). Venezuela Red Book. (Documento en Línea) (Consulta: 2017, Septiembre).

Rodríguez, P., Morales, J and Monaldi, F (2012). *Direct Distribution of Oil Revenues in Venezuela: A Viable Alternative?*.(Documento en Línea). Disponible en:<http://www.cgdev.org> (Consulta: 2017, Septiembre 22).

Wheeler (2004). *Sound practice in government debt Management*. Banco Mundial. (Documento en línea) Disponible en: <http://documents.worldbank.org/curated/en/650491468780582418/Sound-practice-in-government-debt-management>