



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

## **ANÁLISIS DE LA DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DEL VALOR NETO FINANCIERO DE VENEZUELA PARA LOS AÑOS 2005 Y 2011**

**Autor:** Alejandro Manuel Vásquez Quijada

**Tutor:** Econ. Jorge Luis Hernández Rodríguez

**Caracas, Octubre de 2017**

## ÍNDICE DE CONTENIDOS

|                                                                                     |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------|----|
| ÍNDICE DE CONTENIDOS .....                                                          | 2  |
| ÍNDICE DE CUADROS .....                                                             | 4  |
| ÍNDICE DE FIGURAS .....                                                             | 6  |
| DEDICATORIA Y AGRADECIMIENTOS .....                                                 | 8  |
| INTRODUCCIÓN .....                                                                  | 10 |
| CAPÍTULO I: PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA .....                                        | 14 |
| I.1 Planteamiento del problema .....                                                | 14 |
| I.2. Objetivos de la investigación .....                                            | 18 |
| I.2.1. Objetivo general.....                                                        | 18 |
| I.2.2. Objetivos específicos .....                                                  | 18 |
| I.3.. Justificación de la investigación .....                                       | 19 |
| I.4. Limitaciones .....                                                             | 20 |
| CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO .....                                                    | 24 |
| II.1. Antecedentes de la investigación .....                                        | 24 |
| II.2. Bases teóricas .....                                                          | 29 |
| II.2.1. Hoja de Balance Nacional .....                                              | 29 |
| II.2.2. Sistema de Cuentas Nacionales .....                                         | 36 |
| II.2.2. Análisis de la Política Económica en el gobierno Chavista (2003-2015) ..... | 46 |
| CAPÍTULO III: MARCO METODOLÓGICO .....                                              | 64 |
| III.1. Nivel de investigación .....                                                 | 64 |
| III.2. Diseño de la investigación .....                                             | 65 |
| III.3. Fuentes poblacionales y muestrales.....                                      | 66 |

|                                                                                     |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| III.3.1. Fuentes utilizadas en la construcción de la HBF .....                      | 67  |
| III.3.2. Fuentes utilizadas en el cálculo de indicadores de la HBF .....            | 73  |
| III.5. Técnicas de procedimiento y análisis de datos .....                          | 73  |
| III.5.1. Primera etapa .....                                                        | 74  |
| 3.5.3. Segunda etapa .....                                                          | 76  |
| CAPÍTULO IV: METODOLOGÍA PARA LA ESTIMACIÓN DEL VNF DE VENEZUELA .....              | 78  |
| IV.1. Aspectos metodológicos primarios .....                                        | 79  |
| IV.1.1 Definición de sectores institucionales .....                                 | 80  |
| IV.1.3. Construcción de las tablas de flujos agregados CEIVEN .....                 | 97  |
| IV.2. Metodología para la construcción de la HBF .....                              | 98  |
| IV.2.1. Construcción del Balance Agregado .....                                     | 100 |
| IV.2.2. Construcción del Balance Secundario .....                                   | 105 |
| IV.2.3. Construcción de la hoja de ajuste .....                                     | 111 |
| IV.2.3. Construcción del Balance Desagregado .....                                  | 122 |
| CAPÍTULO V: ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE RESULTADOS .....                           | 125 |
| V.1. Análisis intersectorial de la HBF de Venezuela .....                           | 126 |
| V.1.2. Análisis de activos financieros y pasivos nacionales .....                   | 129 |
| V.1.2. Análisis de activos financieros y pasivos por sectores institucionales ..... | 139 |
| V.2. Análisis comparativo regional de la HBF de Venezuela .....                     | 165 |
| V.3. Interpretación de los indicadores financieros de la HBF .....                  | 176 |
| CAPÍTULO VI: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES .....                                   | 185 |
| ANEXO .....                                                                         | 188 |
| REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....                                                    | 190 |

## ÍNDICE DE CUADROS

|                                                                                                         |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Cuadro Nº1: Financiamiento del FCCV entre 2007 - 2015 .....                                             | 62  |
| Cuadro Nº2: Batería de indicadores financieros de la HBF .....                                          | 76  |
| Cuadro Nº3: Sectores institucionales del SCN .....                                                      | 79  |
| Cuadro Nº4: Sectores institucionales de Venezuela para PRACEM II .....                                  | 84  |
| Cuadro Nº5: Sectores institucionales de Venezuela según el modelo FCGE .....                            | 85  |
| Cuadro Nº6: Sectores institucionales de Venezuela SCN- modelo FCGE .....                                | 85  |
| Cuadro Nº7: Instrumentos financieros presentes en el SCN.....                                           | 89  |
| Cuadro Nº8: Apertura de la Cuenta financiera para PRACEM II.....                                        | 94  |
| Cuadro Nº9: Apertura de la Cuenta de balance para PRACEM II .....                                       | 95  |
| Cuadro Nº10: Activos financieros del Balance Agregado del 2011 .....                                    | 100 |
| Cuadro Nº11: Pasivos del Balance Agregado del 2011 .....                                                | 101 |
| Cuadro Nº12: Diferencias entre activos financieros y pasivos por agregados del Balance Agregado .....   | 102 |
| Cuadro Nº13: Diferencias entre activos financieros y pasivos por agregados del Balance Secundario ..... | 105 |
| Cuadro Nº14: Activos financieros del Balance Secundario del 2011 .....                                  | 106 |
| Cuadro Nº15: Pasivos del Balance Secundario del 2011 .....                                              | 107 |
| Cuadro Nº16: Ejemplo 1: Títulos valores emitidos por el gobierno en cada balance del 2011 .....         | 114 |
| Cuadro Nº17: Ejemplo 1: Análisis horizontal y vertical de la partida AF31 .....                         | 116 |
| Cuadro Nº18: Ejemplo 2: Análisis horizontal y vertical de la partida AF6 .....                          | 120 |
| Cuadro Nº19: Activos financieros de la Hoja de Balance Financiera del 2011 .....                        | 122 |
| Cuadro Nº20: Pasivos de la Hoja de Balance Financiera del 2011 .....                                    | 123 |

|                                                                                                                                    |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Cuadro Nº21: Activos financieros de la Hoja de Balance Financiera del año 2005.....                                                | 126 |
| Cuadro Nº22: Pasivos de la Hoja de Balance Financiera del año 2005 .....                                                           | 127 |
| Cuadro Nº23: Activos financieros, pasivo y Valor Neto Financiero para los años 2005 y 2011 .....                                   | 128 |
| Cuadro Nº24: Activos financieros, pasivo y Valor Neto Financiero por sectores para los años 2005 y 2011 (millones de Bs) .....     | 131 |
| Cuadro Nº25: Activos financieros, pasivo y Valor Neto Financiero por sectores para los años 2005 y 2011 (proporción del PIB) ..... | 131 |
| Cuadro Nº26: Promedio y dispersión del VNF .....                                                                                   | 134 |
| Cuadro Nº27: Activos financieros, pasivo y valor neto financiero para los años 2005-2011 (proporción del total) .....              | 141 |
| Cuadro Nº28: Cálculo de indicadores financieros de la HBF para Chile, Colombia y Venezuela .....                                   | 177 |
| Cuadro Nº29: Participación de cada sector institucional respecto a la economía total de Venezuela .....                            | 187 |
| Cuadro Nº30: Composición de cartera por sector institucional para el año 2011.....                                                 | 187 |
| Cuadro Nº31: Composición de cartera por sector institucional para el año 2005.....                                                 | 188 |
| Cuadro Nº32: Indicadores macroeconómicos de Chile, Colombia y Venezuela .....                                                      | 188 |

## ÍNDICE DE FIGURAS

|                                                                                       |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Figura N°1: Estructura general de una HBN .....                                       | 32  |
| Figura N°2: Estructura general de una HBF .....                                       | 33  |
| Figura N°3: Cuentas anuales del SCN de Venezuela .....                                | 38  |
| Figura N°4: Cuenta Económica Integrada de Venezuela .....                             | 40  |
| Figura N°5: Canal (A) de expansión de la base monetaria en el gobierno chavista ..... | 53  |
| Figura N°6: Canal (B) de expansión de la base monetaria en el gobierno chavista ..... | 54  |
| Figura N°7: Canal (C) de expansión de la base monetaria en el gobierno chavista ..... | 55  |
| Figura N°8: Resumen de las fuentes de información de la HBF de Venezuela .....        | 67  |
| Figura N°9: Metodología de la construcción de la HBF de Venezuela .....               | 99  |
| Figura N°10: Metodología para la construcción de la hoja de ajuste .....              | 112 |
| Figura N°11: Diagrama de la metodología del proceso de ajuste .....                   | 117 |

## ÍNDICE DE GRÁFICAS

|                                                                                                     |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Gráfica N°1: Precios petroleros de las principales canastas del mundo .....                         | 48 |
| Gráfica N°2: Ingresos ordinarios del gobierno central (1969-2014) .....                             | 51 |
| Gráfica N°3: Dinero y liquidez en Venezuela (2004-2011) .....                                       | 52 |
| Gráfica N°4: Expansión de los activos internos netos del BCV: empresas petroleras (2009-2015) ..... | 58 |
| Gráfica N°5: Producción petrolera, deuda y gastos de inversión (2006-2015).....                     | 59 |
| Gráfica N°6: Stock de deuda pública total de Venezuela entre 1970-2014 .....                        | 60 |
| Gráfica N°7: Stock de deuda pública externa de Venezuela entre 1985-2015 .....                      | 61 |

|                                                                                                                                                |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Gráfica N°8: Saldo de la deuda del FCCV entre 2007-2015 .....                                                                                  | 63  |
| Gráfica N°9: Activo financiero por sector para los años 2005 y 2011 .....                                                                      | 129 |
| Gráfica N°10: Pasivo por sector para los años 2005 y 2011 .....                                                                                | 130 |
| Gráfica N°11: Composición de activos financieros por sector institucional para los años 2005 y 2011 .....                                      | 136 |
| Gráfica N°12: Composición de pasivos por sector institucional para los años 2005 y 2011 .....                                                  | 137 |
| Gráfica N°13: Cartera de activos financieros por sectores como porcentaje del total de la economía .....                                       | 139 |
| Gráfica N°14: Cartera de pasivos por sectores como porcentaje del total de la economía .....                                                   | 140 |
| Gráfica N°15: Distribución de activos financieros y pasivos por sectores .....                                                                 | 162 |
| Gráfica N°16: Activos financieros y pasivos para Chile, Colombia y México (millones USD) .....                                                 | 165 |
| Gráfica N°17: Activos financieros y pasivos para Chile, Colombia y México (proporción del PIB) .....                                           | 167 |
| Gráfica N°18: Activos financieros y pasivos para Chile, Colombia y México per cápita .....                                                     | 169 |
| Gráfica N°19: Distribución de activos financieros y pasivos por sectores institucionales de Chile, Colombia y Venezuela para el año 2005 ..... | 170 |
| Gráfica N°20: Distribución de activos financieros y pasivos por sectores institucionales de Chile, Colombia y Venezuela para el año 2011 ..... | 171 |

## DEDICATORIA Y AGRADECIMIENTOS

*“Nunca dejes de soñar. Solo quien sueña aprende a volar”*

Peter Pan

A mis padres, porque no existe palabras para agradecerles todo el cariño y el apoyo  
que me han dado.

A mis abuelos, por criarme y acompañarme en cada paso de mi vida. Gracias a ustedes  
soy quien soy hoy en día.

A Jorge Hernández, por su infinita paciencia y por haber confiado en mí para  
desarrollar este proyecto.

A todos los funcionarios del Banco Central de Venezuela que me apoyaron en la  
realización de este trabajo, en especial a Francesco Leone, Emanuel de Caires, Gustavo  
Hernández, Julio Hidalgo, María Eugenia Pomares, Richard Puertas, y Rosario Rodríguez.  
Echar adelante este proyecto hubiese sido imposible sin su ayuda.

A Alejandro Guilarte, Ana Camila Vásquez, Carolina Croes, Daniela Soto y Nicole  
Pineda, por estar junto a mí durante cada día de los últimos años. Gracias por tantas risas  
y momentos que recodaré toda mi vida.

Gracias a todos.



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

## **ANÁLISIS DE LA DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DEL VALOR NETO FINANCIERO DE VENEZUELA PARA LOS AÑOS 2005 Y 2011**

**Autor:** Alejandro Manuel Vásquez Quijada

**Tutor:** Econ. Jorge Luis Hernández Rodríguez

Caracas, Octubre de 2017

### **RESUMEN**

La presente investigación tiene como objetivo la estimación y el análisis de la distribución del Valor Neto Financiero (VNF) en cada sector institucional de la economía venezolana para los años 2005 y 2011. El VNF, también conocido como riqueza financiera, se define como la diferencia entre los activos financieros y pasivos para cada sector institucional en un momento del tiempo. Para lograr dicha estimación, se debe construir una Hoja de Balance Nacional Financiera (HBF) haciendo uso de información proveniente del Sistema de Cuentas Nacionales (SCN) así como de otras fuentes. Dicha HBF muestra la concentración de activos financieros y pasivos que cada sector institucional posee, y cuya suma se conoce como VNF Nacional o riqueza financiera nacional. Una vez construida la HBF de Venezuela para los años 2005 y 2011 se procede a realizar un análisis comparativo entre los distintos equilibrios, primero intertemporalmente y luego, comparado contra dos pares regionales como son Chile y Colombia. El análisis intertemporal de la HBF de Venezuela centra particular atención en los impactos que la política económica del gobierno de Hugo Chávez tuvo sobre la composición de portafolios de los sectores institucionales de Venezuela.

*Palabras clave:* Valor Neto Financiero, Riqueza Nacional, Hoja de Balance Nacional Financiera, Sistema de Cuentas nacionales.

## INTRODUCCIÓN

En la actualidad, el debate acerca de la concentración de la riqueza es uno de los temas más abordados y controversiales en los círculos académicos y de hacedores de políticas, especialmente en los países avanzados (Piketty, 2014). Para el caso venezolano, la discusión relativa a los problemas distributivos se centra en el ingreso (Riutort, 2009) y no en la riqueza, dadas las limitaciones de la disponibilidad de data. Sin embargo, el estudio de la riqueza nacional es fundamental para la discusión y organización de las políticas públicas, entre otras razones porque: (a) Venezuela posee importantes cantidades de activos no producidos altamente valorados en el resto del mundo; (b) la riqueza que conforman estos activos no producidos exige una regla de su circulación y apropiación vía ingreso. Lo dicho significa que, sobre el asunto de la distribución del ingreso, tiene prelación la medición y el estudio de la riqueza. De hecho, es la posesión de la riqueza la que determina la circulación de la renta, condicionando ello las relaciones Estado-ciudadano, y por consiguiente las estructuras económicas (en términos de ahorro, inversión, producción y consumo) y políticas.

Además de los problemas anteriores, el ámbito de la investigación es más extensivo: estudiar, comparativamente<sup>1</sup>, un componente de la riqueza nacional –la riqueza financiera- y cómo es su distribución en Venezuela. Específicamente, es de interés conocer la distribución sectorial del Valor Neto Financiero (VNF), también conocido como la riqueza financiera. Dicha distribución muestra cómo es la concentración de instrumentos financieros que tienen las unidades institucionales de una economía, en un momento determinado. Ello permite estimar la composición de portafolio (activos financieros y pasivos) que poseen los Sectores institucionales representativos de la economía en un corte de tiempo. El análisis del portafolio de los Sectores institucionales de Venezuela

---

<sup>1</sup> Cuando se introduce el adverbio ‘comparativamente’ se elucida en torno a un ejercicio de estática comparativa implícito, establecido entre dos equilibrios en dos puntos distintivos en el tiempo, bajo una metodología estadística única y consistente representada por el Sistema de Cuentas Nacionales.

reviste una importancia medular en el análisis de la estructura del sistema financiero nacional. En el caso particular venezolano, estos cambios en la estructura del sistema financiero responden a profundos cambios de política económica que generan importantes cambios en los balances sectoriales financieros. Por lo tanto, también es de interés para la investigación conocer cómo ha cambiado la riqueza financiera de cada sector institucional de Venezuela para los años del mayor ciclo de precios del petróleo de la historia, a su vez, en términos comparativos con otras economías de la región.

Para la estimación del VNF se debe recurrir a la construcción de una Hoja de Balance Nacional Financiera (HBF) que es un subproducto de la Hoja de Balance Nacional (HBN). La HBN es una matriz que presenta en sus filas las partidas económicas (reales y financieras) y en las columnas, a los Sectores institucionales de la economía de estudio. Regularmente, la HBN se divide en activos y pasivos, y su diferencia se define como el Valor Neto Nacional. La HBN puede dividirse en la Hoja de Balance Financiera y Hoja de Balance Real. En la presente investigación, dada la disponibilidad de la data, se busca estimar únicamente la HBF que presenta el balance de activos financieros y pasivos de cada sector institucional de una economía.

Para la construcción de la HBF, esta investigación se nutre tanto de los conceptos, como de la data provista por el Sistema de Cuentas Nacionales (SCN) de Venezuela. El SCN representa un marco ordenado y sistemático orientado a la presentación de estadística macroeconómica de un país. Para este trabajo, se utilizan dos tipos de fuentes: la considerada primaria, proveniente de las llamadas “Cuentas de balance”, extraídas del SCN; y las fuentes secundarias, que provienen de organismos ajenos al SCN, los cuales son referencia en sus respectivas áreas. Las Cuentas de balance, presentes en el SCN, presentan los saldos de activos y pasivos de cada sector institucional por el lado del activo y el pasivo. Sin embargo, en el caso venezolano, la construcción de dichas cuentas no se realiza de forma rigurosa, presentando importantes omisiones y debilidad de información para determinados sectores institucionales, además de que los saldos no se muestran consolidados. No obstante, las Cuentas de balance son un insumo vital para la

construcción de la HBN y la HBF, aunque su información deba ser complementada con fuentes distintas al SCN que puedan proveer de información estadística robusta.

La razón de la selección de los años 2005 y 2011, se corresponde a la disponibilidad de data. Este trabajo se considera una extensión de los trabajos de los Economistas de la Oficina de Investigaciones Económicas (OIE) del Banco Central de Venezuela (BCV), específicamente, los aportes de Hernández, Leone & Velásquez (2014). Dichos trabajos buscaban la construcción de la HBN (incluida la HBF) de Venezuela para el año 2005, última data del SCN disponible para el momento de la elaboración de la investigación. Por otro lado, este trabajo busca refinar y adaptar la metodología al año 2011, último año de publicación de las Cuentas de balance para el momento de elaboración de este proyecto<sup>2</sup>.

Realizar este trabajo para el año 2011 reviste un mayor esfuerzo que una réplica de la metodología para un nuevo año. A partir de la generación del SCN de Venezuela del año 2007, se introducen algunos cambios metodológicos por dos vías: por un lado, el BCV inicia un proceso conocido como Programa de Actualización de Estadísticas Macroeconómicas (PRACEM) que introduce algunos cambios metodológicos menores a las Cuentas de balance del SCN; y por otro lado, a partir de dicho momento se empieza a generar el SCN de Venezuela aplicando las modificaciones propuestas por el nuevo manual de cuentas nacionales en el año 2008 (SCN08) que dejaba sin efecto al SCN del año 1993, sobre el cual se había elaborado la HBN del año 2005. Por lo tanto, este trabajo busca retomar la metodología de la OIE-BCV y adaptarla a los nuevos cambios metodológicos. No obstante, vale aclarar que estos cambios metodológicos entre el SCN93 y el SCN08 no representan una ruptura ni imposibilita su comparación.

---

<sup>2</sup> Es importante mencionar que existe un rezago importante en el caso venezolano en la publicación del SCN. Los esfuerzos de generación de la data del SCN entre 2007 y 2013 inician a partir del año 2013. Ello explica por qué la última fecha de publicación del SCN correspondía al año 2005 cuando el trabajo de Hernández et al. Se desarrolla en el 2014.

Esta investigación está dividida en cuatro capítulos que a continuación se describen:

El Capítulo I está referido a explicar cuál es el planteamiento y la formulación del problema de investigación, así como los objetivos a cumplir, la justificación de por qué se realiza la investigación y las limitaciones que se encuentren.

El Capítulo II incorpora lo concerniente al Marco Teórico, en donde se desarrollan los antecedentes de la investigación y las bases teóricas.

En el Capítulo III se encuentra el Marco Metodológico, explicándose cuál es el nivel de investigación y el tipo de investigación de este trabajo, población y muestra, así como las técnicas utilizadas para desarrollar dicha investigación.

En el Capítulo IV se desarrolla la Metodología para la Estimación del Valor Neto Financiero de Venezuela, donde se plantea detalladamente la metodología seguida para la construcción de la Hoja de Balance Nacional financiera.

En el Capítulo V se presentan y discuten los resultados hallados tras la construcción de la HBF. En particular, el análisis pasa por dos fases: en primer lugar el análisis intersectorial de la HBF comparando los años 2005 y 2011, haciendo especial énfasis en los instrumentos financieros clave en la política económica del gobierno chavista y los cambios en las asignaciones de recurso; en segundo lugar, se hace una comparación entre los resultados de la HBF de Venezuela contra Chile y Colombia, dos pares regionales que son los únicos que desarrollan una metodología equivalente.

En el Capítulo VI se presentan las conclusiones, recomendaciones y en general, cualquier reflexión final que puede derivarse del proceso de análisis de los resultados.

# CAPÍTULO I

## PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

### I.1 Planteamiento del problema

El Sistema de Cuentas Nacionales (SCN) define el Valor Neto Nacional como: *“la diferencia, para cualquier unidad institucional o grupo de unidades, entre sus activos y sus pasivos”* (SCN, 2008). En términos más precisos, el Buró de Estadísticas de Israel define al Valor Neto Nacional de la siguiente manera:

La diferencia entre el total de los activos y los pasivos (incluyendo al patrimonio) a nivel nacional (...) puede ser calculado a través de la suma de los Valores Netos de los sectores nacionales individualmente para producir un equivalente estimado del Valor Neto Nacional (Riqueza Nacional) (Israel Central Bureau of Statistics, 2009).

El concepto de Valor Neto Nacional o Riqueza Nacional puede descomponerse a la luz de los dos sistemas presentes en una economía representativa: el sector real y el sector financiero. En ese orden de ideas, puede entenderse al Valor Neto Nacional como la sumatoria de los activos no financieros y los activos financieros, restado de sus pasivos. De lo mencionado, puede derivarse el concepto del Valor Neto Financiero (VNF) que muestra la diferencia entre los activos financieros y los pasivos , incluyendo al patrimonio, de una economía<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Esta diferenciación no aparece explícita en el SCN, sin embargo, ciertas metodologías así la contemplan. Para ello, recurrir a United Nations and European Central Bank (2015) y a las estadísticas financieras de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD, 2017).

Antes de avanzar, es necesario precisar el rol del patrimonio accionario en la riqueza nacional. La contabilidad mercantil busca registrar los cambios básicos de los estados financieros en tres elementos: activos, pasivos y patrimonio. Como lo define Catacora (2012):

Los activos de una entidad están constituidos por todos los bienes y/o derechos a una determinada fecha. Los pasivos están constituidos por todas las deudas u obligaciones de la entidad a la fecha del balance general. El patrimonio o capital contable representa la participación de los propietarios en los recursos de una entidad (p.15).

Para entender cómo estos tres interaccionan, la contabilidad mercantil define la llamada ecuación contable en sus tres formas:

*Activo = Pasivo + Patrimonio* (Primera forma)

*Pasivo = Activo – Patrimonio* (Segunda forma)

*Patrimonio = Activo – Pasivo* (Tercera forma)

La tercera forma, también definida como la “teoría de la participación propietaria”, busca explicar la participación de los dueños en el total de los activos netos de la economía, entendido como la diferencia de activos y pasivos. Sin embargo, en términos de la contabilidad nacional, esta relación no es igual. La razón de ello, es que en el campo de la contabilidad nacional, el patrimonio accionario es considerado un pasivo que tiene una correspondencia en un activo para otro sector institucional<sup>4</sup>. Esta precisión permite definir al Valor Neto Financiero en función, únicamente, de activos y pasivos, sin dejar de considerar el patrimonio.

---

<sup>4</sup> Guzmán (2003) explica bien este aspecto: El concepto de patrimonio neto o de capital que expresan los balances de la contabilidad general mercantil o empresarial, para las diferentes instituciones, experimentan una apertura a nivel de las cuentas nacionales. Así, a los aportes efectivos de capital proporcionados por el propietario o propietarios, bien sea por la vía de acciones o de otro tipo, se les trata como pasivo (p.47) (Guzmán, 2003).

Uno de los objetivos instrumentales de la investigación consiste en la estimación y análisis de la distribución sectorial<sup>5</sup> del VNF de Venezuela. La distribución sectorial muestra la concentración del VNF que cada Sector Institucional de Venezuela posee del monto nacional. Es decir, cómo es la concentración del portafolio de activos financieros y pasivos de cada sector institucional que compone una economía determinada. El SCN define a los Sectores institucionales como: *“unidades capaces de ser titulares de bienes y activos, ser contraer pasivos y de realizar, en nombre propio, actividades económicas y transacciones con otras unidades”* (SCN, 1993). Por lo tanto, cada unidad institucional es agrupada junto a sus semejantes para formar Sectores institucionales.

La estimación de la distribución sectorial del Valor Neto Nacional se obtiene gracias a la construcción de la Hoja de Balance Nacional (HBN). La HBN es un sistema complementario al SCN, nutrido por sus datos estadísticos y los de otras fuentes externas; que muestra el balance, al principio (o al final) de un año determinado, de los activos no financieros, financieros y pasivos de cada uno de los mencionados sectores. Sin embargo, al igual que es posible dividir en dos secciones (financiero y real) al Valor Neto, lo mismo ocurre con la HBN. Por lo tanto, es posible construir únicamente una Hoja de Balance Nacional Financiera (HBF) que muestre, al principio (o al final) de cada año, el balance de activos financieros y pasivos para cada sector institucional. La exclusión de la actividad real de la economía dentro del alcance de este trabajo, se justifica debido a la ausencia de información estadística publicada por el Banco Central de Venezuela (BCV) para los años de estudio, quien es la institución encargada de la producción de las estadísticas económicas en el país.

---

<sup>5</sup> La literatura económica no especializada utiliza la palabra “sector” para referirse a actividades productivas e industrias. Por otro lado, el SCN entiende al “sector” como “sectores institucionales” entendidos como una agrupación de unidades institucionales.

La HBF es una matriz que presenta la composición del portafolio de activos financieros y pasivos de cada Sector Institucional para un año, lo que permite calcular el VNF de cada Sector Institucional, y su agregado, conocido como VNF Nacional o riqueza financiera nacional. Pese a la gran riqueza estadística de estas matrices, ni la HBN ni la HBF son productos que reciben prioridad en su construcción y publicación por parte de los organismos nacionales. No obstante, en la última década ha cobrado relevancia dada su gran utilidad, pues facilita el monitoreo del desempeño económico y la estructura financiera de una economía, al evidenciar los cambios en los portafolios de los agentes económicos producto de decisiones de política fiscal y monetaria, y de las transacciones que entre unidades institucionales se derivan (UK Office for National Statistics, 2004). La HBF también facilita el monitoreo de las tendencias de las asignaciones de los recursos económicos y la situación financiera de la economía a lo largo del tiempo y en comparación con otras economías (Israel Central Bureau of Statistics, 2009).

Hecha esta aclaratoria metodológica, se puede resumir que uno de los propósitos de la investigación consiste en estimar la distribución sectorial del VNF para los años 2005 y 2011 a partir de la construcción de la HBF, y analizar, a grandes rasgos, la estructura financiera de la economía venezolana y sus principales cambios entre los años de estudio producto de la política económica vigente. Este hallazgo es de importancia, porque explicaría el destino de la apropiación de la renta petrolera, por sectores institucionales en un período de choques positivos en los precios del crudo como lo fue el súper ciclo de materias primas iniciado en el año 2003 y extendiéndose hasta el año 2014. Además controlando por otras economías de la región quiénes también tuvieron expansión económica como consecuencia de ello.

La razón de la selección de los años 2005 y 2011 como años base (o benchmarks) es que ellos eran los de más reciente disponibilidad para el momento de la elaboración del trabajo, pero, coincidentalmente, corresponden al auge petrolero más duradero que ha experimentado la economía venezolana en su historia. Como se ahonda en las secciones siguientes, la metodología seguida para la construcción de la HBF de Venezuela se basa en el trabajo pionero de Hernández et al. (2014), quien lo realizó para el año 2005, último

año de publicación de la data del SCN de Venezuela. La presente investigación actualiza y refina dicha metodología, para lo cual se recurre al último año de data publicada del SCN de Venezuela para el momento de la investigación, que es el año 2011.

## **I.2. Objetivos de la investigación**

### **I.2.1. Objetivo general**

Analizar la distribución sectorial del VNF (riqueza financiera) de Venezuela a partir de la construcción de la HBF y del cálculo de indicadores financieros derivados de ella, para los años 2005 y 2011, como indicador de la estructura financiera de la economía venezolana.

### **I.2.2. Objetivos específicos**

- Estimar el monto y la distribución del VNF entre Sectores institucionales a partir de la construcción de la HBF de Venezuela para el año 2011.
- Caracterizar los efectos de la política económica venezolana, impulsada por el gobierno de Hugo Chávez, sobre la composición de portafolio de los sectores institucionales de Venezuela entre los años 2005 y 2011.
- Analizar los cambios en las asignaciones de recursos financieros, a partir del cálculo de indicadores financieros derivados de la HBF de Venezuela, para los años 2005 y 2011.

- Describir, comparativamente, los cambios en los indicadores financieros de la HBF de Venezuela, entre los años 2005 y 2011, con los de Colombia y Chile, economías de la región que siguen esta metodología.

### **I.3.. Justificación de la investigación**

El presente trabajo permite el análisis integral --desde el punto de vista cuantitativo y cualitativo-- de la distribución sectorial de la riqueza financiera en Venezuela, pues a pesar de su innegable relevancia, ha sido un tema casi inexistente en la literatura académica venezolana. El autor supone que la carencia de trabajos previos se debe, en gran medida, a la ausencia de información estadística publicada y de una propuesta metodológica sólida que permita calcular el Valor Neto Nacional de Venezuela.

Para el caso venezolano, el estudio pionero de Hernández et al. (2014), investigadores del BCV, derivan en una propuesta metodológica que facilita la estimación de la riqueza nacional a partir de la construcción de la HBN de Venezuela para el año 2005. Sin embargo, el mencionado trabajo se limita a una presentación metodológica y no profundiza en el análisis de los resultados de la HBN y su relación con la estructura financiera de Venezuela.

Partiendo de la metodología implementada por los autores para el año 2005, la presente investigación busca la actualización de la metodología para el 2011, y la comparación de la distribución sectorial del VNF entre ambos años. Por lo tanto, este trabajo se presenta como una ampliación de los estudios de Hernández et al.(2014), puesto que busca adaptar y refinar su metodología a un nuevo año base, en el marco de la publicación (y posterior aplicación en Venezuela) del nuevo Manual de Cuentas Nacionales en el año 2008 (SCN08) y del Programa de Actualización de Cuentas

Macroeconómicas (PRACEM) iniciado en el año 2013<sup>6</sup>. Un aspecto a tener presente es que, a diferencia del trabajo de Hernández et al. (2014) cuyo objetivo era la construcción de una HBN que abarcó tanto el sector real como financiero, esta investigación limita el estudio al sector financiero de la economía venezolana. Por lo tanto, este trabajo busca la construcción de la HBF, un subproducto de la HBN, que facilita la estimación del VNF o riqueza financiera (y no de la riqueza nacional).

Como resultado, esta investigación deja una data robusta y de mucha utilidad para investigaciones futuras, no solo circunscritas al campo de las cuentas nacionales, sino también al de política económica, economía política, economía del bienestar, finanzas internacionales, entre otros. En particular, este trabajo ofrece una primera introducción en la literatura académica de cuentas nacionales sobre el problema de los efectos de la política monetaria y fiscal en la composición de portafolios de parte de los agentes venezolanos, tomando como años de referencia el 2005 y 2011. Entre dichos años, la economía venezolana experimentó profundos cambios producto de un rompimiento de la política económica tradicional con respecto a los gobiernos anteriores, generando redistribuciones de activos financieros y pasivos entre los sectores institucionales. Por otro lado, esta investigación también presenta un análisis descriptivo de cómo se mide Venezuela con respecto a sus socios regionales en términos de riqueza financiera nacional y su distribución entre sectores institucionales.

#### **I.4. Limitaciones**

Esta investigación presenta limitaciones en varios ámbitos, motivado a su naturaleza exploratoria orientada al desarrollo de una compleja metodología prácticamente inédita para el caso venezolano, en un contexto de vacíos y debilidades en las publicaciones de

---

<sup>6</sup> La HBF del año 2005 fue construida con base en el Manual de Cuentas Nacionales del año 1993. Sin embargo, en el año 2008 fue publicado un nuevo Manual de Cuentas Nacionales, que realizaba adaptaciones metodológicas en el SCN.

ciertas estadísticas macroeconómicas por parte de los organismos oficiales. Específicamente, las limitaciones pueden categorizarse en: los obstáculos para la obtención de la data, la falta de antecedentes teóricos específicos de la investigación, y la considerable cantidad de supuestos necesarios para lograr los objetivos de estimación de la distribución sectorial del VNF.

En primer lugar, se aborda lo relacionado con la obtención de la data. El Departamento de Cuentas Macroeconómicas (DCM) para el momento de la elaboración de este trabajo, tenía como última fecha de publicación del SCN de Venezuela, en toda su extensión, el año 2007 (con cálculos de base 1997). Como insumo fundamental para la presente investigación, se requiere de las Cuentas Económicas Integradas (CEI), en específico, las Cuentas de balance, que son cuentas anuales por sectores institucionales, cuya serie estadística solo se encontraba disponible hasta el mencionado año. Gracias a las debidas diligencias, se logró obtener las CEI hasta el año 2011. Es decir, en el año 2017 se evidencia un importante rezago en la generación y publicación del SCN completo de Venezuela de años anteriores<sup>7</sup>. Adicionalmente a ello, el proceso de generación de estadísticas económicas nacionales se ve retrasado debido al proceso de actualización de las cuentas macroeconómicas al nuevo año base, 2007 y la actualización metodológica propuesta por los organismos multilaterales a través de la publicación del nuevo SCN del 2008 (SCN08).

En segundo lugar, como se presenta a profundidad en la sección III.1, esta investigación se configura como un estudio de carácter exploratorio, debido a que no existe publicada –que se tenga referencia– una metodología detallada para la construcción de la HBF de la mano de ningún organismo multilateral o nacional. Distintas organizaciones (UK Office for National Statistics, 2004; Israel Central Bureau of Statistics,

---

<sup>7</sup> La actualización del SCN en Venezuela es un proceso exhaustivo y muy costoso porque a excepción de las cuentas de balance, el BCV cubre e implementa en toda su extensión todas las estadísticas económicas contempladas en manual de cuentas nacionales. Ello implica grandes levantamientos de información primaria a través de trabajo de campo que incluyen censos y muestras estadísticamente representativas, acompañadas por encuestas de otra naturaleza y complementariedad, e.g., encuesta de presupuesto familiar.

2009; Statistics Canada, 2016) abordan superficialmente la metodología que aquí se sigue, pero carecen de ejemplos o mayores detalles al respecto de cómo construir o balancear la HBF. Por lo tanto, pese a que existen un antecedente teórico para la construcción de una HBF para Venezuela, parte de la metodología aquí presentada es inédita.

Finalmente, como consecuencia de lo anterior, la construcción de la HBF requiere una importante cantidad de supuestos, por lo que puede inferirse que dentro de esta investigación existen campos que están sujetos a potenciales mejoras en investigaciones futuras. Como reconocen algunos organismos (e.g. Israel Central Bureau of Statistics, 2009; Russian Central Bank, 2011) para la construcción de la HBF de un país se requiere un importante número de supuestos debido a que es necesaria lograr la armonización de los instrumentos financieros, cuya serie estadística es nutrida de data proveniente de distintas fuentes.

Puntualmente, es pertinente aclararle al lector un aspecto: uno de los objetivos de la presente investigación es únicamente lograr **una** estimación de la riqueza financiera nacional y su distribución entre los agentes económicos venezolanos. No se busca calcular una **única** distribución pues dichos saldos se verán condicionados por los supuestos utilizados por los investigadores, en vista que mucha data no se encuentra disponible, incluso dentro del mismo Banco Central de Venezuela, institución encargada de su recopilación y publicación. Por tanto, este proyecto de investigación espera estimar un sentido de proporción de la riqueza financiera nacional, con base a criterios sólidos, entre dos años particulares, con el fin de hacer un ejercicio de estática comparativa implícita, en la cual se comparan dos equilibrios distintos.

El hecho que mucha información estadística necesaria para la estimación del VNF no sea publicada o en muchos casos, generada, supone un reto para el investigador: diseñar una metodología para poder estimar los saldos de ciertas partidas y ciertos sectores que presentan debilidad estadística. Ello significa que en muchos casos, los saldos que serán presentados en el Capítulo V deban ser tomados con cautela: para algunos sectores institucionales, pueden presentarse problemas de subestimación o sobreestimación de los

montos, o incluso problemas de doble contabilización, como consecuencia de la integración de información de distintas fuentes y la inexistencia de un set de información primaria suficientemente robusto para poder comparar y evitar a *priori* estos errores. Tras haber construido la HBF, dicha información fue sometida al criterio de diversos funcionarios del BCV para intentar minimizar estas posibles limitaciones, sin embargo, para llevar a cero el error estadístico se requeriría un set de data que no era posible disponer para el momento de la publicación de este trabajo<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> En general, las estadísticas económicas adolecen de precisión. Existe una gran cantidad en la información, no sólo de ruido—el cual es estadísticamente no correlacionado, sino incompletitud y desarmonización, lo cual afecta la medición de los equilibrios económicos. La metodología estándar para solventar los desequilibrios económicos es la implementación de las discrepancias estadísticas. El empleo, no obstante, de dicho procedimiento haría de las hojas balance un instrumento difícil de interpretar y usar. Por consiguiente, la manera metodológicamente más apropiada para la construcción de las hojas de balance reside en el empleo de hojas de ajuste por partida que confoman el portafolio de los sectores institucionales.

## **CAPÍTULO II**

### **MARCO TEÓRICO**

#### **II.1. Antecedentes de la investigación**

En la literatura académica recibe mucha atención las cuentas de flujo anual, es decir, las cuentas que representan las transacciones entre los residentes de una economía y entre ellos con los no residentes. El mejor ejemplo de lo antes descrito es la importancia que tiene como indicador de la salud de una economía, el Producto Interno Bruto (PIB). Ello ha llevado a rezagar, en orden de importancia, al estudio de los stocks o saldos, que son cuentas que muestran la acumulación y revalorización de los flujos en el tiempo, para una determinada economía. Haciendo la escalada de los conceptos, es posible denotar al PIB como un flujo asociado al ingreso disponible de una economía en un periodo de tiempo; y a la riqueza, como la diferencia entre activos y pasivos de una economía en un momento del tiempo determinado.

En la actualidad, la riqueza nacional es estudiada a través de la llamada Hoja de Balance Nacional (HBN), que muestra, por sector institucional, el valor corriente de los activos y pasivos. Sin embargo, como reconoce Carlson (1991), las HBN reciben poca atención en el análisis económico de una nación bien porque parecen ser más apropiadas consideración para el análisis a largo plazo. En general, no muchos son los organismos estadísticos a nivel nacional que publican estas cuentas, un asunto paradójico dada la riqueza estadística que posee una fuente como la HBN y la versatilidad con la que cuenta en la provisión de data que pudiese ser utilizada en la realización de estudios y decisiones de política. La razón de ello responde a que generar tales series estadísticas de forma y periódica robusta es significativamente costosa, en términos de tiempo y recursos.

Tanto las cuentas de flujo como las cuentas de stock tienen sus raíces en el desarrollo del Sistema de Cuentas Nacionales (SCN), cuyo objetivo es proveer un marco contable y conceptual comprehensivo para ordenar y presentar sistemáticamente las estadísticas macroeconómicas de una economía. En total, han sido publicados cuatro (4) Manuales de Cuentas Nacionales, que es la guía que muestra la construcción del SCN de un país (SCN53, SCN68, SCN93, SCN08)<sup>9</sup>, junto con dos (2) revisiones de los mismos (UNSTATS, 2017). Aunque desde el primer manual, el SCN53 se hace la diferenciación entre las cuentas de acervo y de flujo, es en el SCN68 cuando se presenta, por primera vez, el marco para la construcción de las cuentas financieras y las cuentas de balance, aunque el mencionado manual no ahonda en ellas (Ruggles, 1987).

Con base en las especificaciones del SCN68, surgen trabajos de académicos que intentaban desarrollar las metodologías y estructuras de las cuentas financieras y de acervos que rellenaran las lagunas que dejaba el manual de cuentas nacionales. Por ejemplo, Raymond Goldsmith fue un autor pionero en el estudio de la riqueza nacional. El mencionado autor propone la construcción de una HBN, que muestre por sector institucional, el monto de las partidas financieras y reales tipificadas en el SCN68. La estructura que Goldsmith propone para la HBN consiste en distribuir, en un número de nueve (9) Sectores institucionales, una cantidad de partidas de activos y pasivos del sector financiero y real de la economía (Goldsmith, 1982). Adicionalmente, el autor fue pionero en el planteamiento de algunos usos posibles en la HBN. (Goldsmith, 1966) reconoce cinco usos que tienen las HBN:

- Estudio de las relaciones entre activos y pasivos en un punto del tiempo en un país. Al respecto, es de particular interés conocer las relaciones de deudores y acreedores del sector financiero con el sector no financiero de la economía.

---

<sup>9</sup> En adelante, para hacerse referencia al SCN de un determinado año, se usa esta notación presentada. Por ejemplo, el Manual de Cuentas Nacionales de 1993 se presenta como SCN93.

- Análisis de los cambios en la distribución de las partidas financieras entre los sectores deudores y acreedores, para dos o más años.
- Comparación entre la estructura de la HBN entre dos o más países en una fecha determinada, que puede ser en el mismo año o en un año donde los países experimentaban un nivel de crecimiento económico similar.
- Comparación del desarrollo financiero de varios países por al menos dos años.
- Servir como insumo en modelos econométricos o de equilibrio general (CGE).

A la par de los trabajos de Goldsmith, surgen numerosos trabajos, particularmente de funcionarios de agencias nacionales de estadística y organismos multilaterales; aplicando y mejorando la mencionada estructura. Para ejemplificar, trabajos como los de Jack Ravell en el Reino Unido (Ravell, 1963), o de J.Y. Henderson en Australia (Henderson, 1972), buscan adaptar la metodología de Goldsmith para la construcción de la HBN de los mencionados países. Adicionalmente, dichos autores mencionan algunos usos que se les puede dar a tal instrumento en el campo del análisis económico y la política pública.

Los mencionados autores también siguen el ejemplo de Goldsmith, y expanden los posibles usos de la HBN para los policy-makers. Por ejemplo, Ravell (1963) argumenta que no es solo útil el análisis de la riqueza nacional, sino también del Valor Neto por cada sector obtenido a partir de las hojas de balance de cada sector. Otro aspecto de gran utilidad es que las HBN facilitan el estudio de los componentes de los activos y pasivos en posesión de cada sector institucional, lo que puede arrojar información sobre el proceso de asignación de los recursos económicos. Entre algunos usos que Ravell describe para la HBN se encuentran:

- Análisis de la política monetaria a la luz de modelos econométricos

- Estudio de variables de flujo, como el consumo o la inversión, teniendo como variables explicativas los stocks de activos
- Validación de la teoría del crecimiento económico en un país con base en el estudio del ratio capital producto, calculable a partir de las HBN
- Estimación de la desigualdad en términos de ingreso y de riqueza a nivel nacional y comparativo con otros países
- Análisis de la interrelación financiera y su relación con el desarrollo financiero de una economía

En conclusión, los trabajos pioneros tienen como objetivo el desarrollo de una metodología homogénea para la construcción de la HBN. Regularmente, las investigaciones presentadas entre 1960 y 1990 tienen en común el intentar dirimir problemas metodológicos que el SCN68 no cubrió. Algunos de los temas comúnmente abordados eran: problemas de valuación de activos y pasivos, qué tipos de activos y pasivos debían incluirse en las HBN, para cuáles sectores debía realizarse la estimación, cómo debían ser tratados los activos no financieros, entre muchos otros aspectos (Rushbrook & Wells, 1987). Adicionalmente, se presentaba una complicación adicional tras la publicación del SCN68: en muchos casos, eran distintas las convenciones sobre las definiciones en las estadísticas financieras, presentadas en el SCN y en el International Financial Statistics (IFS) del Fondo Monetario Internacional, por lo que se hacía necesaria una armonización de conceptos (Ruggles, 1987).

Muchas de estas controversias fueron abordadas en los “Lineamientos Provisionales Internacionales de las Hojas de Balance Nacionales y Sectoriales y las Cuentas de Reconciliación del Sistema de Cuentas Nacionales” elaborado por el Departamento de Estadística de la ONU (UNSTATS) en 1971. Dichos lineamientos cubren, como su nombre lo indica, los aspectos teóricos y metodológicos asociados a las HBN sectorial y

nacionalmente; así como los tópicos asociados a las llamadas “cuentas de reconciliación”, equivalentes a la cuenta de Otras Variaciones de Activos (OVA) definidas a partir del SCN93.

Básicamente, los lineamientos se enfocan, en materia de hoja de balance, en resaltar los principales usos de las HBN para los Sectores institucionales del SCN, y luego, en analizar la definición y estructura de las HBN con base en los conceptos del SCN. En tercer lugar, los lineamientos son enfáticos en abordar y definir conceptos relacionados a la riqueza nacional y el Valor Neto de cada sector. Seguidamente, en términos de armonización, los lineamientos definen la clasificación de Sectores institucionales y partidas económicas y resuelven nuevas convenciones para la valoración de activos, pasivos y cuentas de revalorización (UNSTATS, 1977). Pese a ello, aún permanecieron ciertas debilidades metodológicas respecto a las HBN, como lo explica Ruggles (1987):

Para el momento en que se prepararon los lineamientos, había poca experiencia de los países en la recopilación de hojas de balance sobre la cual basarse, aunque había existido experimentación por parte de los investigadores tanto en la construcción de estadísticas de acumulación de capital, como en la compilación de hojas de balance sectoriales. Desde entonces, la experiencia a nivel nacional se ha expandido. Entre los países más desarrollados en áreas estadísticas, las áreas de stock de capital se ha mejorado, pero las hojas de balance siguen siendo limitadas (p.2) (Ruggles, 1987).

No obstante, dichos lineamientos, fueron la base para que en 1993, un nuevo SCN (SCN93) fuese mucho más exhaustivo en lo referente a las cuentas de acervo y las estadísticas financieras nacionales. El SCN93 presenta una metodología para la construcción de las llamadas “Cuentas de balance” (balance sheet accounts)<sup>10</sup>, que muestran los acervos (saldos) de las partidas económicas (financieras y no financieras)

---

<sup>10</sup> Para una conceptualización extensiva, refiérase a la sección II.2.1.2 del presente trabajo.

para cada sector institucional de la economía. Dichas cuentas son la base para la construcción de la HBN (y sus diferentes subproductos, como la HBF).

## **II.2. Bases teóricas**

### **II.2.1. Hoja de Balance Nacional**

#### **II.2.1.1. Definición**

Las HBN son una medida de riqueza nacional, o del Valor Neto Nacional, y muestran el valor corriente de mercado de los activos y pasivos de una nación en un momento determinado. En términos técnicos, la HBN son productos complementarios del SCN y muestran, para el principio (o el final) de cada año, el balance de los activos no financieros, activos financieros y pasivos, desagregados para cada sector institucional. Para la construcción de dicha HBN, regularmente se recurren a las cuentas del balance del SCN, o a cualquier otra fuente de información parcial que informe sobre la distribución de activos y pasivos entre sectores, por lo que la construcción de cada HBN debe realizarse manualmente (Israel Central Bureau of Statistics, 2009).

La HBN se constituye como un sistema completo y cerrado de relaciones entre los activos (financieros y reales) y pasivos para los principales Sectores institucionales que integran una economía, lo que también arroja información sobre las interacciones de los residentes y no residentes. Con base en eso, es posible afirmar que una de las principales características de la HBN es que permite la determinación de las relaciones de deudores y acreedores para cada partida financiera de cada sector institucional. Adicionalmente, la HBN permite estimar el valor total de los activos, pasivos y el Valor Neto de cada sector institucional, cuya suma, arrojará el Valor Neto nacional, entendido como riqueza nacional.

Es importante entender que para una economía doméstica, el total de activos financieros menos los pasivos, excluyendo al resto del mundo, debe ser igual a cero. La razón de esto, es que los activos financieros que todos los agentes domésticos tienen sobre otros, se cancelan en un proceso de agregación, por lo tanto, no son los acervos sino los flujos los que impactan en la variación de la riqueza (Feenstra & Taylor, 2012). Esto se debe a que, según el SCN, cada activo financiero de un sector institucional tiene su correspondiente pasivo en otro sector, por lo tanto, a nivel nacional, el valor total de los activos financieros debe coincidir con el valor total de los pasivos en posesión de los residentes domésticos (Hernandez, Leone, & Velásquez, 2014).

En este punto, se hace relevante entender la definición de riqueza nacional, también entendida como Valor Neto nacional. La riqueza nacional se entiende como la suma de los valores netos de los  $n$  Sectores institucionales, descritos en la Ecuación N°1:

$$R = \sum_{i=1}^n VN_i \quad (1)$$

Donde  $R$  representa riqueza nacional;  $VN$  representa Valor Neto del sector  $i$ .

El Valor Neto nacional se compone de la diferencia entre el total de activos, tanto financieros como no financieros, que posee cada sector institucional (sin incluir al resto del mundo) menos los pasivos. Un aspecto importante a resaltar, es que no existe una correspondencia directa entre activos no financieros (reales) y los pasivos reales. La razón de esto, es que los activos no financieros, por ejemplo, los activos no producidos o los activos intangibles no poseen una correspondencia contable por el lado del pasivo, por la propia naturaleza de la partida. Un mobiliario, por ejemplo, puede ser un activo fijo propiedad de un sector institucional, pero no existe ningún otro sector en la economía que tenga reflejado en su pasivo al mobiliario. Por ello, en el SCN no se presenta el grupo de los pasivos no financieros. Por lo tanto, la Ecuación N°1 se puede reescribir en:

$$R = \sum_{i=1}^n VN_i = \sum_{i=1}^n AF_i + \sum_{i=1}^n AN_i - \sum_{i=1}^n PF_i \quad (2)$$

Donde  $AF_i$  representa el total de activos financieros del sector  $i$ ;  $AN_i$  representa el total de activos reales del sector  $i$ ;  $PF_i$  representa el total de pasivos del sector  $i$ .

Como en una economía abierta, los activos financieros de los residentes son iguales a los pasivos de los residentes, su diferencia es cero. Otro aspecto importante que debe aclararse, es que el Resto del Mundo (RoW), como se explica en la sección (IV.1.1.), funciona como otro sector institucional de la economía,<sup>11</sup> aunque no es considerado un sector doméstico por lo que se desprecia en el cálculo del valor neto financiero nacional, pues éste únicamente incluye los sectores domésticos. No obstante, es posible descomponer la Ecuación N°2 entre economía interna y resto del mundo. En ese caso se analiza por un lado,  $n-1$  Sectores institucionales, correspondientes a las transacciones entre los residentes; y el sector restante, resto del mundo que corresponde a los no residentes. Como internamente en la economía, los activos financieros y pasivos se anulan, la Ecuación N°2 se puede reescribir como:

$$R = \sum_{i=1}^n AN_i + AF_{RoW} - PF_{RoW} \quad (3)$$

Donde  $AF_{RoW}$  representa el total de activos financieros del resto del mundo;  $PF_{RoW}$  representa el total de pasivos del resto del mundo.

Sabiendo esto, es posible plantear una estructura general para una HBN. La estructura tradicional de una HBN se basa en una matriz, donde las filas representan todas las partidas económicas (financieras y no financieras), que sugiere en Manual de Cuentas Nacionales y adaptados a los activos y pasivos que presenta cada economía en particular;

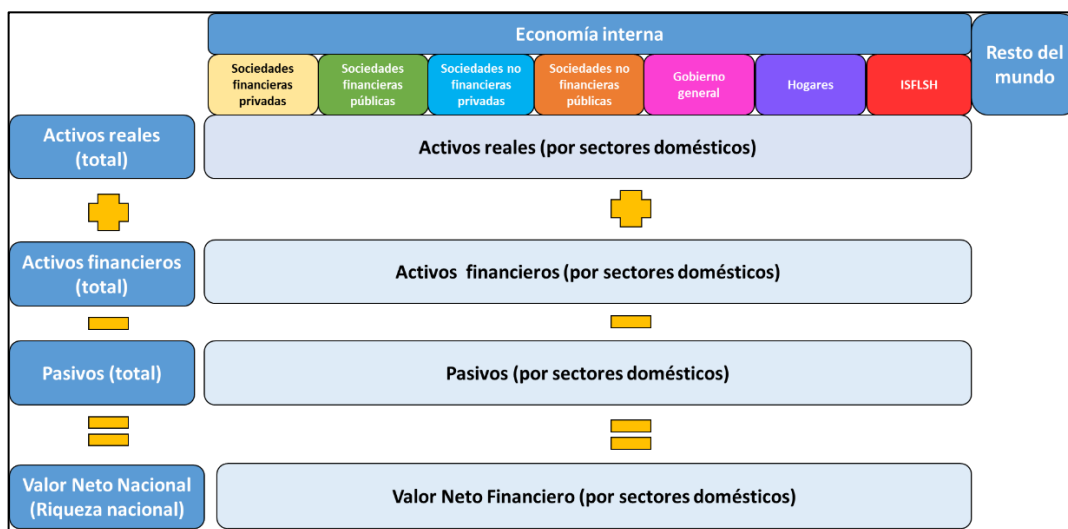
---

<sup>11</sup> El SCN hace la diferenciación entre las transacciones entre los Sectores institucionales residentes en un país, con los no residentes: “Las unidades residentes realizan transacciones con unidades no residentes (es decir, con unidades que son residentes de otras economías). Estas transacciones son las transacciones exteriores de la economía, y se agrupan en la cuenta del resto del mundo. En sentido estricto, el resto del mundo es la cuenta de las transacciones entre las unidades residentes y no residentes, pero también puede verse como el conjunto de todas las unidades no residentes que intervienen en transacciones con unidades residentes. En la estructura contable del SCN, el resto del mundo representa un papel semejante al de un sector institucional” (SCN08). Por lo tanto, para el SCN, se asume que el “Resto del Mundo” funciona como otro sector institucional de Venezuela.

y donde las columnas representan los distintos Sectores institucionales que sugiere el Manual de Cuentas Nacionales y adaptados a los representativos de cada economía en particular. Esta estructura facilita el registro de activos y pasivos para cada sector institucional, por tipo de partida. En la Figura N°1 se muestra tal estructura.

**Figura N°1**

Estructura general de una HBN<sup>12</sup>



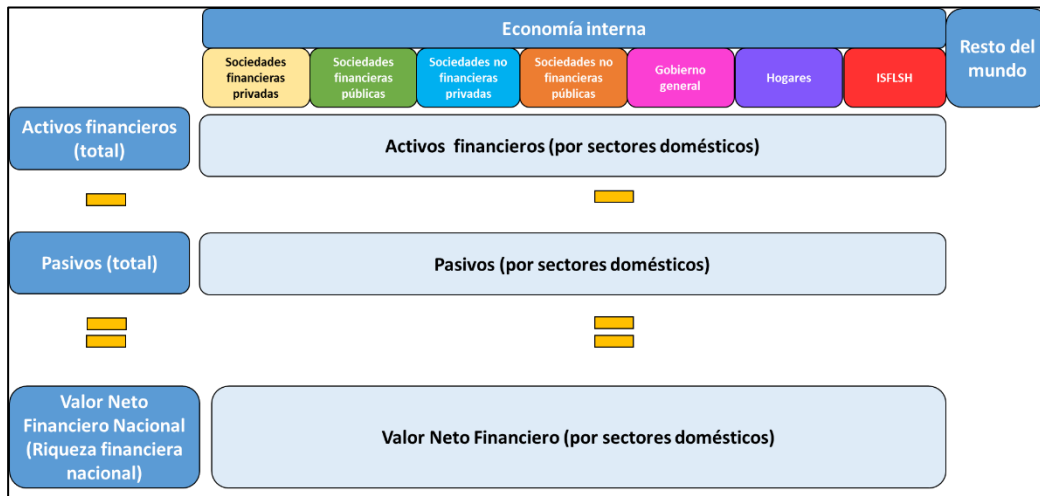
Fuente: Elaboración propia

En específico, para este trabajo de investigación se hace relevante no solo la estructura de la HBN sino la de la HBF que muestra solo el sector financiero de la economía. La estructura general de una HBF se presenta en la Figura N°2.

<sup>12</sup> Los pasivos incluyen las partidas patrimoniales.

**Figura N°2**

Estructura general de una HBF



Fuente: Elaboración propia

#### II.2.1.2. Usos de la HBN

La principal utilidad de la HBN es facilitar el análisis de las relaciones entre los activos financieros y pasivos para cada sector institucional de la economía. Dicho análisis se considera un insumo necesario para poder estudiar las relaciones financieras entre los Sectores institucionales y la estructura financiera de la economía. Haciendo una analogía, al mostrar los niveles de activos financieros y pasivos de la economía, la HBN muestra la radiografía del sistema financiero de la economía, en un momento determinado del tiempo. Al juntar al menos dos radiografías, se facilita el análisis de las tendencias en las asignaciones de recursos y en la situación financiera de la economía.

Algunos de los usos más frecuentes de las HBN se plantean en los Lineamientos Provisionales Internacionales de las Hojas de Balance Nacionales y Sectoriales y las Cuentas de Reconciliación del Sistema de Cuentas Nacionales (UNSTATS, 1977). Ellos son:

- Riqueza personal: las HBN permiten analizar las decisiones de consumo y ahorro en una economía como funciones de la riqueza disponible de los sectores.

- Dinero y cuasidinero: un uso vital de las hojas de balance consiste en proveer a los policy makers de un marco de estadísticas financieras, lo que facilita la evaluación de la política monetaria.
- Ratios de partidas económicas: las HBN son usualmente utilizadas en el cálculo de ratios que relacionan partidas económicas entre sí y arrojan importante información sobre la situación general de la economía.
- Modelos ajustados de portafolio: los cambios en las HBN pueden ser interpretados a partir del uso de modelos ajustados de portafolio para cada sector institucional. Lo más común, es la elaboración de Modelos de Equilibrio General.
- Estudio de los activos tangibles durables: la HBN permite analizar la construcción de activos fijos, a través de la estimación de funciones de producción usando métodos econométricos, cálculo de ratio capital-producto, midiendo la productividad total de los factores entre otros.
- Análisis de la construcción del stock: puede ser relevante el estudio del proceso de acumulación de acervos y su comparación con la producción de una economía.
- Riqueza nacional y comparaciones internacionales: las HBN permiten analizar la estructura de la riqueza nacional y compararla con varios países. El método más común de comparación es a través del cálculo de indicadores y comparación del Valor Neto.

En la actualidad, la literatura ha encontrado en las HBN una fuente de información valiosa para el monitoreo de las asignaciones de recursos financieros, lo que es usualmente utilizado en los análisis de crisis financieras, debilidades macroeconómica y

vigilancia de endeudamiento sectorial. Para mencionar algunos de los usos de las HBN en la actualidad, se tienen:

- Descripción de los cambios en los patrones de consumo, ahorro y distribución del ingreso a partir en los cambios del VNF de los hogares (Israel Bureau of Statistics, 2010).
- Determinación de la liquidez y necesidades de financiamiento del sector corporativo (Israel Bureau of Statistics, 2010).
- Estimación de los riesgos de tipo de cambio, liquidez y crédito de una economía (Craig, 2014).
- Análisis de las crisis financieras a la luz del Balance Sheet Approach (BSA) (Mark, 2002).
- Análisis de las vulnerabilidades macroeconómicas y de mismatches en las hojas de balance sectoriales (Lima, 2006).

La presente investigación se suscribe al campo del análisis de la riqueza nacional y sus comparaciones internacionales, y al análisis de la estructura financiera de la economía a partir de ratios de partidas financieras.

## **II.2.2. Sistema de Cuentas Nacionales**

### **II.2.2.1. Definiciones y fuentes del SCN**

El SCN es definido por el mismo Manual de Cuentas Nacionales como: “el conjunto, normalizado y aceptado internacionalmente, de recomendaciones relativas a la elaboración de mediciones de la actividad económica de acuerdo a convenciones contables estrictas, basadas en principios económicos” (SCN, 2008). Por ello, el SCN tiene una importancia medular desde el punto de vista teórico, pues es entendido como un compendio de conceptos, definiciones, clasificaciones y reglas contables generalmente aceptadas, que permite la homogenización de las cuentas económicas nacionales, facilitando comparaciones entre países.

Por otro lado, el SCN cuenta con gran importancia desde el punto de vista estadístico, pues presenta el registro agregado de las actividades económicas, y las relaciones entre los principales agentes en una economía. El SCN es nutrido por una gran cantidad de datos de distintas fuentes, entre las que resaltan los datos microeconómicos provenientes de encuestas industriales, encuestas de hogares, estadísticas de comercio de mercancías, recaudaciones del IVA y otras fuentes administrativas; y los datos provenientes de otros sistemas estadísticos relacionados como las estadísticas financieras o de balanza de pagos de un país (SCN, 2008). Para el caso específico de Venezuela, el SCN se nutre de diversas fuentes estadísticas, entre las que resaltan: (a) balances contables, (b) encuestas económicas por sectores y actividad, (c) fuentes fiscales, (d) estadísticas del comercio exterior, (e) encuestas de presupuesto familiar, (f) hogares por muestreo (BCV, 2013). Un SCN ideal sería aquel que, en presencia de información completa sobre cada unidad institucional de la economía, pudiese agregarse los datos microeconómicos para generar cuentas macroeconómicas de los sectores o incluso de la economía total del país. Sin

embargo, la realidad es que rara vez dicha agregación simple puede realizarse, porque existen distintos impedimentos metodológicos para lograrlo<sup>13</sup>.

Para el caso venezolano, el Banco Central de Venezuela (BCV) es la institución encargada de la publicación de las estadísticas macroeconómicas de Venezuela, en la que se incluye el SCN. Aunque buena parte de data proveniente del SCN es presentada de forma anual, existen cuentas publicadas de forma no periódica<sup>14</sup>. Las clasificaciones por enfoque de las cuentas anuales del SCN de Venezuela, se presentan en la Figura N°3. Los resultados del SCN de Venezuela pueden ser ordenados en los siguientes productos estadísticos: (a) agregados macroeconómicos, (b) cuenta de bienes y servicios, (c) balances de oferta y utilización de bienes y servicios, (d) cuentas económicas integradas, (e) clasificación cruzada de la cuenta producción y la cuenta generación de servicio.

---

<sup>13</sup> Principalmente, existen tres grandes limitaciones: (a) aun cuando exista la data microeconómica, las convenciones contables y los métodos de valoración utilizados a nivel microeconómico suelen diferir de los exigidos por el SCN, (b) existen casos donde los gobiernos no tienen diseñados mecanismos para la recolección de data microeconómica para cuentas y Sectores institucionales específicos como los hogares o las pequeñas empresas no constituidas en sociedad, (c) en muchos casos, la data microeconómica contempla sesgos provenientes del muestreo Y cobertura o de características no observables de los encuestados, por lo que deben hacerse ajustes para que dichos montos sean consistentes con la data macroeconómica (SCN, 2008).

<sup>14</sup> Entre las cuentas presentadas trimestralmente se encuentran el PIB por los tres enfoques (producción, renta y gasto), y en las cuentas de publicación no periódica, las cuentas satélite algunos indicadores mensuales como el PIB (BCV, 2007).

### Figura N°3

#### Cuentas anuales del SCN de Venezuela



Fuente: BCV (2013)

#### II.2.2.1. Cuenta Económica Integrada

Un aspecto central de la presentación de cuentas en el SCN es la llamada “secuencia de cuentas”, enmarcadas en la llamada Cuenta Económica Integrada (CEI)<sup>15</sup>. La CEI muestra una continuación de cuentas que contienen la información sobre los principales flujos de los distintos tipos de actividades desarrollados en una economía para un periodo dado; pero también presenta información sobre el monto de los saldos de activos y pasivos al principio y final de cada periodo para cada sector institucional (Hernández et al., 2014).

Tanto las cuentas corrientes como de balance, presentan la información referida a los “recursos” que dispone cada sector institucional, y los “usos” que hacen de los mencionados recursos. En el caso de las cuentas de producción, Dicho asunto es explicado en el “manual de producción financiera, flujos y stocks del SCN”:

<sup>15</sup> En el caso de la presente investigación, se usa indiferentemente el término CEI o CEIVEN para hacer referencia a la Cuenta Económica Integrada de Venezuela.

El término “recursos” es usando en las transacciones las cuales añaden al monto del valor económico de un determinado sector. Por convención, los recursos se usan del lado derecho de las cuentas corrientes. Para ejemplificar, los sueldos y salarios son un recurso para la unidad o sector recibéndolos. El lado izquierdo de las cuentas muestran los “usos”. Se relacionan a las transacciones registradas en las cuentas corrientes que reducen el monto del valor económico de una unidad o sector. En el ejemplo, los sueldos y salarios son un uso para el sector pagándolos (pp. 47-48) (United Nations; European Central Bank, 2015).

Al final, la diferencia matemática entre los recursos totales menos los usos totales por cada cuenta corriente y de ahorro, genera un monto contable. Dicho monto contable es utilizado como el primer ítem de la siguiente cuenta. Por ello, se puede entender a este mecanismo como una secuencia de cuentas, donde el balance de la última representa el monto de apertura de la siguiente.

En términos de cuentas nacionales, la mencionada secuencia de cuentas se representa en la llamada “Cuenta Económica Integrada” (CEI), que agrega la totalidad de las cuentas de flujo y stock de una economía para todos los Sectores institucionales en un año determinado. Antes de proceder a la presentación de las cuentas, se hace relevante tener una idea sobre la estructura de la CEI. Para ello, se dispone la Figura N°4.

En esta secuencia de cuentas, se reflejan tres tipos de cuentas:

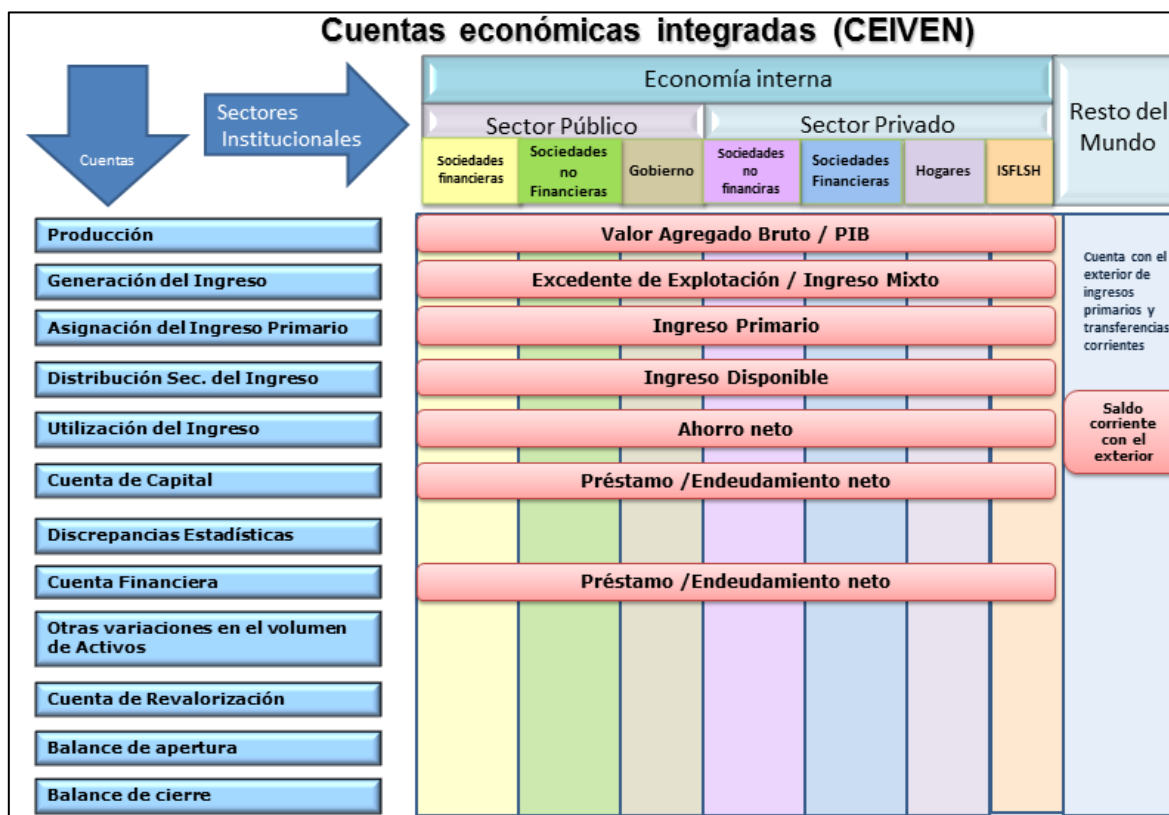
- Las llamadas “cuentas corriente”, que reflejan la producción de bienes y servicios, junto con cuentas de generación primaria del ingreso, distribución y redistribución entre los principales Sectores institucionales; lo que arroja información sobre el consumo y el ahorro.
- Las llamadas “cuentas de acumulación”, que reflejan los cambios en los activos y pasivos de cada sector institucional. Se divide en cuenta financiera, cuenta capital y cuenta de otras variaciones de activo, que a su vez se divide en cuenta de otras

variaciones del volumen de activo y cuenta de revalorización. En general, este grupo de cuentas permite analizar los cambios entre dos hojas de balance sectoriales en un periodo específico de tiempo.

- Las llamadas “cuentas de balance” que muestran los valores de los activos y pasivos en posesión de los Sectores institucionales al principio y al final de cada año. Dichos montos pueden variar interanualmente a causa de las transacciones, de los cambios en los precios, entre otros.

**Figura N°4**

Cuenta Económica Integrada de Venezuela



Fuente: Banco Central de Venezuela.

### II.2.2.1 Cuentas corrientes

#### *II.2.2.1.1. Cuentas de producción*

Esta cuenta macroeconómica muestra la oferta total de bienes y servicios (entendidos como los recursos) en una determinada economía y cómo son utilizados (entendidos como los empleos). Puntualmente, el Manual de Cuentas Nacionales (SCN, 2008) especifica:

En el SCN es fundamental la identidad de que los bienes o servicios producidos por la economía que se consumen, se utilizan para la formación de capital o se exportan y de que todos los bienes y servicios utilizados dentro de la economía han sido producidos o importados en esa economía. De aquí se deduce la cuenta de bienes y servicios (...) (p.3).

Es importante mencionar que para el caso del SCN en referencia a las cuentas de bienes y servicios, más que una cuenta de bienes y servicios, se hace mención del Cuadro de Oferta Utilización de bienes y servicios (COU). La utilidad de este grupo de cuentas es que facilita el cálculo de la oferta total (producción interna, impuestos netos a los productos e importación), y demanda total (consumo intermedio, consumo final, formación bruta de capital fijo, variación de existencias y exportación de bienes y servicios) (Guzmán, 2003).

Finalmente, este grupo de cuentas tiene como balance el llamado “valor añadido bruto” que es una medida de la contribución de cada actividad productiva al PIB nacional para un año determinado (Russian Central Bank, 2011).

#### *II.2.2.1.2. Cuentas de generación y distribución de ingreso*

El conjunto de cuentas que sigue a las de producción, son las de generación de ingreso a partir de la producción (cuenta de generación de ingreso). Seguidamente, se muestra la asignación primaria de dicha cuenta de ingreso entre los Sectores institucionales (cuenta

de asignación primaria de ingreso). En tercer lugar, sigue la cuenta de redistribución de ingresos entre Sectores institucionales, que presenta información sobre transferencias e impuestos (cuenta de distribución secundaria del ingreso). Finalmente, se presenta la cuenta que refleja el gasto, ahorro y consumo de cada sector institucional (cuenta de utilización del ingreso) (SCN, 2008). El ítem de balance se conoce como ahorro.

#### II.2.2.2. Cuentas de acumulación

##### *II.2.2.2.1. Cuenta Capital*

La Cuenta Capital muestra el total de adquisiciones y disposiciones de los activos no financieros, resultado de las transacciones entre los Sectores institucionales. El ítem de balance de la cuenta de capital es la cuenta de préstamo (o endeudamiento) neto. Dicha cuenta es vital en el análisis económico pues muestra el superávit o escasez de recursos de financiamiento, comparado con los gastos de adquisición de activos no financiero. En otras palabras, esta cuenta muestra, para cada partida financiera, si un determinado sector institucional provee financiamiento (préstamo neto), o es acreedor de fondos para financiamiento (endeudamiento neto) (Russian Central Bank, 2011).

##### *II.2.2.2.2. Cuenta financiera*

La Cuenta financiera representa el total de recursos de préstamo o endeudamiento neto, pero visto desde el punto de vista de la enajenación de activos financieros y la emisión neta de pasivos de cada Sector Institucional<sup>16</sup>. En otras palabras, la Cuenta financiera muestra el total de los cambios en la posesión de activos financieros y pasivos. La suma de todos esos cambios debe ser igual al monto de préstamo o endeudamiento neto de la cuenta de capital.

---

<sup>16</sup> Por lo tanto, debe ocurrir que los montos de préstamo o endeudamiento neto reflejados en la Cuenta Capital y en la Cuenta financiera, coincidan.

La Cuenta financiera es la última cuenta, en la secuencia del SCN, que recoge información sobre las transacciones de los Sectores institucionales. En consecuencia, no se presenta un ítem de balance a ser utilizado en otra cuenta. La Cuenta financiera es el resultado de todas las transacciones anteriores de la economía y se relaciona con la producción, utilización del ingreso, ahorro, e inversión.

#### *II.2.2.2.3. Cuenta de Otras Variaciones de Activo*

La Cuenta Otras Variaciones de Activo reviste particular importancia, dado que recoge fundamentalmente cuatro tipos de efectos sobre los activos y pasivos: (a) los presentes en la cuenta Otras Variaciones del Volumen de Activos, relacionados con los cambios en la clasificación y estructura de los activos (normalmente del Manual de Cuentas Nacionales), los hechos externos que afectan los beneficios económicos de los activos (por ejemplo, las catástrofes naturales), y la interacción de las unidades institucionales con la naturaleza (por ejemplo, el descubrimiento de yacimientos de recursos minerales); (b) los presentes en la Cuenta de Revalorización, relacionados con la revalorización de activos y pasivos por tenencia neutral (inflación o deflación).

#### II.2.1.2.3. Cuentas de balance

Para analizar la riqueza financiera de cada sector institucional, entendida como el VNF del que disponen, es necesario analizar el stock de todas las partidas financieras de cada sector institucional. Para ello, se procede a la construcción de la HBF de Venezuela, la cual se nutre de datos del SCN y de otros datos externos al sistema. Los datos del SCN (llamada fuente primaria), se corresponde fundamentalmente a las cuentas de balance de la CEI que miden los saldos de las partidas financieras y no financieras para cada sector institucional en un corte temporal determinado, permitiendo calcular el Valor Neto Nacional.

Las Cuentas de balance se dividen en: (i) Balance de Apertura, que muestra el balance inicial de activos y pasivos de cada sector institucional, en un determinado año; (ii) Balance de Cierre, que muestra el balance final de activos y pasivos (incluyendo los aportes de capital) de cada sector institucional, en un determinado año; (iii) Variaciones de Balance, que agrupa a todas las variaciones que generan una diferencia entre el Balance de Cierre y el Balance de Apertura. Al respecto, Guzmán (2003) indica que:

En la cuenta Variaciones del balance, queda expresada tanto la variación total del Valor Neto como las ocurridas en sus componentes, es decir: (a) Variaciones del Valor Neto debidas al ahorro y a las transferencias de capital (b) Variaciones del Valor Neto debidas a otras variaciones del volumen de activos, (c) Variaciones del Valor Neto debidas a ganancias/pérdidas nominales de capital por tenencia (p.55).

Tanto el BA como el BC muestran el balance del Valor Neto de cada sector institucional, sin embargo difieren en el plazo, puesto que el primero lo muestra para el principio del año, mientras que el último lo muestra para finales del año. Por lo tanto, para la cuenta de Variaciones de Balance en un SCN ideal, debe cumplirse la identidad N°4:

$$\Delta B = BC - BA \quad (4)$$

Donde  $\Delta B$  representa la cuenta de variaciones del balance,  $BC$  representa el balance de cierre y  $BA$  representa el balance de apertura.

Por otro lado, la cuenta de Variaciones de Balance tiene gran relación con las llamadas Cuentas de Acumulación de la CEI. Como se sabe, las cuentas de acumulación reflejan todos los flujos financieros (Cuenta financiera) y de capitales (cuenta de capital) que impactan en los acervos financieros en un periodo determinado, además de las ganancias de capital por revalorización u otras variaciones (otras variaciones de activos). Al respecto, Guzmán (2003) hace la siguiente aclaratoria:

Las dos primeras contienen flujos o variaciones de transacciones derivadas de la actividad económica, bien sea de carácter real o financiero. La última, en sus dos componentes, registra flujos que si bien están vinculados a los cambios experimentados por el Valor Neto de los Sectores institucionales o de la economía en su conjunto, no se les consideran transacciones en un sentido estricto (p.55)

Por lo tanto, es posible afirmar que en presencia de un SCN donde se dispone de información contable robusta y suficiente para cada sector institucional, se debe cumplir que el total de las variaciones reflejadas entre las partidas del Balance de Cierre y el Balance de Apertura debe ser igual a la suma de todos los flujos financieros y ganancias de capital reflejados en las Cuentas de Acumulación. Ello se representa en la identidad N°5:

$$\Delta B = CK + CF + OVA \quad (5)$$

Donde  $CK$  representa la Cuenta Capital;  $CF$  representa la Cuenta financiera y  $OVA$  representa la cuenta de otras variaciones de activos.

La identidad N°5 puede expandirse al considerar las dos subcuentas que abarcan la cuenta de Otras Variaciones de Activos, a saber, la cuenta Otras Variaciones del Volumen de Activos y la Cuenta de Revalorización. Por lo tanto, se presenta la ecuación N°6:

$$OVA = OVVA + CR \quad (6)$$

Donde  $OVVA$  representa la cuenta de otras variaciones del volumen de activos,  $CR$  representa la cuenta de revalorización.

En este punto es posible introducir un supuesto, que también considera el SCN08: es posible asumir que la Cuenta Capital no es relevante para explicar cómo varían las Cuentas de balance porque sus variaciones son poco representativas para explicar los cambios en los acervos financieros, puesto que, mayormente, los flujos de esta cuenta se asocian al sector real de la economía. Por ello, la ecuación (5) se convierte en:

$$\Delta B \approx CF + OVA \quad (7)$$

Combinando las identidades (4) y (7), se obtiene:

$$BC = BA + CF + OVA \quad (8)$$

Si combinamos las ecuaciones (5) y (8), se puede obtener:

$$BC = BA + CF + OVVA + CR \quad (9)$$

Concluyendo, las cuentas de acumulación tienen una importancia central en la presente investigación debido a que están relacionadas a la variación anual del VNF, producto de la adquisición o enajenación de instrumentos financieros o por las ganancias de capital. Por tanto, es posible afirmar que en un sistema de cuentas nacionales ideal, las variaciones interanuales de la riqueza financiera nacional dependen únicamente de las variaciones de la Cuenta financiera y de la cuenta de otras variaciones de activos.

Sin embargo, para la presente investigación, la cuenta de Otras Variaciones de Activo y la Cuenta Capital tendrán poca relevancia en la construcción de la HBF. La razón de ello es que se toma como un supuesto general que las variaciones en la riqueza financiera nacional, coinciden con las variaciones en los flujos financieros consolidados. Este es un supuesto fuerte, pero facilita la estimación de la distribución del VNF entre los sectores institucionales al no sesgar los montos por la revalorización o cambios en las otras variaciones del volumen de activos.

### **II.2.2. Análisis de la Política Económica en el gobierno Chavista (2003-2015)**

En esta sección se intenta hacer una breve reseña desde el punto de vista de economía política y política económica de las decisiones económicas que en esta materia tomó el gobierno chavista para los primeros años (2003-2011) del gobierno chavista. La justificación de la elaboración de esta sección se relaciona con los saldos presentes en las HBF de Venezuela, los cuales presentan el panorama financiero de todos los sectores institucionales de Venezuela y cuyos resultados no pueden ser analizados de forma aislada sin considerar el contexto político imperante.

### II.2.2.1. Generalización de la política económica chavista

El ascenso al poder del gobierno chavista en el año 1999 significó un rompimiento con el status quo político pre-existente en la Venezuela democrática, el llamado el Pacto de Punto Fijo. A partir de dicha fecha, el chavismo se centra en trazar objetivos políticos fundamentales de concentración de poder hacia el largo plazo, lo que se encontraba alineado a un proceso de profundos cambios en el orden político, económico y social.

En 1999 el chavismo hereda de la llamada “IV República” un set de instituciones políticas y económicas que le trazan al gobierno un camino de política económica tradicional en sus primeros años. En esta fase inicial, la burocracia gubernamental no poseía una porción mayoritaria comprometida políticamente con el gobierno, así como tampoco se tenía suficiente control de la industria petrolera para impulsar cambios profundos. Durante esta fase, como indica Zambrano Sequín (2012):

(...) La relativa cautela en la expansión del gasto fiscal, la permanencia de la libre convertibilidad del bolívar para las transacciones externas (corrientes y de capital) y el goce de un nivel aceptable de grados de libertad por parte del BCV para llevar a cabo una política monetaria consistente con los objetivos anti-inflacionarios establecidos, permitieron evitar un crecimiento desbocado de la liquidez monetaria (p.11).

Sin embargo, a partir del año 2003, siendo superados con relativo éxito por el gobierno los hechos de Abril del 2002, así como el “paro petrolero” de diciembre 2002-enero de 2003, el gobierno chavista se traza un nuevo objetivo rector: buscar la maximización del conflicto con el bando que se le opusiese, a fin de maximizar el consenso de su propio bando y lograr el mayor control político, social y económico posible (Urbaneja, 2012). Todo ello no podía ser sostenido sin la incidencia de la renta petrolera, la cual tiene su mecanismo fundamental de transmisión a través del gasto público del gobierno (Zambrano Sequín, 2015).

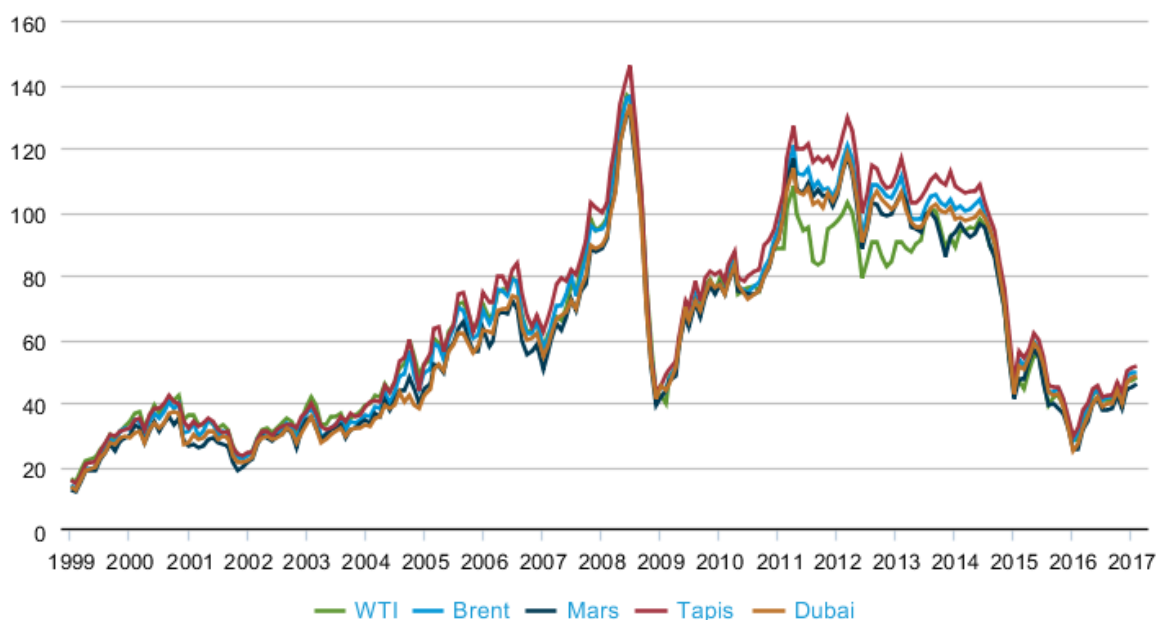
En el año 2003 empieza el boom petrolero a nivel mundial pasando de cerca de USD 20 en el promedio del año 2002, hasta más de USD 140 en el año 2007 y finalmente, tras la crisis subprime que se extendió entre 2007 y 2009, los precios petroleros se estabilizan entre USD120 y USD 140 antes de desmoronarse en el 2014. Este ciclo permitió la entrada al país de una masa de recursos nunca antes percibida en la historia republicana, dotando al gobierno chavista de un fuerte músculo financiero para adoptar una posición radical en cuanto a su visión política y económica.

### Gráfica Nº1

Precios petroleros de las principales canastas del mundo  
Dólares del 2010 por barril

#### World crude oil prices

\$/bbl (real 2010 dollars, monthly average)



Fuente: Energy Information Administration (EIA)

Es posible decir que a partir del año 2003 inicia el modelo económico chavista que buscaba el control directo (a través de empresas públicas) e indirectos (a través de leyes y esquemas de control) de la asignación de recursos de la economía, restringiendo a un mínimo al rol del mercado. En particular, en esta etapa el gobierno chavista se fija como

meta debilitar a los sectores económicos no afectos a él, así como incentivar al surgimiento de un ecosistema de actores económicos cuya lealtad se viese a partir de vinculación con las empresas del Estado y programas de gasto y transferencias del gobierno. Entre algunas de las medidas de política económica implementadas por el gobierno chavista a partir del 2003 se encuentran las siguientes (Olivo, 2014):

- Impulso de la llamada “nueva economía”, utilizando las empresas públicas, las Misiones (programas sociales) y la regulación del crédito bancario, todo ello sostenido por un crecimiento sostenido y significativo del gasto público.
- Fuerte expansión del gasto cuasi-fiscal de parte de PDVSA, destinando recursos a sectores sociales para consolidar respaldo político.
- Empieza la transferencia de recursos monetarios desde el resto de la economía hacia el gobierno central utilizando el endeudamiento interno con la banca.
- Puesta en marcha de mecanismos de financiamiento monetario del gasto público asociados a la transferencia y al uso de reservas internacionales desde el BCV sin costo alguno.
- Implantación de un rígido esquema de controles de cambio y controles de capital
- Implantación de un esquema de controles de precios de un conjunto de bienes y servicios que llega a abarcar el 50% de los componentes del INPC.
- Crecimiento sin precedentes en la intervención directa del Estado en la actividad económica mediante una política sistemática de expropiaciones de empresas privadas.

- La creación de fondos especiales por medio de los cuales se administran programas.
- En general, la agenda política del gobierno exigió una expansión muy pronunciada del gasto público y una tendencia a tasas de interés reales negativas incentivando la demanda agregada.

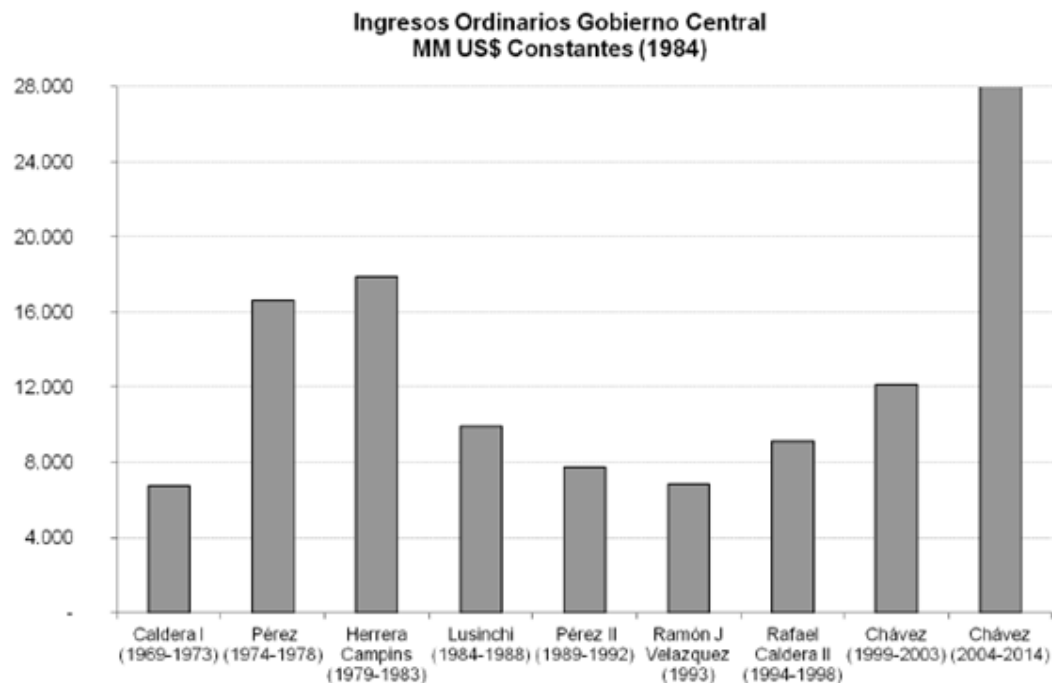
#### II.2.2.2. Gestión fiscal y señoreaje

Inicialmente, se procede al análisis de la política fiscal, para lo que se hace indispensable el estudio del balance gubernamental. En la Gráfica N°2 se presentan los ingresos ordinarios del Gobierno Central desde la época de Rafael Caldera (1969) hasta el segundo gobierno de Chávez (2014). En dicha gráfica se puede evidenciar el importante incremento en los ingresos del Gobierno Central, los cuales se encuentran particularmente impulsados por el rápido crecimiento de los ingresos fiscales no recurrentes, que son aquellas no asociadas a las fuentes permanentes de recaudación tributaria y a la venta de bienes y servicios públicos. Es decir, los ingresos no recurrentes son aquellos vinculados a fuentes no permanentes como los dividendos de PDVSA, utilidades cambiarias, entre otros.

La gestión fiscal a partir del año 2003 descansa progresivamente en la tributación no explícita asociada a la gestión de las políticas cambiarias y monetarias (centralmente, el impuesto inflacionario vinculado a la manipulación del tipo de cambio y a la expansión de la base monetaria en Venezuela). La mencionada expansión de la base monetaria en Venezuela, asociada al denominado señoreaje, consiste en los ingresos que percibe todo gobierno central procedentes de los cambios en la demanda de saldos monetarios reales por parte de agentes económicos, con fines especulativos y transaccionales.

## Gráfica N°2

Ingresos ordinarios del Gobierno Central  
Millones de dólares de 1984



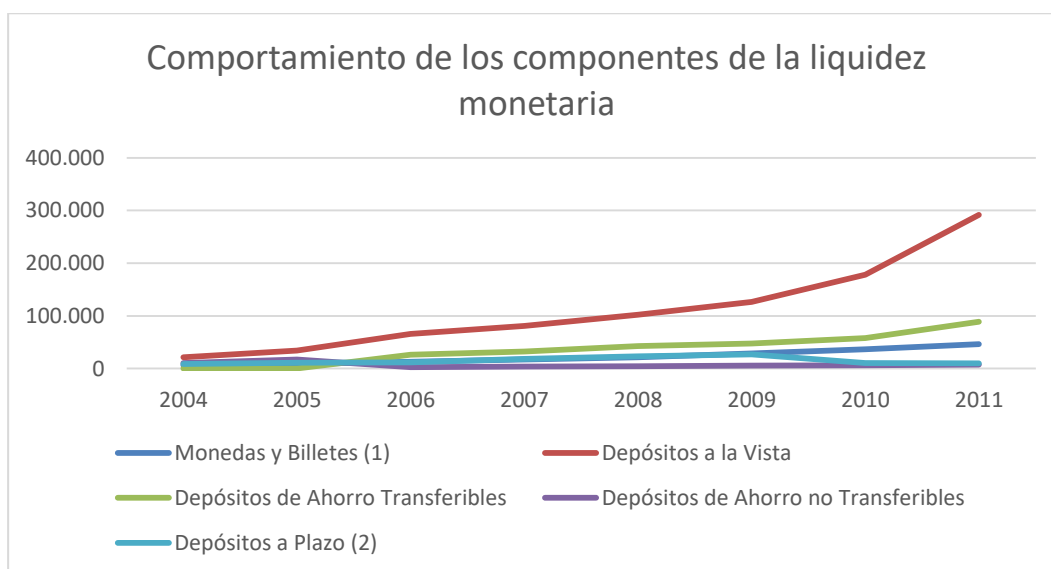
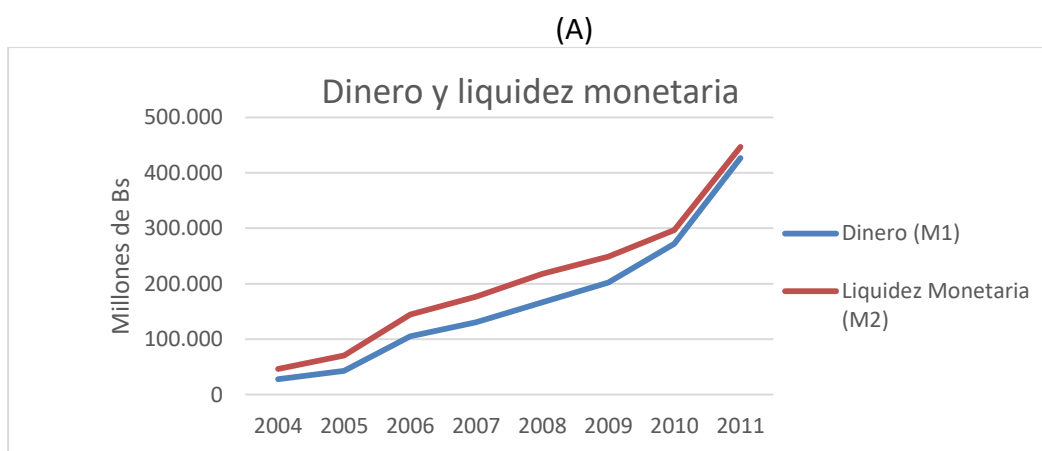
Fuente: Zambrano Sequín (2015)

Esto guarda estrecha relación con el impuesto inflacionario, asociado a las ganancias de capital del sector público como consecuencia de la erosión de las deudas derivada de la inflación, por lo que es un mecanismo de redistribución de la riqueza desde los sectores acreedores hacia los sectores deudores, pues beneficia quiénes tienen dinero legal y depósito en su pasivo (como el gobierno o el banco central). Zambrano Sequín (2015) estima que para el periodo 2006-2013, el señoreaje representaba 3,8% del PIB y el 12,93% de la recaudación fiscal. Ello es consistente con un impuesto inflacionario que representara el 2,21% del PIB y el 8,8% de la recaudación fiscal. Esto genera que para dicho periodo, el Señoreaje se vuelva el segundo tributo con mayores saldos, únicamente superado por el IVA, pero excediendo por 40% a la recaudación por el Impuesto Sobre la Renta.

Para incrementar el señoreaje, un gobierno debe en todo momento generar una expansión de la base monetaria. En la Gráfica N°3 se presenta el crecimiento de la liquidez monetaria y del dinero circulante entre el año 2004 y el año 2011. Entre dicho periodo, la tasa de crecimiento de la primera fue del 546%, mientras que la del segundo fue del 880%.

### Gráfica N°3

Dinero y liquidez monetaria en Venezuela  
Millones de Bs



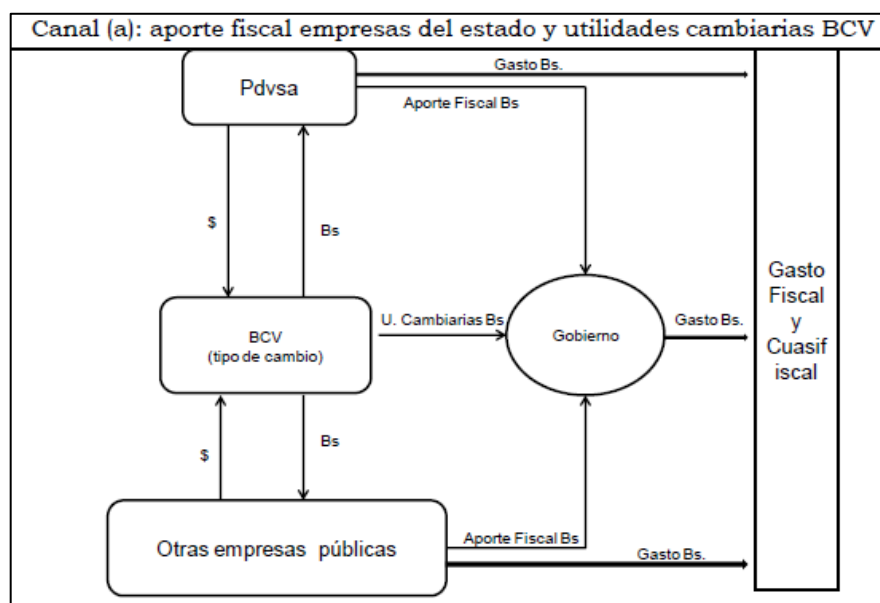
Fuente: BCV

Para la expansión de la base monetaria, el gobierno chavista se hace valer de distintos canales. Zambrano Sequín (2013) identifica tres canales: (a) el asociado a los aportes fiscales de las sociedades no financieras públicas al estado, además de las utilidades cambiarias del BCV, (b) el relacionado con el canje de bonos de deuda pública en el financiamiento del déficit fiscal, (c) financiamiento del gasto fiscal y cuasifiscal.

El primer canal consiste en el incremento de la base monetaria como consecuencia del incremento en los saldos de las reservas internacionales, especialmente cuando existe una modificación del tipo de cambio. Fundamentalmente, el gobierno recibe aportes de las empresas públicas exportadoras (PDVSA y otras empresas públicas) así como utilidades cambiarias que percibe el BCV. Es importante mencionar, como se presenta en la Figura N°5 que dichas instituciones interactúan entre ellas, donde las sociedades no financieras públicas se ven obligadas a vender dólares al BCV, a cambio de bolívares.

**Figura N°5**

Canal (a) de expansión de la base monetaria en el gobierno chavista

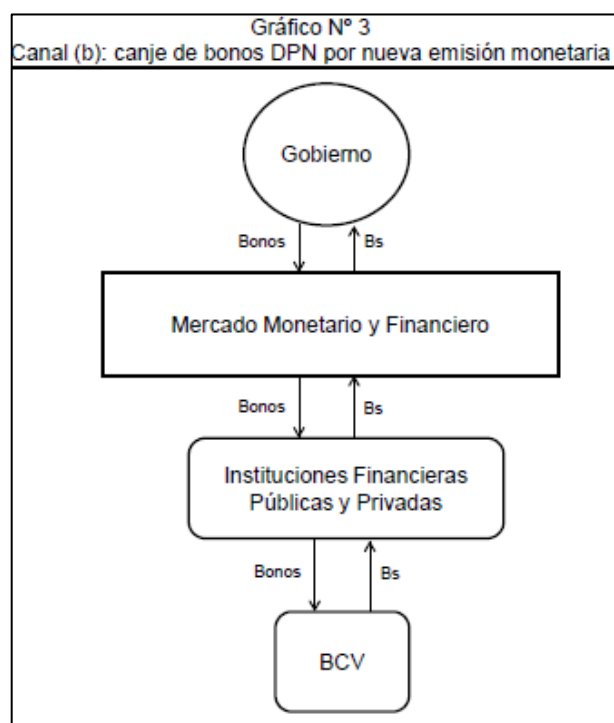


Fuente: Zambrano Sequín (2013)

El segundo canal se fundamenta en los mercados financieros, específicamente, el mercado de títulos valores. En general, el gobierno nacional emite títulos de deuda en el mercado financiero interno, que son comprados con los excedentes monetarios por la banca en su gran mayoría (de manera obligatoria en el caso de las instituciones financieras públicas). Finalmente, el BCV adquiere estos títulos de la banca, emitiendo base monetaria. Un último aspecto resaltante es que, en este canal, se incrementan las utilidades del BCV vía intereses de dichos títulos valores. Este mecanismo es el que se conoce como el financiamiento monetario del déficit fiscal. Este canal se encuentra resumido en la Figura N°6.

**Figura N°6**

Canal (b) de expansión de la base monetaria en el gobierno chavista

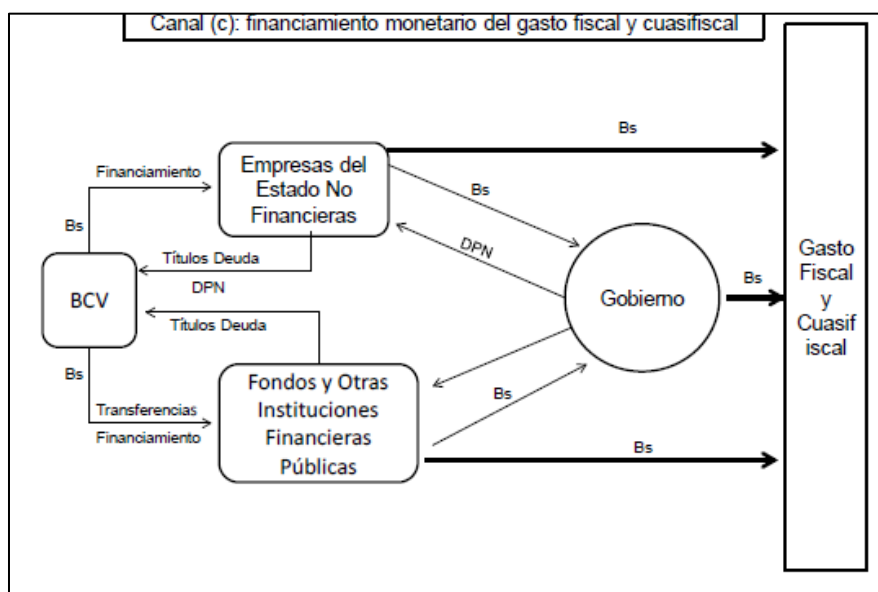


Fuente: Zambrano Sequín (2013)

La última vía del financiamiento del señoreaje a través de la expansión de la base monetaria consiste directamente en el financiamiento directo y transferencias monetarias del BCV al gobierno. Una parte importante de estas transferencias se caracterizan por la ausencia de contrapartidas a partir de la emisión de pasivos, por lo que equivalen a una descapitalización del banco central. En este tipo de canales, se puede decir que se financia al gasto fiscal y cuasifiscal a partir del financiamiento a PDVSA o las transferencias al FONDEN. Sobre este punto se ahonda en la sección siguiente. Este canal se encuentra resumido en la Figura N°7.

**Figura N°7**

Canal (c) de expansión de la base monetaria en el gobierno chavista



Fuente: Zambrano Sequín (2013)

### II.2.2.3. Financiamiento del BCV y PDVSA

Estos últimos dos canales de financiamiento son facilitados considerablemente a partir de la subordinación del BCV a la voluntad del gobierno chavista. Ésta ha sido palpable a partir de las reformas que ha sufrido la Ley del Banco Central de Venezuela en los años 2005 y 2009.

La reforma de la ley del año 2005 modifica una serie de artículos para incorporar dentro de las funciones del directorio del BCV la estimación de un denominado “nivel adecuado de reservas internacionales”, lo cual tácitamente, introduce en el panorama al Fondo de Desarrollo de la Nación (FONDEN) nutrido de recursos provenientes de PDVSA. Dicho nivel adecuado, establecía la ley, debía ser fijado con base en estudios, y en una metodología única que se adecuase a la estructura económica venezolana. Es decir, la ley no planteaba explícitamente ningún mecanismo de determinación del nivel adecuado de reservas, sino que se dejaba a discrecionalidad de la autoridad monetaria. Esto tiene relevancia, debido a que facilita el financiamiento del déficit fiscal público a través de PDVSA (Torrealba, 2015):

- Anteriormente, todas las divisas percibidas por PDVSA por concepto de actividades energéticas debían ser vendidas exclusivamente al BCV. Posteriormente, el BCV depositaba el monto de dichas divisas en una cuenta dentro de la misma institución, lo que no alteraba la base monetaria.
- El BCV no asignaba la totalidad de las divisas en dicha cuenta a PDVSA. En su lugar, únicamente suministraba las divisas que la empresa solicitara para cubrir sus necesidades y que además, estuvieran contempladas en el presupuesto anual. PDVSA, por ley previa a esta reforma del año 2005, tenía prohibido mantener fondos en divisas por encima de lo autorizado por el BCV.
- Tras la reforma de la ley, las divisas obtenidas en actividades energéticas debían ser vendidas al BCV, excepto las de PDVSA. En cambio, ésta solo le vende al BCV las divisas necesarias para hacer frente a gastos operativos y de funcionamiento. Por tanto, deja la posibilidad abierta a que PDVSA mantenga fondos en divisas, por conceptos de pagos operativos en el exterior e inversión.

- El remanente de divisas, posteriormente a los pagos en el exterior e inversión, se destina mensualmente al que próximamente pasará a llamarse Fondo de Desarrollo de la Nación (FONDEN), destinado a financiar proyectos de inversión en el sector real de la economía, así como cualquier aspecto considerado estratégico para el ejecutivo (programas sociales, deuda pública, entre otros).

Es importante mencionar que únicamente se tenía conocimiento de los montos de las transferencias de PDVSA al FONDEN gracias a la publicación explícita en el Balance General del BCV. Según Olivo (2014), entre el año 2005 y el año 2011, se realizaron transacciones al FONDEN sin ninguna contrapartida por el orden del USD 40.500 millones. La mayoría de estos traspasos se contabilizan en el balance general como “otros activos” y no como pérdidas de capital. Si la riqueza neta que reporta el BCV para el 2011 (Bs. 35.847 millones) se le resta las transferencias al FONDEN al tipo de cambio de 4,3BS/USD, el patrimonio neto ajustado se ubica en el saldo negativo de Bs. 121.103 millones. Ello no considera las transferencias que, por su parte, la propia PDVSA traspasa al FONDEN.

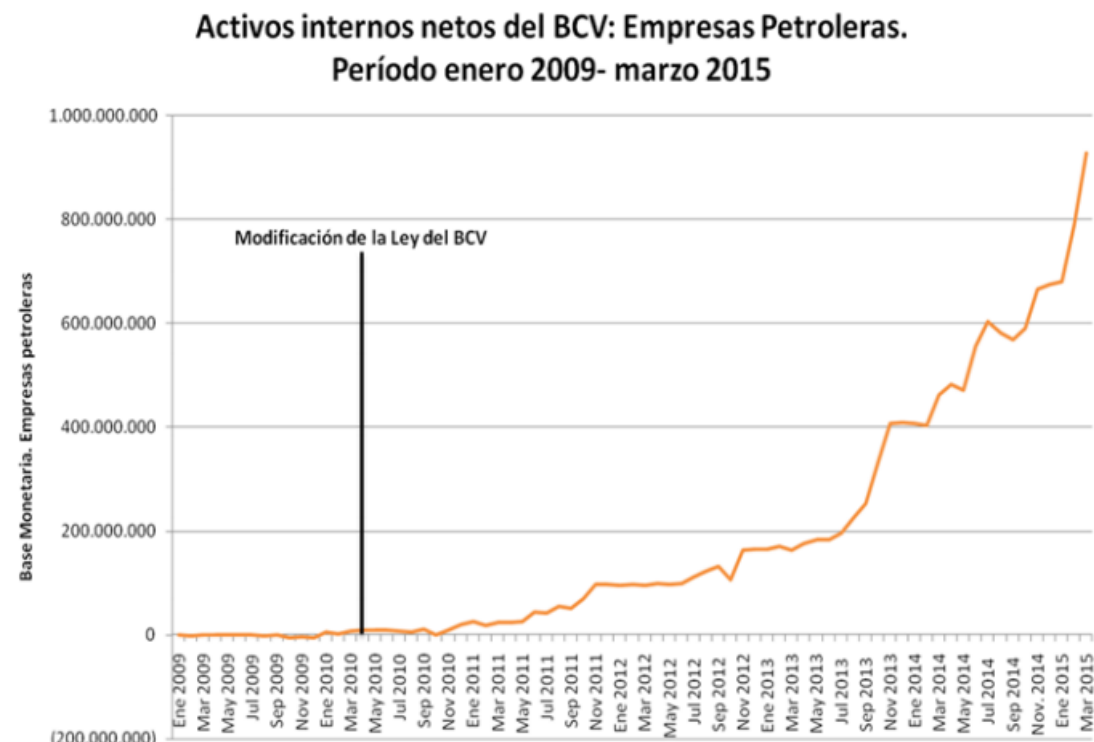
Por otro lado, la reforma de la ley del BCV en el año 2009 introduce otro cambio estructural en la economía venezolana. Para ello se introduce la reforma del artículo 58 de la presente ley que especificaba: “con el fin de cumplir las directrices de la política monetaria, el Banco Central de Venezuela podrá comprar y vender en mercado abierto los títulos valores y otros instrumentos financieros emitidos en masa que determine a este propósito el directorio. Las operaciones aquí previstas se celebrarán en condiciones de mercado y, en ningún caso, se realizarán como medio de financiamiento directo. Los títulos deberán ser ofrecido por terceros, distintos del emisor, salvo los que haya emitido el Banco Central de Venezuela”. En la reforma de este artículo, sutilmente, se elimina la frase: “... y, en ningún caso, se realizarán como medio de financiamiento directo”.

Es decir, a partir de dicha reforma se da carta abierta a que el BCV participe activamente en el mercado de valores, ofreciendo y comprando títulos de deuda ofrecidos por terceros (normalmente los intermediarios financieros), que sean solo titulares más no emisores del instrumento. Esta reforma, por lo tanto, incluye los títulos emitidos por

PDVSA, lo que genera, a partir del año 2009, un incremento muy importante de la base monetaria sustentada en títulos valores petroleros, como se observa en la gráfica N°4.

#### Gráfica N°4

Expansión de los activos internos netos del BCV por los títulos petroleros  
Bolívares

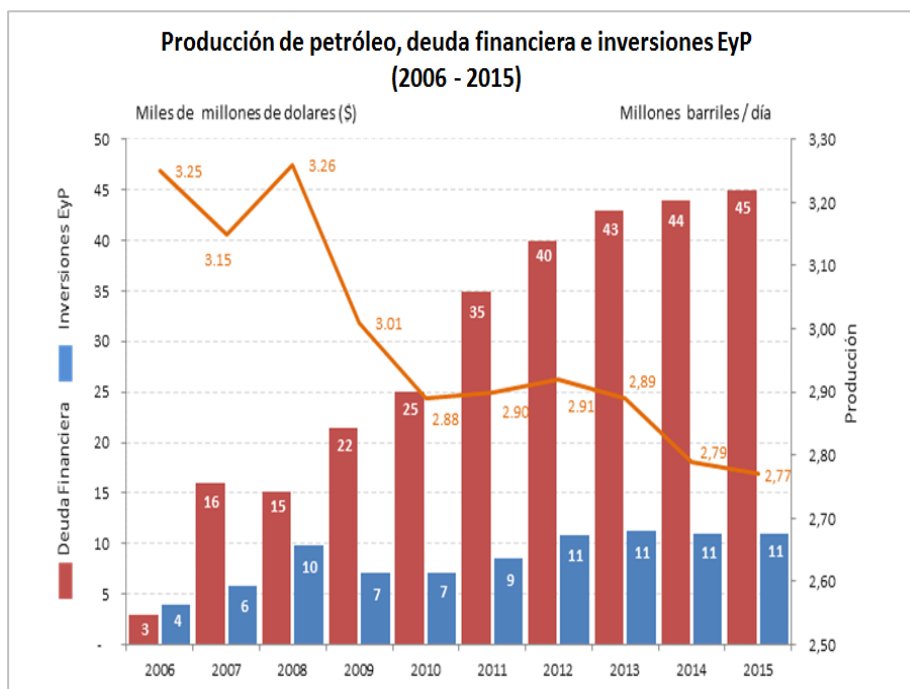


Fuente: Torrealba (2015)

Es decir, esta reforma permite un financiamiento directo a una empresa con la totalidad de la participación accionaria por parte del gobierno, encargada de la realización de importantes gastos cuasi-fiscales. Con este mecanismo, PDVSA ha incrementado de forma importante, como se observa en la Gráfica N°5 a la vez que la producción experimentaba una caída libre pasando del máximo de 3,26 millones de barriles por día en el 2008 hasta 2,9 millones en el 2011. Entre el año 2006 y el año 2011, PDVSA multiplicó su deuda 7 veces, mientras que la inversión de capital a penas lo hizo en 0,75 (Santos, 2016).

### Gráfica N°5

Producción petrolera, deuda financiera y gastos de inversión  
Miles de millones de dólares y millones de barriles por día



Fuente: Santos (2016)

#### II.2.2.4. Saldos de deuda pública

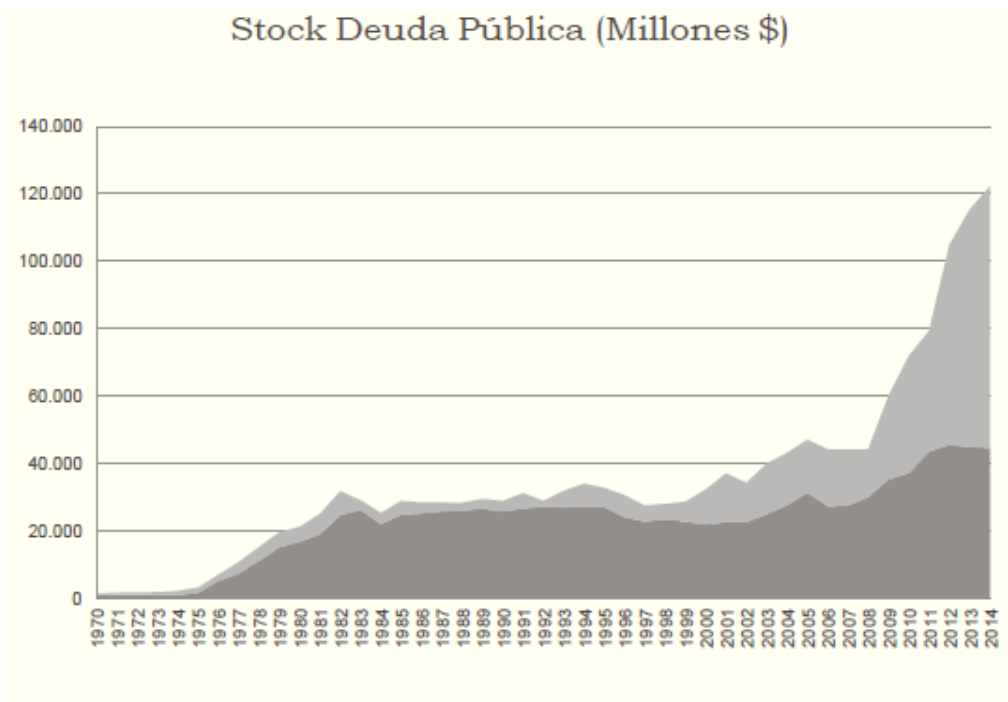
Antes de proceder a realizar un análisis sobre el comportamiento de la deuda pública bajo el gobierno chavista, se hace necesaria hacer una aclaratoria. Cuando se hace referencia a “deuda pública” se abarca no solo el gobierno central, sino las sociedades no financieras públicas (PDVSA y otras), así como al BCV. La deuda pública soberana en Venezuela se había caracterizado por ser esencialmente de carácter externo hasta 1999. Sin embargo, a partir de tal fecha, muy relacionado con el segundo canal de expansión de la base monetaria, inicia el cambio en la estructura del stock de deuda pública, volcándose hacia la deuda interna como mecanismo de financiamiento del déficit fiscal. En 1992, ésta

representaba el 6% del total, mientras que en el 2014, el saldo alcanza el 64%. Dicho comportamiento se observa en la Gráfica N°6.

#### **Gráfica N°6**

Stock de deuda pública de Venezuela entre 1970-2014

Millones de USD



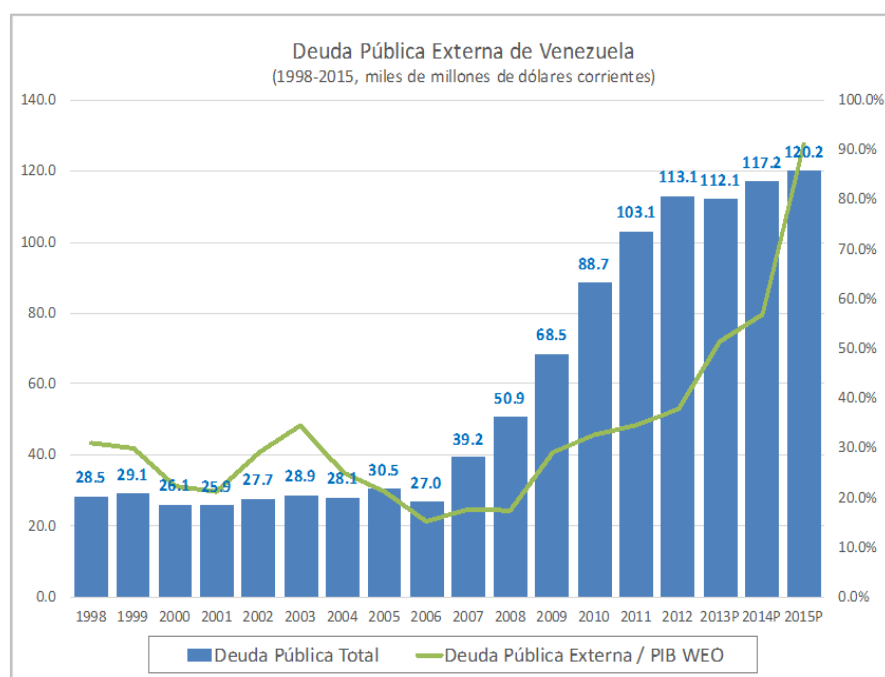
Nota: el color más oscuro representa la deuda pública externa

Fuente: Zambrano Sequín (2015)

El incremento de la deuda interna se acelera aún más a partir del año 2003 como consecuencia de la aplicación del esquema de control de cambios y de capitales, que trae asociada la monetización del déficit. En términos de deuda externa, se puede observar su comportamiento en la Gráfica N°7.

### Gráfica N°7

Stock de deuda pública externa de Venezuela entre 1985-2015  
Millones de USD corrientes



Fuente: Santos (2016)

Existe un componente central que hay que resaltar al respecto, a saber, el fuerte incremento de la deuda externa como consecuencia de los préstamos a partir de los fondos parafiscales suscritos por Venezuela. En particular, debe recibir especial atención el endeudamiento con China a partir del fondo conjunto y de las distintas líneas de crédito. En noviembre del año 2007 se crea el Fondo de Cooperación Binacional para el financiamiento de proyectos en Venezuela, constituido por aportes del Banco de Desarrollo Chino (BDC) y el Banco de Desarrollo Económico y Social (BANDES), a través del FONDEN. Inicialmente, en su primera etapa, el BDC aporta recursos por USD 4.000 millones a la vez que FONDEN aporta USD 2.000, creando el Fondo de Financiamiento Conjunto Chino-Venezolano (en su tramo A). Este financiamiento fue cancelado en

noviembre del año 2010, aunque se renovó en el 2011 hasta el año 2014. Por otro lado, en febrero del 2009 se firma un acuerdo para constituir un “fondo tramo B”, también conformado por USD 6.000 distribuido entre el BDC y el FONDEN de la misma manera. Este tramo estuvo vigente hasta el 2012, fecha en la que se renueva. En el Cuadro N°1 se presenta el financiamiento del FCCV:

### **Cuadro N°1**

#### **Financiamiento del FCCV entre 2007-2015**

Millones de USD corrientes

| Año          | Origen          | Destino                                                                                                                                        | Contrato                   | Monto (US\$ MM) |
|--------------|-----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------|-----------------|
| 2007         | BDC             | Fundación FCCV, desarrollo económico y social, infraestructura, industria, agricultura, minería, energía, tecnología, asistencia técnica, etc. | Tramo A                    | 4.000           |
| 2009         | BDC             | Infraestructura incluyendo satélite                                                                                                            | Tramo B                    | 4.000           |
| 2010         | BDC             | Infraestructura y otros proyectos                                                                                                              | Gran volumen y largo plazo | 20.000          |
| 2011         | BDC             | Infraestructura                                                                                                                                | 1era renovación Tramo A    | 4.000           |
| 2012         | BDC             | Fondo de Financiamiento Conjunto                                                                                                               | 1era renovación Tramo B    | 4.000           |
| 2013         | BDC             | Fondo de Financiamiento Conjunto                                                                                                               | Tramo C                    | 5.000           |
| 2014         | China Exim Bank | Fondo de Financiamiento Conjunto                                                                                                               | Segunda renovación Tramo A | 4.000           |
| 2015         | BDC             | Desarrollo                                                                                                                                     | Segunda renovación Tramo B | 5.000           |
| <b>Total</b> |                 |                                                                                                                                                |                            | <b>50.000</b>   |

Fuente: PDVSA, Centro de Estudios Diálogo Interamericano de Washington y Gacetas Oficiales

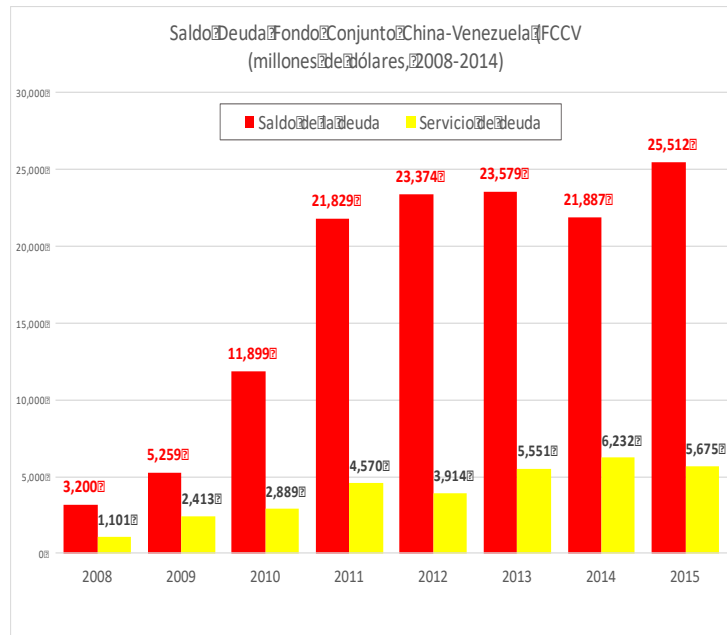
Fuente: Díaz (2017)

Aunque se estima que entre el año 2007 y el 2015, los aportes al FCCH ascienden a UD.50.000 millones aproximadamente, dadas las condiciones de pago, puede afirmarse que la deuda efectiva del gobierno venezolano es inferior y se corresponde con la gráfica N°8. No obstante, ello no se aísla del hecho de que se han recibido montos importantes de recurso con muy poca auditoria y correcta fiscalización. Ello, en un contexto de un desbalance entre los rendimientos de los proyectos que se financian (largo plazo) comparado contra envíos de petróleo en el corto plazo, generando descapitalización.

### Gráfica N°8

#### Saldo de deuda del FCCV entre 2007-2015

Millones de USD corrientes



Fuente: Santos (2016)

Adicionalmente a ello, el gobierno venezolano se encuentra suscrito en el llamado Fondo Mao Zedong, en el año 2009 que maneja importes de recursos que ascienden a USD 20.000 millones. Otro importante fondo es el llamado Fondo de Volumen y de Largo Plazo con China, firmado en el año 2010, por un plazo de diez años, cuyos recursos provienen fundamentalmente de las operaciones del FCCV y plantea una línea de crédito de largo plazo de hasta USD 20.000 millones (Cardozo, 2015). Dicho fondo se divide en 50% en dólares y 50% en yuanes. Finalmente, el gobierno venezolano ha suscrito otros acuerdos con China, entre los que valen la pena resaltar:

- El Banco de Desarrollo Chino (BDC) ha otorgado 5 créditos por un total de US\$ 7.700 millones, para realización de proyectos en la industria petroquímica venezolana y proyectos mineros
- El Banco de la Industria y el Comercio de China autoriza USD 1.500 para la construcción de viviendas

## **CAPÍTULO III**

### **MARCO METODOLÓGICO**

#### **III.1. Nivel de investigación**

La presente investigación es de tipo exploratoria<sup>17</sup>. La razón de ello es que la presente investigación busca examinar un problema de investigación ampliamente estudiado en la literatura académica internacional, pero con pocos documentos con precisiones metodológicas. En el caso venezolano, solo existe un referente conocido en la literatura nacional, que corresponde con los estudios de la OIE-BCV. Para alcanzar el objetivo de estudio de esta investigación, en primer lugar se hace necesario el desarrollo de una metodología que facilite la construcción de una HBF y que a su vez permita la estimación del VNF de Venezuela. La complicación con el desarrollo de esta metodología es que los principales organismos multilaterales y organizaciones encargadas de la publicación de las HBN y HBF, no publican la metodología detallada que utilizan para su construcción. Dichos

---

<sup>17</sup> Siguiendo a Hernández Sampieri (2014), *“los estudios exploratorios se realizan cuando el objetivo es examinar un tema o un problema de investigación poco estudiado, del cual se tienen muchas dudas o no se ha abordado. Es decir, cuando la revisión de literatura reveló que tan sólo hay guías no investigadas e ideas vagamente relacionadas con el problema de estudio, o bien si deseamos indagar sobre temas y áreas desde nuevas perspectivas”* (p.124).

organismos, en el mejor escenario, presentan un resumen superficial de la metodología y no ahondan en detalles.

Es por esta razón que el trabajo puede considerarse exploratorio. Porque aunque la literatura académica muestra consenso en el paso a paso requerido para la construcción de la HBN de una economía, no presenta necesariamente consenso sobre los detalles que deben seguirse para lograr los equilibrios microeconómicos necesarios en las cuentas nacionales. Por ello, cada metodología es diferente aunque el marco sea similar, lo que lleva a que este trabajo desarrolle una metodología pionera para el caso venezolano.

### **III.2. Diseño de la investigación**

La presente investigación es de carácter documental<sup>18</sup> porque se utiliza, como base, conceptos y metodologías ya desarrollados en la literatura académica internacional, aunque poco explorados en los círculos académicos nacionales. Para lograr esta investigación se tomó como base los conceptos provenientes del SCN, y las estructuras ampliamente utilizadas para la construcción de las HBF de un país, como es el caso de Australia (Australian Bureau of Statistics, 2012), Israel (Israel Central Bureau of Statistics, 2009), Reino Unido (UK Office for National Statistics, 2004), entre otros. Dichos países toman como base la metodología de las Hojas de Balance Financiera de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD, 2016)<sup>19</sup> y posteriormente, las adaptan a sus realidades estadísticas. Aunado a ello, otros países como Colombia, Rusia o

---

<sup>18</sup> Siguiendo al manual de las normas APA-UPEL (2000) se entiende por investigación documental al *“estudio de los problemas con el propósito de ampliar y profundizar el conocimiento de su naturaleza, con apoyo, principalmente, en trabajos previos, información y datos divulgados por medios impresos, audiovisuales o electrónicos”* (p.12).

<sup>19</sup> Todos los países que siguen esta metodología se enumeran a continuación: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Chile, Corea del Sur, Dinamarca, Eslovenia, España, Estados Unidos, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Islandia, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Luxemburgo, México, Noruega, Nueva Zelanda, Países Bajos, Polonia, Portugal, República Checa, República de Eslovaquia, Suecia, Suiza, Turquía, Reino Unido.

China también han generado, con base en la misma metodología que la OECD, sus propias HBF y HBN.

En Venezuela no existen antecedentes para el momento de la elaboración de este trabajo, de trabajos previos que versen sobre la construcción de la HBF (u HBN incluso) de Venezuela, siguiendo criterios del SCN. Únicamente el trabajo de Hernández et al. (2014) busca adaptar la metodología de la OECD para el caso venezolano, y este trabajo se realiza como una extensión del mismo, buscando el refinamiento y la adaptación del método seguido, a una data más actualizada y con cambios metodológicos.

En otro orden de ideas, los datos utilizados en la investigación provienen de organizaciones que cuentan con equipos técnicos y metodologías desarrolladas, encargadas de la generación y publicación de información estadística. A nivel nacional, algunas organizaciones consultadas son el BCV, Petróleos de Venezuela (PDVSA), y la Superintendencia de Bancos (SUDEBAN); y a nivel internacional, la mencionada OECD, así como los bancos centrales e institutos estadísticos de Chile y Colombia.

### **III.3. Fuentes poblacionales y muestrales**

La presente investigación tiene como objetivo central el análisis de la distribución sectorial de la riqueza financiera en Venezuela, a partir de la construcción de la HBF y el posterior cálculo de indicadores financieros que faciliten el análisis de los cambios en la estructura financiera de la economía entre dos años y seguidamente, hacer un análisis comparativo con algunos países de la región. Para cumplir dicho objetivo se debe recurrir a distintas fuentes de información estadística. Para su presentación, dichas fuentes estadísticas se dividen en dos: (a) la requerida para la construcción de la HBF de Venezuela, (b) la requerida para el cálculo de indicadores financieros de la HBF. A continuación se presentan ambas fuentes.

### **III.3.1. Fuentes utilizadas en la construcción de la HBF**

La construcción de la HBF de Venezuela se fundamenta en los aportes de Hernández et al.(2014), quienes desarrollan una metodología orientada a la construcción de la HBN, tomando como base la metodología de las HBN de la OECD (OECD, 2016). La data utilizada para la construcción de la mencionada HBF, proviene de distintas fuentes que reportan información sobre flujos y acervos. Principalmente, se recurre al SCN quien, a través de sus Cuentas de balance, se provee información sobre los acervos de partidas financieras. Es importante mencionar que en términos de la población estadística, el SCN abarca todos los sectores de la economía y el resto del mundo. La población cubierta en estas cuentas debería ser del 100%, aunque la cobertura depende de la completitud de la data<sup>20</sup>.

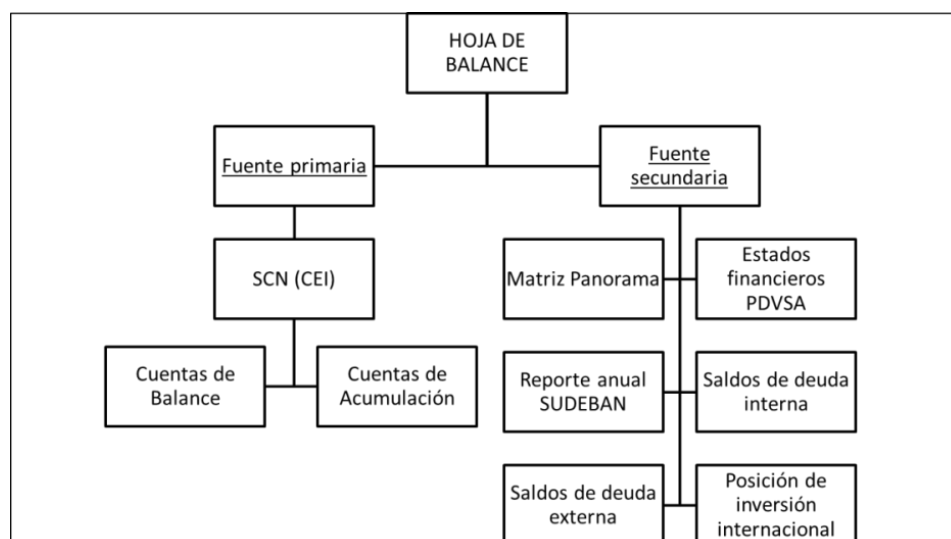
Sin embargo, dicha data requiere, como se explica en la sección siguiente, ser complementada por otras fuentes externas al SCN. Dichas fuentes pueden ser de distintas naturaleza: en ciertos casos, los mismos sectores reportan los montos de acervos (empresas públicas petroleras, banco central), en otros casos, son organizaciones encargadas de generar y publicar data, quien facilita la obtención de los montos (como las instrucciones financieras). En la Figura N°8 se muestra un resumen de las fuentes utilizadas.

#### **Figura N°8**

Resumen de las fuentes de información de la HBF de Venezuela

---

<sup>20</sup> En muchos casos, tampoco es posible hacer una separación de la data por sectores institucionales. Esta dificultad es particularmente mayor en las sociedades no financieras privadas, las ISLFSH y los hogares.



Fuente: Elaboración propia

### III.3.1. Cuentas de balance

Como principal insumo para la HBF Nacional, se hace uso de las Cuentas Económicas Integradas (CEI), que, como se ha mencionado con anterioridad, presentan la secuencia de cuentas de flujos, revalorizaciones y acervos de una economía en un año determinado. En particular, se hace uso de la Cuenta financiera y las Cuentas de balance. Específicamente qué partidas económicas y la justificación de la selección de dichas partidas, se ahonda en el siguiente Capítulo donde se abordan los aspectos metodológicos de la construcción de la HBF.

El objetivo de esta sección es realizar algunas precisiones sobre las Cuentas de balance, consideradas fuente primaria para la construcción de la HBF y entender la justificación detrás de la elaboración de esta compleja metodología. Como se ha mencionado con anterioridad, las Cuentas de balance muestran la posición patrimonial financiera (balance de activos financieros y pasivos) para cada sector institucional de la economía. Dado que la HBF muestra, para cada sector institucional, su tenencia de activos

financieros y pasivos, se podría concluir como lógico que debe usarse como único insumo para su construcción, la información presente en las Cuentas de balance. Sin embargo, en la construcción de la HBF, aunque se utilizan las Cuentas de balance como insumo primario, se debe recurrir a fuentes secundarias. La razón de esto, se debe a la robustez de las Cuentas de balance.

El SCN es aplicado, de acuerdo al Manual de Cuentas Nacionales, en su totalidad en Venezuela. Sin embargo, es importante resaltar que la construcción de algunas cuentas reviste particulares dificultades, lo que podría generar que dentro del mismo sistema, haya cuentas consideradas más robustas que otras. En lo referente a la presente investigación, hay una importante dificultad, que es mencionada por Hernández et al. (2014):

Una de las principales dificultades se relaciona a la armonización de los flujos financieros que se generan entre los Sectores institucionales. Es decir, es necesario validar y determinar las contrapartes de las tenencias de activos financieros y emisiones de pasivos de cada sector para garantizar que todas las transacciones estén debidamente armonizadas en todos los sectores (p.13).

Esta advertencia tiene implicaciones en la investigación, pues da a entender que las Cuentas de balance pueden tener debilidad de información para algunas partidas financieras en posesión de algunos Sectores institucionales. La razón de esto es que, a diferencia de las cuentas de acumulación, las Cuentas de balance no son objeto de publicación por el BCV, por lo que no se hace perentorio realizar un cierre riguroso ni su armonización. Por lo tanto, es posible concluir que existen Sectores institucionales que se consideran robustos y otros que no lo son. La robustez, en el contexto de las Cuentas de balance, se entiende por la disponibilidad de información estadística directa y sólida, referente a los instrumentos financieros para un determinado sector institucional.

En términos generales, los Sectores institucionales que presentan información robusta de sus partidas financieras son: intermediación financiera, empresas públicas, gobierno

general (aunque no posee propiamente un balance financiero) y el resto del mundo (a través de empresas públicas y privadas que transan con el exterior y cuya data se hace seguimiento en el Sistema de Balanza de Pagos). Los sectores que se consideran débiles o no robustos son el sector privado no financiero, los hogares y las ISFLSH. Estos últimos sectores tienen como elemento común la no disponibilidad de data proveniente de balances financieros de activos y pasivos. Sin embargo, es importante mencionar que incluso en los sectores considerados robustos, existen partidas que pueden ser consideradas como robustas. Por ello, se debe recurrir a las fuentes secundarias de información para obtener la mayor cantidad de información robusta posible sobre las partidas de los sectores institucionales de Venezuela.

La consecuencia de todo lo anteriormente expuesto, es que no es posible en un SCN como el venezolano, construir la HBF haciendo uso exclusivo de la data proveniente de las Cuentas de balance. Es por ello, que se debe recurrir al uso de información robusta, presente en fuentes secundarias, ajenas al SCN para luego proceder a un proceso de armonización.

### III.3.2. Fuentes secundarias

La data proveniente de la CEI, para los sectores no considerados robustos, deben ser complementados con fuentes secundarias robustas. Aunque las que se presentan a continuación fueron las seleccionadas para la construcción de la HBF de Venezuela, es importante resaltar que el uso de ellas responde a una disponibilidad de información específica al contexto venezolano, y puede que en otros países estas fuentes tengan equivalentes con otros nombres. A continuación se presentan las principales fuentes secundarias utilizadas:

### *III.3.2.1. Panorama Monetario*

El Panorama Monetario se corresponde con un instrumento de publicación de data del sector monetario, elaborada por el Banco Central de Venezuela. El panorama monetario sistematiza la información contenida en los estados financieros de las llamadas sociedades de depósito que abarcan el Banco Central y las Otras Sociedades de Depósito (bancos universales, bancos comerciales, bancos hipotecarios, entre otros). Un aspecto a destacar es que en Venezuela no se elabora un Panorama Financiero, que consolide los saldos de todas las Sociedades de Depósitos, Sociedades de Seguros, Fondos de Pensiones, Otros Intermediarios Financieros y Auxiliares Financieros (BCV, 2010).

Dicho panorama monetario es sintetizado en los llamados formularios de declaración de datos que agregan la información proveniente de los balances sectoriales de las sociedades de depósito de acuerdo a los lineamientos del Departamento de Estadísticas del Fondo Monetario Internacional (IMF). En particular, existen tres formularios elaborados en Venezuela: el 10R, 20R y 40R que muestran el panorama del banco central, los bancos comerciales y universales, y las otras sociedades de depósito, respectivamente.

### *III.3.2.2. Reportes anuales de la Superintendencia de Bancos y otras instituciones financieras (SUDEBAN)*

La Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras (SUDEBAN) tiene como función principal la inspección, supervisión, vigilancia, regulación y control de bancos, entidades de ahorro y préstamo, otras instituciones financieras, entre otras (Decreto con fuerza de ley de reforma de la Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras, 2008). La SUDEBAN elabora estadísticas bancarias anualmente que son consideradas de gran robustez dada su naturaleza de ente regulador y auditor de las instituciones monetarias nacionales.

#### *III.3.2.3. Balances generales de Petróleos de Venezuela, Sociedad Anónima (PDVSA)*

Petróleos de Venezuela Sociedad Anónima (PDVSA) es la empresa estatal venezolana dedicada a la explotación, producción, refinación, mercadeo y transporte del crudo venezolano a mercados nacionales e internacionales. Para efectos de este proyecto de investigación, se recurre a los estados financieros auditados.

#### *III.3.2.4. Posición de inversión internacional de Venezuela*

La Posición de Inversión Internacional (PII) es un balance estadístico que muestra los saldos de los activos financieros y pasivos que tiene una economía frente al exterior (representado como el resto del mundo) en un determinado momento. El principal indicador de la PII es la riqueza externa, que muestra la diferencia entre los activos externos, entendidos como los activos que los residentes tienen contra los no residentes, menos los pasivos externos entendidos como los pasivos que tienen los residentes contra los no residentes. El saldo neto de la PII o PII Neta (tenencia de activos externos menos tenencia de pasivos externos) indica la diferencia entre lo que el país posee y lo que adeuda externamente, al final de un período determinado. La PII Neta combinada con las tenencias de activos no financieros de un país, constituyen el patrimonio neto de esa economía (BCV, 2014).

#### *III.3.2.5. Deuda externa de Venezuela*

La deuda externa es definida como “el monto pendiente de reembolso en un determinado momento de los pasivos corrientes reales y no contingentes, asumidos por residentes de una economía frente a no residentes, con el compromiso de realizar en el futuro pagos de principal, intereses o ambos” (BCV, 2014). Los saldos de deuda externa utilizados son los publicados por el BCV que difieren del Ministerio de Finanzas, aunque

proviene de la misma fuente, a saber el Sistema de Gestión y Análisis de la Deuda (SIGADE).

### **III.3.2. Fuentes utilizadas en el cálculo de indicadores de la HBF**

Una vez construidas las HBF se procede a calcular una batería de indicadores financieros recopilada tras la revisión de literatura<sup>21</sup>. Para ello, se debe recurrir a distintas fuentes de instituciones que publican el SCN de cada país y así obtener datos para el cálculo de los indicadores. Como se ha mencionado, uno de los usos de las HBN consiste en la comparación entre varias hojas de varios países para distintos periodos y así contextualizar los cambios en sus saldos de activos y pasivos. Con base en ello, se consultan los datos de las Cuentas Nacionales anuales y las Cuentas Nacionales por Sectores institucionales publicadas por el Banco Central de Chile, el Departamento Administrativo Nacional de Estadística de Colombia y el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI). En específico, se busca la información relacionada con la cuenta de producción y la cuenta de distribución secundaria del ingreso de las Cuentas Económicas Integradas. El objetivo de ello es extraer tres indicadores de relevancia: el Producto Interno Bruto (PIB) a precios corrientes, el Ingreso Nacional Disponible (IND) a precios corrientes y el Ingreso Disponible de los hogares.

### **III.5. Técnicas de procedimiento y análisis de datos**

La presente investigación busca conocer la distribución sectorial del VNF en Venezuela. Para ello, se desarrolla una metodología de dos etapas que serán descritas a continuación:

---

<sup>21</sup> Para un mayor nivel de detalle referirse a la sección II.5.3.

1. Etapa I: Consiste en la estimación del VNF Nacional a través de la construcción de la HBF Venezuela, que muestra la distribución del VNF entre los Sectores institucionales de Venezuela.
2. Etapa II: Consiste en el cálculo de una batería de indicadores financieros, por Sectores institucionales, haciendo uso de la información provista por la HBF.

A continuación se presenta la descripción detallada de las dos (2) etapas desarrolladas en la investigación, para el procedimiento y análisis de resultados<sup>22</sup>. Es importante mencionar que la metodología aplicada en el desarrollo de cada etapa, es aplicada para el año 2005 y 2011. Adicionalmente, esta metodología se aborda a fondo en el presente Capítulo de esta investigación.

### **III.5.1. Primera etapa**

El elemento de partida para lograr el objetivo de investigación son las Cuentas Económicas Integradas (CEI) del SCN. Las Cuentas de balance de la CEI son las utilizadas para la construcción de la HBF, dado que éstas presentan información de los acervos de activos y pasivos de los Sectores institucionales. Para la construcción de la HBF, en primer lugar, se extrae la información por partida financiera y por sector institucional donde se presente información. Sin embargo, como se ha mencionado, la data proveniente de las HBF no posee robustez para ciertas partidas financieras y ciertos Sectores institucionales,

---

<sup>22</sup> Siguiendo a Arias (2006): *“las técnicas de procesamiento y análisis de datos son un compendio de herramientas y pasos que permiten la conversión de los datos obtenidos del proceso de recolección, en información”*.

por lo que dicha información debe ser complementada con fuentes secundarias que sí poseen solidez en sus datos.

Por definición, la HBF debe presentarse como una matriz balanceada, de concordancia con los principios de los balances de la contabilidad nacional, por lo que debe realizarse un proceso de armonización y ajustes para lograr que la data proveniente de distintas fuentes, se presente balanceada. El primer paso del proceso de ajuste consiste en la comparación del comportamiento histórico de las partidas presentadas en las Cuentas de balance, con el comportamiento histórico de las partidas presentadas en las cuentas financiera y otras variaciones de activo (haciendo énfasis en que en un sistema de contabilidad nacional ideal, el acervo acumulado de una economía debe coincidir con el total de adquisiciones menos disposiciones de activos, considerando las variaciones de activo). El objetivo de esto, es poder identificar las partidas de acervos de la HBF que no poseen información para ciertos Sectores institucionales, pero que según el comportamiento histórico de las partidas de flujos, expresados a través de la Cuenta financiera de la CEI, deberían presentar información<sup>23</sup>.

El segundo paso del proceso de ajuste consiste en distribuir los montos que generan el desequilibrio de las partidas, entre los Sectores institucionales de acuerdo a la información de los flujos históricos, supuestos realizados, investigaciones previas o cualquier otro mecanismo que facilite lograr los equilibrios de la HBF.

Una vez balanceada la data por partidas financieras y por Sectores institucionales, se puede calcular el VNF sectorial, entendido por ser la diferencia de los activos y pasivos, para cada sector institucional de Venezuela. En esta etapa se presenta un profundo análisis de la composición de cartera de los sectores institucionales de Venezuela en el contexto de un cambio en la política económica convencional a partir del año 2003.

---

<sup>23</sup> Por ejemplo, si en el acumulado de los flujos financieros considerando la cuenta de Otras Variaciones de Activo, se encuentra que “empresas petroleras públicas” presenta, en un momento determinado, un monto positivo de “depósitos transferibles en el exterior”; pero la Cuenta de Balance no arroja ninguna información sobre “depósitos transferibles en el exterior” para empresas petroleras públicas, se puede asumir que debería existir un monto y que no se dispone como consecuencia de la debilidad de la data.

### **3.5.3. Segunda etapa**

En esta etapa, se calcula una batería de indicadores financieros con base en la HBF, sintetizados por el autor con base en los ya estimados por Statistics Canada (Statistics Canada, 2016), los trabajos pioneros de R. Goldsmith (1966, 1982), los indicadores financieros de la Hoja de Balance Financiera formulados por la OECD (2017) entre otros relevantes para la economía interna. La batería de indicadores se presentan en el Cuadro N°2.

Posterior al cálculo de los indicadores, se realiza una comparación en dos campos: (a) temporal, al considerar las variaciones relativas entre los dos años base de esta investigación, 2005 y 2011; (b) regional, al comparar las estimaciones obtenidas contra dos países de la región: Chile y Colombia. Existen tres criterios para la selección de dichos países: (a) pertenecen, al igual que Venezuela, a la región latinoamericana, (b) sus economías son fundamentalmente dependientes de recursos naturales, (c) siguen la metodología de la OECD para la construcción de las HBF y estimación del VNF. La información utilizada para lograr la comparación entre los VNF de los mencionados países se obtiene del OECD Financial Statistics.

## Cuadro N°2

### Batería de indicadores financieros de la HBF

| Tipo de indicador                                         | Nombre                                                           | Cálculo                                                                       |
|-----------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|
| Indicador financiero del sector firmas                    | Deuda a activos financieros de las firmas                        | $\frac{\text{Activo Financiero}_{eotr}}{\text{Valor Neto Financiero}_{eotr}}$ |
| Indicador financiero del sector firmas                    | Deuda a participaciones de capital en las firmas                 | $\frac{\text{Pasivo}_{eotr}}{\text{Participaciones de capital}_{eotr}}$       |
| Indicador financiero del sector gobierno                  | Deuda del gobierno general a PIB                                 | $\frac{\text{Pasivo}_{gov}}{\text{PIB}}$                                      |
| Indicador financiero del sector hogares                   | Activos de los hogares a ingreso disponible de los hogares       | $\frac{\text{Activo Financiero}_{hhd}}{\text{IND}}$                           |
| Indicador financiero del sector hogares                   | Deuda de los hogares a activos financieros                       | $\frac{\text{Pasivo}_{hhd}}{\text{Activo Financiero}_{hhd}}$                  |
| Indicador financiero del sector hogares                   | Deuda de los hogares a ingreso disponible de los hogares         | $\frac{\text{Pasivo}_{hhd}}{\text{IND}_{hhd}}$                                |
| Indicador financiero del sector hogares                   | Deuda de los hogares a PIB                                       | $\frac{\text{Pasivo}_{hhd}}{\text{PIB}}$                                      |
| Indicador financiero del sector hogares                   | Préstamos de los hogares a ingreso disponible de los hogares     | $\frac{\text{Préstamos}_{hhd}}{\text{IND}_{hhd}}$                             |
| Indicador financiero del sector intermediación financiera | Pasivos a activos financieros del sector financiero              | $\frac{\text{Pasivo}_{IF}}{\text{Activo Financiero}_{IF}}$                    |
| Indicador financiero del sector intermediación financiera | Deuda a participaciones de capital en las sociedades financieras | $\frac{\text{Deuda}_{IF}}{\text{Participaciones de capital}_{eotr}}$          |
| Indicador financiero del sector intermediación financiera | Préstamos a dinero legal y depósitos                             | $\frac{\text{Préstamos}_{IF}}{\text{Dinero legal y depósitos}_{IF}}$          |

Fuente: OECD, Statistics Canada, Goldsmith (1968)

## **CAPÍTULO IV**

### **METODOLOGÍA PARA LA ESTIMACIÓN DEL VNF DE VENEZUELA**

El objetivo principal de la presente investigación consiste en el análisis de la distribución sectorial del VNF entre los principales Sectores institucionales de Venezuela. Para lograrlo se debe proceder a la construcción de la HBF de Venezuela, siguiendo una metodología multietápica basada en los trabajos de Hernández et al. (2014). El objetivo de este capítulo es ahondar en la mencionada metodología para la construcción de la HBF.

Es importante hacer notar que la metodología que a continuación se desarrolla se aplica para un determinado año base (benchmark). En la investigación, existen dos años de estudio, el 2005 y el 2011. Para el momento de la realización de este trabajo la HBF del año 2005 ya había sido elaborada, por lo que en el presente capítulo se toma como benchmark el año 2011 y se desarrollan todos los pasos de la metodología para el inicio de dicho año.

Otra razón de por qué este capítulo hace énfasis en la metodología para la construcción de la HBF para el 2011 es que la metodología del año 2005 fue desarrollada en los trabajos de Hernández et al., por lo que este trabajo busca adaptar y refinar dicha metodología para un nuevo año, haciendo las adaptaciones correspondientes. Como se menciona en la siguiente sección de este Capítulo, a partir de la publicación del SCN de Venezuela del año 2007, se aplican cambios metodológicos como consecuencia de la aplicación de las modificaciones propuestas en el nuevo Manual de Cuentas Nacionales (SCN08) y del Programa de Actualización de Estadísticas Macroeconómicas (PRACEM II) desarrollado por el BCV. Por tanto, el presente trabajo tiene su pertinencia en el hecho de que aborda las adaptaciones metodológicas de Hernández et al. en lo referente a la construcción de la HBF.

#### **IV.1. Aspectos metodológicos primarios**

Como se ha mencionado en distintas oportunidades, la HBF se nutre en buena medida –y principalmente- de la data proveniente del SCN, específicamente, la información de la Cuentas Financiera y las Cuentas de balance.

En la presente sección se especifican los pasos metodológicos “previos” a la construcción de la HBF de Venezuela. Se consideran previos puesto que se refieren al procesamiento inicial de la data del SCN para cumplir con los requerimientos estadísticos que demanda la construcción de la HBF de Venezuela. En otras palabras, la presente sección busca explicar el paso a paso de cómo se elabora la data proveniente del SCN, a fin de ser utilizada en el proceso de la construcción de la HBF.

Una importante aclaratoria que debe realizarse, es que en el año 2007, el Departamento de Cuentas Macroeconómicas (DCM) del BCV llevó a cabo el Programa de Actualización de las Estimaciones Macroeconómicas (PRACEM), donde se realizaron tres actualizaciones metodológicas de relevancia para la presente investigación: por un lado, se actualizó el año base utilizado en el cálculo de las partidas en términos constantes del SCN, pasando de 1997 al 2007; por otro lado, se realizaron cambios en los Sectores institucionales y partidas financieras presentes en la CEI y finalmente, se dieron cambios en el cálculo y presentación de las estadísticas de algunas partidas financieras<sup>24</sup>.

Para hacer referencia a la metodología (de cálculo y presentación de estadísticas macroeconómicas) aplicada para el año base 1997 (periodo 1997-2007), se utiliza el término PRACEM I; de igual forma, para hacer referencia a la metodología aplicada a partir del año 2007 (periodo 2007-2011), se utiliza el término PRACEM II.

---

<sup>24</sup> Para ahondar en las consideraciones metodológicas de PRACEM II, consultar BCV (2013).

### IV.1.1 Definición de sectores institucionales

#### IV.1.1. Mapeo de los Sectores institucionales

Los sectores institucionales, siguiendo la definición presente en el SCN08, son aquellas agrupaciones de unidades capaces de realizar transacciones y de incurrir en obligaciones legales con otras unidades. Dichos sectores pueden ser agrupados en seis subsectores. Ello se muestra en el Cuadro N°3:

#### **Cuadro N°3**

Sectores institucionales del SCN

| Código | Sector                                                    |
|--------|-----------------------------------------------------------|
| S1     | Economía total                                            |
| S11    | Sociedades no financieras                                 |
| S12    | Sociedades financieras                                    |
| S121   | Banco central                                             |
| S122   | Otras sociedades de depósitos                             |
| S123   | Fondos de inversión                                       |
| S124   | Otras corporaciones financieras                           |
| S125   | Fondos de pensiones                                       |
| S126   | Compañías de seguros                                      |
| S13    | Gobierno general                                          |
| S14    | Hogares                                                   |
| S15    | Instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares |
| S2     | Resto del mundo                                           |

Fuente: SCN08. Elaboración propia

En primer lugar, es importante mencionar que la totalidad de las transacciones financieras se agrupan desde el punto de vista doméstico y extranjero. Todos los saldos que poseen los agentes domésticos y las transacciones que realizan los residentes se asientan en el sector Economía Total (S1), mientras que las transacciones de los residentes con los no residentes se asientan en el sector Resto del Mundo (S2). Por lo tanto, el Resto del Mundo se asume como un sector institucional para toda economía.

#### *IV.1.1.1. Sociedades no financieras*

Las sociedades no financieras (S11) abarca las corporaciones cuya principal actividad reside en la producción mercado de bienes y servicios no financieros. Este sector abarca el sector privado no financiero, el sector público no financiero y las instituciones sin fines de lucro que se encargan de la provisión de bienes y servicios no financieros, es decir, que son productores de mercado (sector educación, salud, entre otros). En el caso del SCN de Venezuela, este sector se divide en las sociedades no financieras públicas (S111) y las sociedades no financieras privadas (S112). Las primeras abarcan las empresas petroleras (S1111, que influyen en buena medida el valor agregado bruto nacional) y las empresas no petroleras (S1112). Por otro lado, los montos de las sociedades no financieras privadas provienen en gran medida de un vaciado de la información proveniente de los estados financieros de un grupo de empresas líderes, mientras que los montos restantes se estiman por residuos.

#### *IV.1.1.2. Sociedades financieras*

Las sociedades financieras (S12) abarcan las corporaciones involucradas en la provisión de servicios financieros, incluyendo el auxilio financiero, el mercado de seguros y fondos de pensiones, entre otros. Al igual que el sector anterior, las sociedades financieras incluyen instituciones sin fines de lucro que proveen producción de mercado de naturaleza financiera. Este sector agrupa cinco sub-sectores: banca central (S121), otras sociedades de depósito (S122), fondos de inversiones (S123), otros intermediarios financieros (S124), auxiliadores financieros (S125), compañías de seguro (S126) y fondos de pensiones (S127).

- La banca central (S121) es entendida como la autoridad monetaria nacional encargada de la política macroeconómica, la regulación del sistema financiero, el mantenimiento de las reservas internacionales, entre otros.

- Las otras sociedades de depósito (S122) abarcan todas aquellas instituciones que tienen como actividad principal la intermediación financiera, para lo que se valen de la captación de depósitos o instrumentos financieros del público.
- Los fondos de inversiones (S123) abarcan los fondos de inversión conjuntos y unitarios operando como fondos abiertos, de intervalo, de cierre, o negociados en bolsa (Russian Central Bank, 2011).
- Los otros intermediarios financieros (S124) abarcan aquellas instituciones financieras que participan en la intermediación financiera a través de la provisión de pasivos distintos de dinero legal, depósitos o formas cercanas a depósitos. Por ejemplo, los participantes profesionales del mercado de valores, instituciones microfinancieras, sociedades cooperativas de créditos comerciales, compañías de arrendamiento, entre otras (Hagino & Caviars, 2011).
- Los auxiliares financieros (S125) abarcan aquellas instituciones encargadas de la provisión de servicios financieros pero que no reportan propiedad sobre los activos financieros y pasivos que manejan.
- Las compañías de seguro (S126) abarcan aquellas corporaciones incorporadas, mutuales o de cualquier otra naturaleza cuya principal función es proveer seguros a individuos o grupos.
- Los fondos de pensiones (S127) abarcan aquellos fondos de pensiones sociales que son unidades institucionales separados de las unidades que lo crearon. Básicamente, son instituciones encargadas de la provisión de servicios de seguros y financiamiento de pensiones.

#### *IV.1.1.3. Gobierno general*

El gobierno general (S13) abarca todos los niveles del gobierno y las instituciones públicas sin fines de lucro así como los fondos de la seguridad social impuestos y controlados por dichas unidades. En específico, el gobierno central (S131), el gobierno regional (S132), el gobierno municipal (S133), las instituciones públicas sin fines de lucro del gobierno central (S1312), del gobierno central (S1322), y del gobierno municipal (S1332), así como el sistema de seguridad social (S134).

#### *IV.1.1.4. Hogares*

El sector hogares (S14) consiste en todos los hogares residentes de una economía. Ello incluye a las personas mantenidas en hospitales, hogares de retiro, conventos, prisiones, emprendedores individuales, entre otros. Un aspecto interesante a tratar es el de los emprendedores individuales, que pudieran ser considerados cuasi-corporaciones y separados del sector hogares en algunas economías dada la existencia de cuentas satélites que permitan cuantificar sus transacciones y saldos (Hagino & Caviares, 2011).

#### *IV.1.1.5. Instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares (ISFLSH)*

El sector Instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares (ISFLSH, S15) abarca todas las instituciones residentes sin fines de lucro, excluyendo las controladas por el gobierno, aquellas que proveen servicios de mercado o servicios financieros. En suma, son aquellas que proveen bienes o servicios de no mercado a los hogares. Este sector incluye partidos políticos, uniones de comercio, movimientos religiosos, caridad, entre otros (Russian Central Bank, 2011).

#### *IV.1.1.6. Resto del mundo*

Como se indicó en la sección II.2.1.1, el Resto del Mundo funciona como un Sector Institucional, al recoger las transacciones (y acervos) que realizan (o poseen) los residentes de una economía con los residentes del resto del mundo.

En el Cuadro N°4 se presentan los sectores institucionales de Venezuela incluidos en el SCN para PRACEM II. Para PRACEM II, el SCN presenta un total de veintidós (22) Sectores institucionales (sin incluir a la Economía Total). Manejar una HBF para dos docenas de sectores institucionales requeriría una cantidad de horas hombres y disponibilidad de data que no se encuentran al alcance para la presente investigación. Es por ello que se ha optado por trabajar con los principales sectores institucionales definidos por el SCN, con ligeras modificaciones. Dichas modificaciones fueron definidas por el BCV<sup>25</sup> y se corresponden con los sectores institucionales del modelo Modelo Computable Real Financiero del BCV (Modelo FCGE por sus siglas en inglés) desarrollado por la Oficina de Investigaciones Económicas. Para diferenciar estos siete (7) sectores de los veintidós (22) presentes en el SCN, se utiliza la notación de “Sectores institucionales del Modelo FCGE”. Dichos sectores se presentan en el Cuadro N°5.

---

<sup>25</sup> La Oficina de Investigaciones Económicas (OIE) en conjunto con el Departamento de Programación Macroeconómica (DPM) y el Departamento de Cuentas Macroeconómicas (DCM) del BCV.

**Cuadro N°4**  
**Sectores institucionales de Venezuela para PRACEM II**

| Código 1 dígito | Descripción 1             | Código 2 dígitos | Descripción 2                                                     | Código 3 dígitos | Descripción 3                                         |
|-----------------|---------------------------|------------------|-------------------------------------------------------------------|------------------|-------------------------------------------------------|
| S11             | Sociedades no financieras | S111             | Sociedades no financieras públicas                                | S1111            | Empresas petroleras                                   |
| S11             | Sociedades no financieras | S111             | Sociedades no financieras públicas                                | S1112            | Empresas no petroleras                                |
| S11             | Sociedades no financieras | S112             | Sociedades no financieras privadas                                | S1121            | Sociedades no financieras privadas líderes            |
| S11             | Sociedades no financieras | S112             | Sociedades no financieras privadas                                | S1122            | Resto de sociedades no financieras privadas           |
| S12             | Sociedades financieras    | S121             | Banca central                                                     |                  |                                                       |
| S12             | Sociedades financieras    | S122             | Otras sociedades de depósito                                      | S1221            | Sociedades monetarias de depósito                     |
| S12             | Sociedades financieras    | S122             | Otras sociedades de depósito                                      | S1222            | Otras sociedades monetarias de depósito               |
| S12             | Sociedades financieras    | S123             | Fondos de mercado monetario                                       |                  |                                                       |
| S12             | Sociedades financieras    | S124             | Fondos de inversión del mercado no monetario                      |                  |                                                       |
| S12             | Sociedades financieras    | S125             | Otros intermediarios financieros                                  |                  |                                                       |
| S12             | Sociedades financieras    | S126             | Auxiliadores financieros                                          |                  |                                                       |
| S12             | Sociedades financieras    | S127             | Instituciones de captaciones financieras y prestamistas de dinero |                  |                                                       |
| S12             | Sociedades financieras    | S128             | Sociedades de seguros                                             |                  |                                                       |
| S12             | Sociedades financieras    | S129             | Fondos de pensiones                                               |                  |                                                       |
| S13             | Gobierno general          | S131             | Gobierno central                                                  | S1311            | Gobierno central sin IPUBSLF del gobierno central     |
| S13             | Gobierno general          | S131             | Gobierno central                                                  | S1312            | IPUBSLF del gobierno central                          |
| S13             | Gobierno general          | S132             | Gobierno regional                                                 | S1311            | Gobierno regional sin IPUBSLF del gobierno regional   |
| S13             | Gobierno general          | S132             | Gobierno regional                                                 | S1312            | IPUBSLF del gobierno regional                         |
| S13             | Gobierno general          | S133             | Gobierno municipal                                                | S1311            | Gobierno municipal sin IPUBSLF del gobierno municipal |
| S13             | Gobierno general          | S133             | Gobierno municipal                                                | S1312            | IPUBSLF del gobierno municipal                        |
| S13             | Gobierno general          | S134             | Sistema de seguridad social                                       |                  |                                                       |
| S14             | Hogares                   |                  |                                                                   |                  |                                                       |
| S15             | ISFLSH                    |                  |                                                                   |                  |                                                       |
| S1              | Economía total            |                  |                                                                   |                  |                                                       |
| S2              | Resto del mundo           |                  |                                                                   |                  |                                                       |

Fuente: SCN. Elaboración propia

### Cuadro N°5

#### Sectores institucionales de Venezuela según el modelo FCGE

| Sector institucional                      | Descripción                                                                          | Notación         |
|-------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|------------------|
| Empresas petroleras                       | Empresas petroleras públicas                                                         | <i>e-pdvsa</i>   |
| Firmas                                    | Empresas no petroleras públicas y sociedades y privadas no financieras               | <i>e-otr</i>     |
| Intermediación financiera                 | Sociedades financieras públicas y privadas                                           | <i>inter-fin</i> |
| Banca central                             | Banco Central de Venezuela                                                           | <i>bcv</i>       |
| Gobierno general                          | Gobierno central, gobierno regional, gobierno municipal, sistema de seguridad social | <i>gov</i>       |
| Instituciones públicas sin fines de lucro | Instituciones públicas sin fines de lucro*                                           | <i>lpubsfl</i>   |
| Hogares                                   | Hogares e ISFLSH                                                                     | <i>hhd</i>       |
| Resto del Mundo                           | Resto del mundo                                                                      | <i>row</i>       |

Fuente: Hernández et al. (2016). Elaboración propia

Dichos Sectores institucionales del modelo FCGE se obtienen a través de un proceso de Mapeo, que consiste en realizar una correspondencia parsimoniosa (sector por sector) entre el SCN y el FCGE. En el Cuadro N°6 se presenta dicho proceso de mapeo.

### Cuadro N°6

#### Mapeo de sectores institucionales SCN- Modelo FCGE

| Código - Modelo FCGE | Nombre modelo FCGE                        | Código - SCN           | Nombre SCN                                                                                          |
|----------------------|-------------------------------------------|------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| e-pdvsa              | PDVSA                                     | S1111                  | Empresas petroleras públicas                                                                        |
| e-otr                | Firmas                                    | S11                    | Sociedades no financieras privadas y sociedades no financieras públicas excepto empresas petroleras |
| BCV                  | Banca Central de Venezuela                | S121                   | Banca Central                                                                                       |
| IF                   | Intermediación financiera                 | S122, S123, S124, S125 | Sociedades financieras excepto banca central                                                        |
| Gov                  | Gobierno general                          | S1311,S1321,S1331,S134 | Gobierno general y sistema de seguridad social excluyendo instituciones públicas sin fines de lucro |
| IPUBSLF              | Instituciones públicas sin fines de lucro | S1312,S1322,S1332      | Instituciones públicas sin fines de lucro                                                           |
| HHD                  | Hogares                                   | S14, S15               | Hogares e Instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares                                 |
| RoW                  |                                           | S2                     | Resto del Mundo                                                                                     |

Fuente: Elaboración propia

Es decir, el sector e-pdvsa (empresas petroleras) incluye al sector Empresas Petroleras públicas (S1111), mientras que el sector e-otr (firmas) abarca las sociedades no financieras públicas (S111) y las privadas (S112), y así sucesivamente. Un aspecto interesante que vale resaltar es que se trabajan las instituciones públicas sin fines de lucro separadamente del sector gobierno. La razón de ello es que en el caso venezolano, dicho sector moviliza un importante monto de los recursos del ejecutivo nacional a partir de organismos como el Fondo Nacional de Desarrollo (FONDEN)<sup>26</sup>, algunos Institutos autónomos y fondos nacionales, partiendo del supuesto de que, en buena medida, el gasto en economía real provisto por el gobierno era desembolsado, en buena medida, a partir de las operaciones de estas instituciones públicas sin fines de lucro, apoyado por la subestimación del precio del barril petrolero en la ley de presupuesto nacional, para incentivar el gasto extra-presupuestario haciendo uso de estos mencionados canales. Finalmente, se hace una agrupación de los Hogares y las ISLFSH.

#### IV.1.2 Definición de instrumentos financieros

Con anterioridad en el presente trabajo, se ha hecho énfasis en la relación existente entre las Cuentas de Acumulación y las Cuentas de balance de la CEI. En términos resumidos, a partir de los bloques de información de ambas cuentas es posible construir un Balance de Apertura y de Cierre que presente la composición de activos y pasivos de cada sector institucional representativo de la economía. En un SCN ideal, la diferencia entre el Balance de Cierre y el de Apertura en un año determinado, debe corresponder con los flujos financieros (contenidos en la Cuenta Financiera) y las ganancias de capital (contenidas en la Cuenta Otras Variaciones de Activos).

---

<sup>26</sup> El proyecto de ley de presupuesto del año 2012, presentado por el Ministerio de Planificación y Finanzas, reportaba que entre el año 2005 y septiembre de 2011, el FONDEN había recibido desde el ejecutivo nacional, PDVSA y el BCV un aporte de 81.096 millones de dólares americanos para financiar proyectos (El Universal, 2011), lo que se corresponde al 21% del PIB del año 2010.

Esta sección presenta las principales partidas financieras que son consideradas en la presente investigación. Antes de presentarlas, es importante hacer ciertas precisiones:

- En primer lugar, la información de los flujos financieros de una economía se plasma en la Cuenta financiera de la CEI, mientras que la información de los saldos financieros, se plasma en las Cuentas de balance.
- En segundo lugar, la apertura (también llamada desagregación o nivel de detalle) de las partidas financieras de la Cuenta financiera, suele ser mayor que la de las Cuentas de balance, por facilidad metodológica y de disponibilidad de data. Eso quiere decir, que regularmente, se posee información más detallada de los flujos financieros que de los saldos.
- En tercer lugar, dado que la única diferencia entre un Balance de Apertura y un Balance de Cierre, en un SCN ideal, son los flujos financieros y las ganancias de capital de un año determinado, no debe haber diferencia en la apertura de ambas Cuentas de balance (es decir, el nivel de detalle de las partidas financieras presentes en las Cuentas de balance es el mismo).
- Finalmente, se hace relevante hacer una aclaratoria de nomenclatura: las partidas de la Cuenta financiera y las Cuentas de balance pueden diferenciarse gracias a los códigos asociados. Las partidas de la Cuenta financiera poseen un código de la siguiente forma: *FXX*; mientras que las de las Cuentas de balance, se presentan uno de la siguiente forma: *AFXX*<sup>27</sup>

Las partidas financieras utilizadas en la presente investigación se corresponden con todas las presentadas en la Cuenta financiera y las Cuentas de balance. La razón de por

---

<sup>27</sup> Por ejemplo, mientras que Oro monetario y DEG presenta el código F1 en la Cuenta financiera, la misma partida presenta el código AF1 en las Cuentas de balance.

qué se consideran ambas cuentas es sencilla: aunque la HBF se nutre fundamentalmente de las Cuentas de balance, ellas no se encuentran consolidadas para el caso venezolano, por lo que no se cumplen los principios de equilibrio en los sistemas de contabilidad social. Por ello, una vez reunida la información de fuentes secundarias se hace necesario un proceso de consolidación de los saldos de tal manera que se cumpla que el activo financiero debe ser igual al pasivo.

Para lograrlo, el mecanismo principal que se considera es el de los flujos financieros acumulados. Es decir, se realizan análisis horizontales<sup>28</sup> (cuánto es la proporción promedio que tiene un sector institucional dentro del total de una transacción para una serie) o análisis verticales<sup>29</sup> (cuánto es la proporción del total que poseen las distintas subpartidas que corresponden a una partida de en particular). Estos análisis son profundizados en el Capítulo IV. Para lograr realizar dichos análisis, por lo tanto, se recurre a la Cuenta financiera, que facilita el cálculo de las mencionadas proporciones. Por dicha razón, se hace relevante tomar no solo los saldos de las Cuentas de balance, sino también los flujos de la Cuenta financiera.

La clasificación de los instrumentos financieros utilizados para compilar las cuentas financieras y de balance del SCN de Venezuela son consistentes con la lista de instrumentos presentados en el Manual de Cuentas Nacionales del 2008 (SCN08). Dichas categorías, cada una con sub-items ordenadas de acuerdo a la liquidez. En el Cuadro N°7 se presentan los principales instrumentos financieros presentes en el SCN de Venezuela:

---

<sup>28</sup> Un ejemplo de esto sería: para el caso de la partida Préstamos (AF4), el 62% de las tenencias del activo, en promedio, lo poseen las instituciones financieras.

<sup>29</sup> Un ejemplo de esto sería: para el caso de la partida Préstamos (AF4), del 100% del monto total que tienen las corporaciones no financieras por el lado del pasivo, el 96% se corresponde a los préstamos en el país y el 4% se corresponde a los préstamos en el exterior.

### **Cuadro N°7**

Instrumentos financieros presentes en el SCN08

| <b>Código</b> | <b>Instrumento</b>                                                  |
|---------------|---------------------------------------------------------------------|
| F1            | Oro Monetario y Derechos Especiales de Giro                         |
| F2            | Dinero legal y depósitos                                            |
| F3            | Valores de deuda                                                    |
| F4            | Préstamos                                                           |
| F5            | Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión |
| F6            | Seguros, pensiones y esquemas de garantías estandarizadas           |
| F7            | Derivados financieros y opciones de compras de empleados            |
| F8            | Otras cuentas por pagar/por cobrar                                  |

Fuente: DCM-BCV. Elaboración propia.

#### *IV.1.2.1.Oro monetario y DEG*

El Oro Monetario (F11) y los Derechos Especiales de Giro (DEG, F12) son parte de los activos de reserva de la autoridad monetaria. Según el SCN93, las cuentas de F1 deben registrarse como un activo para la economía interna, pero no un pasivo para el resto del mundo, pues se considera una dotación. Siguiendo al texto de la División Estadística de la ONU (UN, 2003):

En las cuentas de balance, el total de cada activo financiero debe ser igual que el total de los pasivos, excepto por el oro monetario y los DEGs. Las transacciones existentes en el oro monetario y los DEG deben tener una contrapartida en las cuentas financieras. Sin embargo, cuando el oro monetario o los DEGS son creados o retirados son registrados, a diferencia del oro monetario ya existente, en las cuentas de Otras Variaciones en el Volumen de Activo, lo que hace que el total de los activos financieros difiera de los pasivos. La diferencia es el valor del oro monetario o los DEG (p.143)

El oro monetario abarca todas las reservas de oro utilizadas por la autoridad monetaria como reserva. Por otro lado, los DEG son activos de reserva internacionales creados por el Fondo Monetario Internacional (FMI). Cada miembro del FMI se le asigna una cuota expresada en DEG, que confirma el derecho incondicional que un estado miembro del FMI tiene de intercambiar sus DEG por divisas libremente convertibles. El valor del DEG se respalda en las cinco divisas clave internacionales (Russian Central Bank, 2011).

#### *IV.1.2.2.Dinero legal y depósitos*

La cuenta Dinero Legal y Depósitos (AF2) integra el Dinero Legal (AF21), los fondos monetarios excepto dinero en efectivo (AF22-AF24) y otros depósitos (AF29). El Dinero legal consiste en los billetes y monedas emitidos por la autoridad monetaria. El dinero legal únicamente puede ser un pasivo de dos sectores: el sub-sector banco central (dinero legal en el país) y el resto del mundo (dinero legal en el extranjero). Por el lado del activo, cualquier sector institucional puede tener propiedad sobre una porción del dinero legal (Russian Central Bank, 2011).

En cuanto al instrumento de Depósitos, abarcan los depósitos transferibles (F22), los depósitos de ahorro (AF23), depósitos a plazo (AF24) y otros depósitos (AF29). Los depósitos transferibles abarcan todos aquellos que: (a) son intercambiables por dinero legal a demanda de una de las partes sin ninguna penalidad o restricción, (b) son directamente utilizables para realizar pagos como cheques, giros, crédito/débito directo, entre otros (Hagino & Caviares, 2011). En el caso venezolano, los depósitos transferibles abarcan los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro transferibles.

En el caso de los depósitos de ahorro (AF23) son aquellos depósitos que cancelan un interés, y no se encuentran definidos en el dinero circulante. Por otro lado, los depósitos a plazo son aquellos realizados por el público donde se especifica un plazo determinado para su retiro (BCV, 2014). Finalmente, los otros depósitos (AF29) son reservas obligatorias de instituciones crediticias, la posición financiera ante el Fondo Monetario

Internacional o los depósitos por instrumento que tienen agentes económicos en el exterior donde se involucran depósitos y préstamos con instituciones bancarias no residentes (Hagino & Caviare, 2011).

Los depósitos pueden ser un pasivo únicamente para los subsectores de banco central y las instituciones financieras, además del resto del mundo.

#### *IV.1.2.3. Valores de deuda*

Los Valores de Deuda (F3) incluyen los títulos valores distintos de acciones y derivados financieros. Abarcan todos los títulos que le dan al tenedor el derecho a recibir un pago contractual en una fecha específica. En el caso venezolano, estos títulos se valoran a valor de mercado, en vez del valor facial. Esta cuenta abarca los títulos de deuda que son negociables como instrumentos. Regularmente, abarcan: los títulos valores emitidos por el gobierno central (F31), títulos valores emitidos por el banco central (F32), bonos quirografarios (F33), cédulas y bonos hipotecarios (F34), obligaciones y bonos financieros (F35), certificados de ahorro (F36), papeles comerciales (F37), inversiones y depósitos en fideicomiso (F38) y otros títulos valores (F39).

#### *IV.1.2.4. Préstamos*

Los préstamos son activos financieros que (a) son creados cuando un acreedor presta fondos directamente a un deudor, y (b) éstos préstamos son evidenciados por documentos no negociables. Estos préstamos incluyen préstamos de corto y largo plazo, acuerdos de recompra, contratos de arrendamiento o pasivos del FMI en forma de créditos. Los préstamos entre dos unidades de depósitos no se consideran como tal, sino como depósitos de acuerdo al SCN08 (Hagino & Caviare, 2011).

#### *IV.1.2.5. Participaciones de capital y acciones/unidades de fondos de inversión*

Las participaciones de capital y acciones/unidades de fondos de inversión abarcan las participaciones accionarias, en primer lugar, y las participaciones en fondos de inversión, por el otro. Estas partidas tienen como característica que los tenedores tienen un reclamo residual sobre los activos de la unidad institucional que emitió el documento.

A diferencia de un instrumento de deuda, una participación de capital no provee al tenedor el derecho a un monto predeterminado o a un monto determinado de acuerdo a una fórmula fija. Las acciones participaciones de capital abarcan todos los instrumentos reconociendo un derecho residual del valor de una corporación o cuasi-corporación después de que todos los compromisos financieros del deudor han sido cumplidos (UN,2003). Por otro lado, los fondos de inversión son inversiones colectivas donde los inversores reúnen fondos para invertir en activos financieros o no financieros.

Las participaciones de capital se valoran a precios de mercados cuando circulan en mercados organizados. Cuando los mercados no están lo suficientemente organizados como en el caso venezolano, las organizaciones se valoran con base en los propios fondos de la entidad, basado en los estados financieros.

#### *IV.1.2.6.Seguros, pensiones y sistemas de garantías*

La partida seguros, pensiones y sistemas de garantías(F6) abarca las partidas asociadas a los seguros de vida, reservas de seguros no de vida, beneficios de pensiones y no pensiones. Esta partida refleja la diferencia entre las contribuciones o primas netas pagadas a los esquemas de seguro, menciones o garantías normalizadas, menos los beneficios pagados. Hay cinco subcuentas en esta partida que son: reservas técnicas de seguros no de vida (F61), derechos a seguros de vida y anualidades (F62), derechos de pensiones (F63), derechos a las prestaciones de las no pensiones (F64), reservas para la ejecución de garantías estandarizadas (F65).

Los sectores institucionales que pueden tener montos por el lado del pasivo son todos aquellos, públicos o privados, que sean dueños de instituciones de seguro o fondos de pensiones, además del resto del mundo. Por el lado del activo, cualquier sector que tenga participación en estas instituciones o esquemas de provisión de pensiones.

#### *IV.1.2.7. Derivados financieros y opciones*

Esta cuenta abarca los derivados financieros y las opciones de compra por parte de los empleados (F7). El FMI, citado por Griece (1999) definen a los derivados financieros como: *“instrumentos financieros que están vinculado a un instrumento financiero específico o indicador o commodity y a través del cual los riesgos financieros específicos pueden ser comercializados en su propio mercado”*(p.1). Por otro lado, las opciones de compra por parte de empleados abarcan las opciones que puede tener un empleado como mecanismo de compensación dada una afiliación a una compañía a un determinado precio sin compensación financiera (Yoshino, 2005).

#### *IV.1.2.8. Otras cuentas por cobrar/por pagar*

Esta partida financiera abarca los créditos y anticipos comerciales (F81) y las otras cuentas por cobrar o por pagar (F89). Los créditos o anticipos comerciales incluyen aquellas notas de crédito por los bienes o servicios otorgados a corporaciones, gobiernos, hogares y resto del mundo o avances por trabajos en progreso (Hagino & Caviar, 2011). Por otro lado, las otras cuentas por cobrar o por pagar incluyen aquellas cuentas no relacionadas con bienes y servicios como impuestos, dividendos, compras y ventas de títulos valores, rentas, salarios, contribuciones sociales, entre otros.

En el Cuadro N°8 se presenta la apertura de la Cuenta financiera de la CEI para el PRACEM II (y el SCN08). Por otro lado, en el Cuadro N°9 se presenta la apertura de las Cuentas de balance de la CEI para PRACEM II.

## Cuadro Nº8

### Apertura de la Cuenta financiera para PRACEM II

| Código | Descripción 1                            | Código | Descripción 2                             | Código | Descripción 3            | Código | Descripción 4     |
|--------|------------------------------------------|--------|-------------------------------------------|--------|--------------------------|--------|-------------------|
| F1     | Oro Monetario Y DEG                      | F11    | Oro Monetario                             |        |                          |        |                   |
| F1     | Oro Monetario Y DEG                      | F12    | DEG                                       |        |                          |        |                   |
| F2     | Dinero Legal y Depósitos                 | F21    | Dinero Legal                              | F211   | Moneda Nacional          |        |                   |
| F2     | Dinero Legal y Depósitos                 | F21    | Dinero Legal                              | F212   | Moneda Extranjera        |        |                   |
| F2     | Dinero Legal y Depósitos                 | F22    | Depósitos Transferibles                   | F221   | País                     |        |                   |
| F2     | Dinero Legal y Depósitos                 | F22    | Depósitos Transferibles                   | F222   | Exterior                 |        |                   |
| F2     | Dinero Legal y Depósitos                 | F23    | Depósitos de Ahorro                       | F231   | País                     |        |                   |
| F2     | Dinero Legal y Depósitos                 | F23    | Depósitos de Ahorro                       | F232   | Exterior                 |        |                   |
| F2     | Dinero Legal y Depósitos                 | F24    | Depósitos a Plazo                         | F241   | País                     |        |                   |
| F2     | Dinero Legal y Depósitos                 | F24    | Depósitos a Plazo                         | F242   | Exterior                 |        |                   |
| F2     | Dinero Legal y Depósitos                 | F29    | Otros Depósitos                           | F291   | País                     |        |                   |
| F2     | Dinero Legal y Depósitos                 | F29    | Otros Depósitos                           | F292   | Exterior                 |        |                   |
| F3     | Valores de Deuda                         | F31    | Títulos Valores E.p.G                     | F311   | País                     | F3111  | Moneda nacional   |
| F3     | Valores de Deuda                         | F31    | Títulos Valores E.p.G                     | F311   | País                     | F3112  | Moneda extranjera |
| F3     | Valores de Deuda                         | F31    | Títulos Valores E.p.G                     | F312   | Exterior                 |        |                   |
| F3     | Valores de Deuda                         | F32    | Títulos Valores E.p .BCV                  | F321   | País                     | F3211  | Moneda nacional   |
| F3     | Valores de Deuda                         | F32    | Títulos Valores E.p .BCV                  | F321   | País                     | F3212  | Moneda extranjera |
| F3     | Valores de Deuda                         | F32    | Títulos Valores E.p .BCV                  | F322   | Exterior                 |        |                   |
| F3     | Valores de Deuda                         | F33    | Bonos Quirografarios                      | F331   | País                     | F3311  | Moneda nacional   |
| F3     | Valores de Deuda                         | F33    | Bonos Quirografarios                      | F331   | País                     | F3312  | Moneda extranjera |
| F3     | Valores de Deuda                         | F33    | Bonos Quirografarios                      | F332   | Exterior                 |        |                   |
| F3     | Valores de Deuda                         | F34    | Cédulas y B. H.                           | F341   | País                     | F3411  | Moneda nacional   |
| F3     | Valores de Deuda                         | F34    | Cédulas y B. H.                           | F341   | País                     | F3412  | Moneda extranjera |
| F3     | Valores de Deuda                         | F34    | Cédulas y B. H.                           | F342   | Exterior                 |        |                   |
| F3     | Valores de Deuda                         | F35    | Bonos y O. F.                             | F351   | País                     | F3511  | Moneda nacional   |
| F3     | Valores de Deuda                         | F35    | Bonos y O. F.                             | F351   | País                     | F3512  | Moneda extranjera |
| F3     | Valores de Deuda                         | F35    | Bonos y O. F.                             | F352   | Exterior                 |        |                   |
| F3     | Valores de Deuda                         | F36    | Certificados de Ahorro                    | F361   | País                     | F3611  | Moneda nacional   |
| F3     | Valores de Deuda                         | F36    | Certificados de Ahorro                    | F361   | País                     | F3612  | Moneda extranjera |
| F3     | Valores de Deuda                         | F36    | Certificados de Ahorro                    | F362   | Exterior                 |        |                   |
| F3     | Valores de Deuda                         | F37    | Papeles Comerciales                       | F371   | País                     | F3711  | Moneda nacional   |
| F3     | Valores de Deuda                         | F37    | Papeles Comerciales                       | F371   | País                     | F3712  | Moneda extranjera |
| F3     | Valores de Deuda                         | F37    | Papeles Comerciales                       | F372   | Exterior                 |        |                   |
| F3     | Valores de Deuda                         | F38    | Inversiones y d.f.                        | F381   | País                     | F3811  | Moneda nacional   |
| F3     | Valores de Deuda                         | F38    | Inversiones y d.f.                        | F381   | País                     | F3812  | Moneda extranjera |
| F3     | Valores de Deuda                         | F38    | Inversiones y d.f.                        | F382   | Exterior                 |        |                   |
| F3     | Valores de Deuda                         | F39    | Otros Títulos V. n.c.p                    | F391   | País                     | F3911  | Moneda nacional   |
| F3     | Valores de Deuda                         | F39    | Otros Títulos V. n.c.p                    | F391   | País                     | F3912  | Moneda extranjera |
| F3     | Valores de Deuda                         | F39    | Otros Títulos V. n.c.p                    | F392   | Exterior                 |        |                   |
| F4     | Préstamos                                | F41    | País                                      |        |                          |        |                   |
| F4     | Préstamos                                | F42    | Exterior                                  |        |                          |        |                   |
| F5     | Participaciones de C. y Acciones de F.I. | F51    | Participaciones de C.                     | F511   | Acciones                 | F5111  | País              |
| F5     | Participaciones de C. y Acciones de F.I. | F51    | Participaciones de C.                     | F511   | Acciones                 | F5112  | Exterior          |
| F5     | Participaciones de C. y Acciones de F.I. | F51    | Participaciones de C.                     | F512   | Otras Participaciones C. |        |                   |
| F5     | Participaciones de C. y Acciones de F.I. | F52    | Acciones/unidades F.I.                    |        |                          |        |                   |
| F6     | Seguros, Pensiones y S.G.N               | F61    | Reservas técnicas de seguros no de vida   |        |                          |        |                   |
| F6     | Seguros, Pensiones y S.G.N               | F62    | Derechos a seguros de vida y anualidades  |        |                          |        |                   |
| F6     | Seguros, Pensiones y S.G.N               | F63    | Derechos de pensiones                     |        |                          |        |                   |
| F6     | Seguros, Pensiones y S.G.N               | F64    | Indemnización de fondos de pensiones      |        |                          |        |                   |
| F6     | Seguros, Pensiones y S.G.N               | F65    | Derechos a las prestaciones de las no per |        |                          |        |                   |
| F6     | Seguros, Pensiones y S.G.N               | F66    | Reservas para la ejecución de garantías e |        |                          |        |                   |
| F7     | Derivados financieros y O.C.A.E          | F71    | País                                      | F711   | Moneda nacional          |        |                   |
| F7     | Derivados financieros y O.C.A.E          | F71    | País                                      | F712   | Moneda Extranjera        |        |                   |
| F7     | Derivados financieros y O.C.A.E          | F72    | Exterior                                  |        |                          |        |                   |
| F8     | Otras Cuentas por Co/Pa                  | F81    | Créditos y Ant. Com.                      | F811   | Créditos Comerciales     | F8111  | País              |
| F8     | Otras Cuentas por Co/Pa                  | F81    | Créditos y Ant. Com.                      | F811   | Créditos Comerciales     | F8112  | Exterior          |
| F8     | Otras Cuentas por Co/Pa                  | F81    | Créditos y Ant. Com.                      | F812   | Anticipos Comerciales    |        |                   |
| F8     | Otras Cuentas por Co/Pa                  | F89    | Otras Cuentas p C/P                       | F891   | Interes P. C/P           | F8911  | País              |
| F8     | Otras Cuentas por Co/Pa                  | F89    | Otras Cuentas p C/P                       | F891   | Interes P. C/P           | F8912  | Exterior          |
| F8     | Otras Cuentas por Co/Pa                  | F89    | Otras Cuentas p C/P                       | F892   | Aportes a S.S. p. C/P    |        |                   |
| F8     | Otras Cuentas por Co/Pa                  | F89    | Otras Cuentas p C/P                       | F893   | Otras Cuentas p. C/P     | F8931  | País              |
| F8     | Otras Cuentas por Co/Pa                  | F89    | Otras Cuentas p C/P                       | F893   | Otras Cuentas p. C/P     | F8932  | Exterior          |

Fuente: DCM-BCV

**Cuadro N°9****Apertura de las Cuentas de balance para PRACEM II**

| Código | Descripción 1                            | Código | Descripción 2                                          |
|--------|------------------------------------------|--------|--------------------------------------------------------|
| F1     | Oro Monetario Y DEG                      | F11    | Oro Monetario                                          |
| F1     | Oro Monetario Y DEG                      | F12    | DEG                                                    |
| F2     | Dinero Legal y Depósitos                 | F21    | Dinero Legal                                           |
| F2     | Dinero Legal y Depósitos                 | F22    | Depósitos Transferibles                                |
| F2     | Dinero Legal y Depósitos                 | F23    | Depósitos de Ahorro                                    |
| F2     | Dinero Legal y Depósitos                 | F24    | Depósitos a Plazo                                      |
| F2     | Dinero Legal y Depósitos                 | F29    | Otros Depósitos                                        |
| F3     | Valores de Deuda                         | F31    | Títulos Valores E.p.G                                  |
| F3     | Valores de Deuda                         | F32    | Títulos Valores E.p .BCV                               |
| F3     | Valores de Deuda                         | F33    | Bonos Quirografarios                                   |
| F3     | Valores de Deuda                         | F34    | Cédulas y B. H.                                        |
| F3     | Valores de Deuda                         | F35    | Bonos y O. F.                                          |
| F3     | Valores de Deuda                         | F36    | Certificados de Ahorro                                 |
| F3     | Valores de Deuda                         | F37    | Papeles Comerciales                                    |
| F3     | Valores de Deuda                         | F38    | Inversiones y d.f.                                     |
| F3     | Valores de Deuda                         | F39    | Otros Títulos V. n.c.p                                 |
| F4     | Préstamos                                |        |                                                        |
| F5     | Participaciones de C. y Acciones de F.I. | F51    | Participaciones de C.                                  |
| F5     | Participaciones de C. y Acciones de F.I. | F52    | Acciones/unidades F.I.                                 |
| F6     | Seguros, Pensiones y S.G.N               | F61    | Reservas técnicas de seguros no de vida                |
| F6     | Seguros, Pensiones y S.G.N               | F62    | Derechos a seguros de vida y anualidades               |
| F6     | Seguros, Pensiones y S.G.N               | F63    | Derechos de pensiones                                  |
| F6     | Seguros, Pensiones y S.G.N               | F64    | Indemnización de fondos de pensiones                   |
| F6     | Seguros, Pensiones y S.G.N               | F65    | Derechos a las prestaciones de las no pensiones        |
| F6     | Seguros, Pensiones y S.G.N               | F66    | Reservas para la ejecución de garantías estandarizadas |
| F7     | Derivados financieros y O.C.A.E          |        |                                                        |
| F8     | Otras Cuentas por Co/Pa                  | F81    | Créditos y Ant. Com.                                   |
| F8     | Otras Cuentas por Co/Pa                  | F89    | Otras Cuentas p C/P                                    |
| N/A    | Discrepancia estadística                 |        |                                                        |

Fuente: DCM-BCV

### IV.1.3. Construcción de las tablas de flujos agregados CEIVEN

Las tablas de flujos agregados se corresponden a unos cuadros contruidos que resumen la información de los flujos financieros de cada instrumento para un periodo determinado. En total, se construyen dos cuadros para el periodo 2007-2011, haciendo uso de la información de la Cuenta financiera del SCN. El mecanismo de construcción es similar, aunque ambos cuadros genera información distinta. El objetivo tras la construcción de ambas tablas es generar criterios para de facilitar el proceso de consolidación de los saldos de los instrumentos financieros tras integrar información de fuentes provenientes del SCN y fuera de él. Es decir, una vez contruidos el balance primario (con los saldos provenientes del SCN) y el balance secundario (con los saldos provenientes de otras fuentes), se debe proceder a un proceso de armonización para garantizar que el activo financiero coincida con el pasivo para todos los sectores institucionales. Para ello, se debe realizar una hoja de ajustes donde se realiza el proceso de consolidación basado en información proveniente de las tablas de flujos agregados<sup>30</sup>.

#### IV.1.3.1. Cuadro de análisis horizontal

Este cuadro arroja información sobre el promedio de las participaciones<sup>31</sup> que tiene cada sector institucional con respecto al flujo total de una partida financiera para el periodo 2007-2011. Es decir, se busca saber cuánto contribuyó, en promedio, cada sector institucional al flujo total de un instrumento para el periodo de interés.

---

<sup>30</sup> Dicho procedimiento es explicado en mayor detalle en la sección IV.2.3.

<sup>31</sup> La proporción es calculada de la siguiente forma:  $p_i = x_i / \sum x_i$

#### IV.1.3.2.Cuadro de análisis vertical

El cuadro de análisis vertical arroja información sobre el promedio de las participaciones que tiene cada instrumento financiero con respecto al total de la categoría del SCN. Es decir, sabiendo el total (100%) de la categoría, esta tabla muestra la información sobre cómo se divide ese total por instrumentos para un mismo sector institucional.

### **IV.2. Metodología para la construcción de la HBF**

La construcción de la HBF es un elemento esencial de la presente investigación, pues ella muestra, por sector institucional, el VNF que cada uno posee. La presente sección tiene como objetivo explicar, detalladamente, el paso a paso, que permite la construcción de la HBF de Venezuela para el año base seleccionado. Es importante resaltar que esta metodología no es única e inamovible, sino que responde a las necesidades de la investigación y está sujeta a revisión y mejora.

En este punto, se hace vital entender la justificación detrás de la elaboración de esta compleja metodología. Como se ha mencionado con anterioridad, las Cuentas de balance muestran la posición patrimonial financiera (balance de activos financieros y pasivos) para cada sector institucional de la economía. Dado que la HBF muestra, para cada sector institucional, su tenencia de activos financieros y pasivos, se podría concluir como lógico, que debe usarse como único insumo para su construcción, la información presente en las Cuentas de balance. Sin embargo, en la construcción de la HBF, aunque se utilizan las Cuentas de balance como insumo primario, se debe recurrir a fuentes secundarias. La razón de esto, se debe a la robustez de las Cuentas de balance.

El SCN es aplicado, de acuerdo al Manual de Cuentas Nacionales, en su totalidad en Venezuela. Sin embargo, es importante resaltar que la construcción de algunas cuentas reviste particulares dificultades, lo que podría generar que dentro del mismo sistema, haya cuentas consideradas más robustas que otras. En lo referente a la presente investigación, hay una importante dificultad, que es mencionada por Hernández et al. (2014):

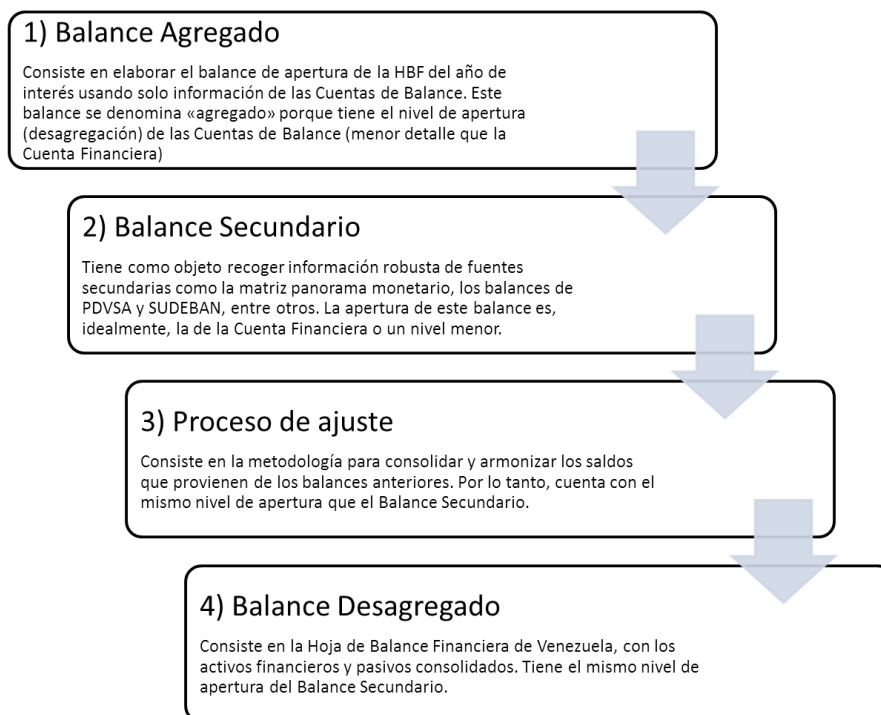
Una de las principales dificultades se relaciona a la armonización de los flujos financieros que se generan entre los Sectores institucionales. Es decir, es necesario validar y determinar las contrapartes de las tenencias de activos financieros y emisiones de pasivos de cada sector para garantizar que todas las transacciones estén debidamente armonizadas en todos los sectores (p.13).

Esta advertencia tiene implicaciones en la investigación, pues da a entender que las Cuentas de balance pueden tener debilidad de información para algunas partidas financieras en posesión de algunos Sectores institucionales. La razón de esto es que, a diferencia de las cuentas de acumulación, las Cuentas de balance no son objeto de publicación por el BCV, por lo que no es necesario realizar un cierre riguroso ni su armonización.

La consecuencia de esto es que no es posible en un SCN como el venezolano, construir la HBF, que muestra los saldos de los acervos financieros para todos los Sectores institucionales; haciendo uso exclusivo de la data proveniente de las Cuentas de balance. Es por ello, que se debe recurrir al uso de información robusta, presente en fuentes secundarias, ajenas al SCN y se debe elaborar una metodología para ello, la cual se presenta a continuación. En la figura N°9 se presenta un resumen de la metodología, desarrollada en esta sección.

## Figura N°9

### Metodología de la construcción de la HBF



Fuente: elaboración propia

#### IV.2.1. Construcción del Balance Agregado

Como se ha mencionado con anterioridad, para la estimación del VNF es necesario construir el balance de apertura del año de interés. El primer paso consiste en la construcción de un Balance Agregado, utilizando únicamente la información proveniente de las Cuentas de balance de la CEI. Se conoce como “Balance Agregado”, porque utiliza el nivel de apertura (o desagregación), de las Cuentas de balance que, recordemos, es menor que el presente en la Cuenta financiera. Para la construcción de dicho balance agregado, se utiliza fundamentalmente las funciones lógicas en Excel, para poder hacer un vacío de las partidas financieras por sector. En los Cuadros N°10 y 11 se presenta el Balance Agregado de apertura del año 2011 presente en el CEIVEN, tanto para el lado del activo, como para el lado del pasivo.

### Cuadro N°10

Activos financieros del Balance Agregado del 2011

Miles de Bolívares

| Código | INSTRUMENTO EN EL SCN                        |                    |                    |                     |                                |                        |                    |               |                      |                       |
|--------|----------------------------------------------|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------------------|------------------------|--------------------|---------------|----------------------|-----------------------|
|        |                                              | e-pdvsa            | Firmas (e-otr)     | Banca Central (bcv) | Intermediación Financiera (IF) | Gobierno General (gov) | IPUBSLF            | Hogares (HHD) | Economía Total       | Resto del Mundo (RoW) |
| AF1    | Oro Monetario y DEG                          | 0                  | 0                  | 51.382.951          | 0                              | 0                      | 0                  | 0             | 51.382.951           | -32.279.923           |
| AF2    | Dinero legal y depósitos                     | 32.038.537         | 193.061.852        | 22.875.422          | 192.936.961                    | 4.296.330              | 27.527.640         | 0             | 472.736.742          | 204.582               |
| AF3    | Valores de Deuda                             | 1.105.000          | -2.529.103         | 43.478.460          | 139.945.269                    | 1.803.591              | 29.680.981         | 0             | 213.484.198          | 85.611.122            |
| AF4    | Préstamos                                    | 236.800            | 6.048.361          | 4.100.732           | 229.275.676                    | 5.333.762              | 329.819            | 0             | 245.325.150          | 79.823.998            |
| AF5    | Participaciones de capital y acciones en FI  | 15.615.183         | 27.383.865         | 1.052.239           | 17.193.415                     | 55.947                 | 11.997             | 0             | 61.312.646           | 102.570.872           |
| AF6    | Seguros, Pensiones y S.G.N                   | 0                  | 2.918.943          | 5.242               | 4.441.063                      | 1                      | 21.694             | 0             | 7.386.943            | 52                    |
| AF7    | Derivados financieros y opciones de compra d | 0                  | -37.949            | 0                   | 357.074                        | 0                      | 0                  | 0             | 319.125              | 68.800                |
| AF8    | Otras Cuentas p. C/P                         | 183.539.963        | 149.920.067        | 1.748.501           | 67.187.755                     | 22.363.643             | 33.704.377         | 0             | 458.464.306          | 143.000.905           |
|        | <b>Activos financieros</b>                   | <b>464.834.166</b> | <b>686.841.291</b> | <b>192.512.469</b>  | <b>1.058.991.529</b>           | <b>62.372.785</b>      | <b>182.201.503</b> | <b>0</b>      | <b>2.647.753.743</b> | <b>710.387.889</b>    |

Fuente: SCN. Elaboración propia

# **Cuadro N°11**

Pasivos del Balance Agregado del 2011

Miles de Bolívares

| Código | INSTRUMENTO EN EL SCN                       |                     |                    |                     |                                |                        |                    |               |                      |                       |
|--------|---------------------------------------------|---------------------|--------------------|---------------------|--------------------------------|------------------------|--------------------|---------------|----------------------|-----------------------|
|        |                                             | e-pdvs              | Firmas (e-otr)     | Banca Central (bcv) | Intermediación Financiera (IF) | Gobierno General (gov) | IPUBSLF            | Hogares (HHD) | Economía Total       | Resto del Mundo (RoW) |
| COD    | TSCNFB                                      | S1111E              | S1112E             | S112E               | S121E                          | S122E                  | S123E              | S124E         | S125E                | S126E                 |
| AF1    | Oro monetario y DEG                         | 0                   | 0                  | 10.157.936          | 0                              | 0                      | 0                  | 0             | 10.157.936           | 8.945.092             |
| AF2    | Dinero legal y depósitos                    | 0                   | 0                  | 166.768.897         | 295.474.451                    | 0                      | 0                  | 0             | 462.243.348          | 645.770.041           |
| AF3    | Valores de Deuda                            | 66.683.200          | 166.623            | 8.933.445           | 125.760.955                    | 0                      | 10                 | 0             | 201.544.233          | 33.113.530            |
| AF4    | Préstamos                                   | 30.875.946          | 89.329.037         | 957.743             | 55.816.145                     | 0                      | 195.256            | 0             | 177.174.127          | 4.068.848             |
| AF5    | Participaciones de capital y acciones en FI | 1.994.052           | 88.483.957         | 0                   | 53.726.857                     | -172.909               | 0                  | 0             | 144.031.957          | 78.055.374            |
| AF6    | Seguros, Pensiones y S.G.N                  | 10.028.552          | 40.557.237         | 0                   | 19.249.385                     | 12.236                 | 380.980            | 0             | 70.228.390           | 4.716.680             |
| AF7    | Derivados financieros y opciones de comp    | 0                   | 3.216              | 0                   | 15                             | 0                      | 0                  | 0             | 3.231                | 0                     |
| AF8    | Otras Cuentas p. C/P                        | 202.722.399         | 230.403.389        | 2.139.551           | 33.594.976                     | 29.737.421             | 14.801.957         | 0             | 513.399.693          | 78.213.936            |
|        |                                             |                     |                    |                     |                                |                        |                    |               |                      |                       |
|        | <b>Pasivos financieros</b>                  | <b>583.703.800</b>  | <b>767.997.428</b> | <b>366.799.465</b>  | <b>1.092.180.023</b>           | <b>59.141.260</b>      | <b>30.180.170</b>  | <b>0</b>      | <b>2.900.002.146</b> | <b>1.688.036.382</b>  |
|        | <b>Valor neto financiero</b>                | <b>-118.869.634</b> | <b>-81.156.137</b> | <b>-174.286.996</b> | <b>-33.188.494</b>             | <b>3.231.525</b>       | <b>152.021.333</b> | <b>0</b>      | <b>-252.248.403</b>  | <b>-977.648.493</b>   |

Fuente: SCN. Elaboración propia

Varias precisiones deben realizarse en este punto:

- En primer lugar, la primera conclusión que proviene de elaborar el Balance Agregado era la razón fundamental por la que se debía desarrollar esta presente metodología: la data no se encuentra consolidada, por lo que no es posible alcanzar los equilibrios microconsistentes de la contabilidad nacional. Adicionalmente, existen sectores institucionales que presentan debilidad de información, como los hogares y las firmas.
- En cuando al primer aspecto, el Cuadro N°12 presentan las diferencias entre los saldos de cada instrumento, lo que lleva a la conclusión que no se encuentran consolidados pues los usos no coinciden con los recursos:

#### **Cuadro N°12**

Diferencias entre activos financieros y pasivos por categorías del Balance Agregado

| <b>Partida del SCN</b>                                                        | <b>Diferencia de Activo y Pasivo</b> |
|-------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------|
| Oro Monetario y DEG                                                           | 22.121.987                           |
| Dinero legal y depósitos                                                      | -624.578.671                         |
| Valores de Deuda                                                              | 76.377.522                           |
| Préstamos                                                                     | 212.057.196                          |
| Participaciones de capital y acciones en FI                                   | -140.923.124                         |
| Seguros, Pensiones y S.G.N                                                    | -130.399.522                         |
| Derivados financieros y opciones de compra de acciones por parte de empleados | 700.588                              |
| Otras Cuentas p. C/P                                                          | 632.955.486                          |
| Créditos y Anticipos Comerciales                                              | 514.104.237                          |
| Otras Cuentas p. C/P                                                          | 545.825.280                          |

Fuente: SCN. Elaboración propia

Las implicaciones de esto son importantes: no es posible únicamente tomar las cuentas de balance del SCN para la elaboración de una HBF para el caso venezolano.

- Por otro lado, aunque no se muestre en los agregados financieros, si se abriese la información por cada uno de los instrumentos presentes en la cuenta financiera, se obtendría una importante cantidad de datos vacíos a más de dos niveles de apertura. Es decir, a partir del segundo nivel de apertura del instrumento, en la mayoría de los casos no se presentan datos, sino que únicamente el SCN presenta información para los agregados. Esto genera restricciones importantes para la utilización de la data de la HBF, dado que es difícil tomar decisiones de política basadas en los agregados totales por instrumento y no en el conjunto de los datos.
- El problema anteriormente mencionado se agrava cuando se analiza la inexistencia de data lo suficientemente robusta para sectores institucionales como los hogares, o las firmas que presentan saldos negativos para las partidas AF2 y AF3 lo que es inconsistente con la contabilidad de acervos<sup>32</sup>.
- La anterior apreciación da paso a una discusión en los académicos de cuentas nacionales como lo es la contabilización del oro monetario y el DEG. Los montos del CEIVEN muestran, por el lado del activo de la economía interna, los montos negativos para la partida AF11. Sin embargo, el resto del mundo presenta por el lado del activo y en signo negativo, el mismo monto. La razón de ello tiene que ver con el tratamiento del Oro Monetario (AF11) que se considera como dotación de la economía total y no como pasivo para el resto del mundo. Sin embargo, esta solución arroja saldos de activos negativos incompatibles con la definición natural de activos financieros. Aunque se

---

<sup>32</sup> La razón detrás de los saldos negativos por el sector firmas tiene que ver con la inexistencia de datos para el año 2011. Los saldos que muestra CEIVEN para las sociedades no financieras privadas corresponden al vaciado de la información de los estados financieros de una muestra de empresas líderes del mercado. Sin embargo, el año 2009 fue el último donde dicho muestreo se realizó, por lo que originalmente, las firmas mostraban saldos nulos para el cierre de 2010. Se decide, dado que los flujos de la cuenta financiera se encuentran armonizados anualmente, sumar a los saldos del cierre del año 2009, los flujos y revalorizaciones del año 2010 para tener una estimación de los saldos al cierre del 2010. En algunos casos, al agregar dichos flujos, los saldos pasan a tener signo negativo.

decantó por esta solución, no siempre los hacedores de cuentas nacionales presentan estos montos de esta manera, pudiendo, por ejemplo, simplemente no colocar ninguna contrapartida para F1, resultando como única diferencia entre los activos financieros y los pasivos, este monto.

- No obstante todo lo anteriormente mencionado, existen sectores mostrados en el SCN que sí revisten gran robustez estadística. Por ejemplo, los saldos del sector Resto del Mundo se encuentran armonizados pues provienen de la Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional. Otro sector como PDVSA presenta gran robustez pues su información proviene del vaciado del Balance General Auditado publicado por la misma organización.

Por todo lo anteriormente mencionado se hace menester recurrir a fuentes secundarias que provean información sobre los sectores con mayor debilidad institucional, y sobre algunos instrumentos en general. Estas fuentes secundarias, como se ha mencionado con anterioridad, presentan gran robustez estadística.

#### **IV.2.2. Construcción del Balance Secundario**

El Balance Secundario Secundario se llama como tal porque integra información de fuentes externas al SCN, en un formato de HBF, con un nivel de apertura tan desagregado como esté disponible en la fuente. En muchos casos, dicho nivel de desagregación alcanza a coincidir con el máximo nivel de la Cuenta financiera. Un comentario que debe hacerse en este punto, es que este Balance Secundario presenta partidas, en su mayoría ya consolidadas. La razón de esto tiene que ver con la forma parsimoniosa y de doble entrada de cada instrumento financiero, dado que las fuentes secundarias suelen ser de un sector institucional y el activo o pasivo que éste posee contra otro sector institucional.

Por lo tanto, salvo escasas excepciones, los montos que se presentan en este balance cumplen con los equilibrios de la contabilidad social. En los Cuadros N°14 y 15 se presenta el Balance Secundario de apertura del año 2011 presente en el CEIVEN, tanto para el lado del activo, como para el lado del pasivo. Al respecto pueden hacerse varios comentarios:

En el Cuadro N°13 se presentan las diferencias entre los activos financieros y pasivos para cada agregado de partidas financieras. Puede apreciarse que la mayoría de las cuentas que poseen saldos se encuentran balanceadas, aunque AF2 y AF3 son excepciones.

### **Cuadro N°13**

Diferencias entre activos financieros y pasivos por categorías del Balance Secundario  
Miles de Bolívares

| <b>Código</b> | <b>Partida SCN</b>                                                            | <b>Diferencia de Activo y Pasivo</b> |
|---------------|-------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------|
| AF1           | Oro Monetario y DEG                                                           | 0                                    |
| AF2           | Dinero Legal y Depósitos                                                      | 354.076.008                          |
| AF3           | Valores de Deuda                                                              | -45.552.000                          |
| AF4           | Préstamos                                                                     | 0                                    |
| AF5           | Participaciones de capital y acciones en FI                                   | 25.792.842                           |
| AF6           | Seguros, Pensiones y S.G.N                                                    | 0                                    |
| AF7           | Derivados financieros y opciones de compra de acciones por parte de empleados | 0                                    |
| AF8           | Otras Cuentas p. C/P                                                          | 0                                    |

Fuente: elaboración propia

**Cuadro N°14**

Activos financieros del Balance Secundario del 2011

Miles de Bolívares

|     | TRANSACCIONES SCN<br>Y RUBROS DE BALANCES                          |            |                |                     |                                |                        |         |               |                       |
|-----|--------------------------------------------------------------------|------------|----------------|---------------------|--------------------------------|------------------------|---------|---------------|-----------------------|
|     |                                                                    | e-pdvsa    | Firmas (e-otr) | Banca Central (bcv) | Intermediación financiera (IF) | Gobierno General (gov) | IPUBSLF | Hogares (HHD) | Resto del Mundo (RoW) |
|     |                                                                    |            |                |                     |                                |                        |         |               |                       |
|     | TSCNFB                                                             | S1111E     | S1112E         | S112E               | S121E                          | S122E                  | S123E   | S124E         | S126E                 |
| AF1 | Oro Monetario y DEG                                                | 0          | 0              | 51.382.951          | 0                              | 0                      | 0       | 0             | -51.382.951           |
| AF2 | Dinero Legal y Depósitos                                           | 15.494.231 | 224.412.422    | 26.963.947          | 208.101.337                    | 138.597.393            | 0       | 272.473.555   | 19.648.349            |
| AF3 | Valores de Deuda                                                   | 0          | 1.462.228      | 3.578.552           | 60.617.086                     | 1                      | 0       | 0             | 1.759                 |
| AF4 | Préstamos                                                          | 0          | 1.859.004      | 29.234.558          | 191.936.587                    | 0                      | 0       | 0             | 769.815               |
| AF5 | Participaciones de capital y acciones en FI                        | 0          | 0              | 0                   | 5.501.327                      | 9.325.316              | 0       | 0             | 94.619.200            |
| AF6 | Seguros, Pensiones y S.G.N                                         | 0          | 0              | 0                   | 0                              | 0                      | 0       | 0             | 0                     |
| AF7 | Derivados financieros y opciones de compra de acciones por parte c | 65.000     | 15             | 0                   | 0                              | 0                      | 0       | 0             | 69.000                |
| AF8 | Otras Cuentas p. C/P                                               | 0          | 0              | 11.660.966          | 23.531.686                     | 0                      | 0       | 3.360.236     | 429.889               |
|     |                                                                    |            |                |                     |                                |                        |         |               |                       |
|     | Activo financiero                                                  | 35.960.520 | 464.231.124    | 234.159.828         | 1.109.984.824                  | 311.731.735            | 0       | 621.831.482   | 180.565.687           |

Fuente: SUDEBAN, PDVSA, BCV. Elaboración propia.

### Cuadro N°15

Pasivos del Balance Secundario del 2011

Miles de Bolívares

| Código | TRANSACCIONES SCN<br>Y RUBROS DE BALANCES                               |            |                |                        |                                   |                           |        |                  |                             |
|--------|-------------------------------------------------------------------------|------------|----------------|------------------------|-----------------------------------|---------------------------|--------|------------------|-----------------------------|
|        |                                                                         | e-pdvsa    | Firmas (e-otr) | Banca Central<br>(bcv) | Intermediación<br>financiera (IF) | Gobierno<br>General (gov) | FONDEN | Hogares<br>(HHD) | Resto del<br>Mundo<br>(RoW) |
| 14     |                                                                         |            |                |                        |                                   |                           |        |                  |                             |
| COD    | TSCNFB                                                                  | S1111E     | S1112E         | S112E                  | S121E                             | S122E                     | S123E  | S124E            | S126E                       |
| AF1    | Oro Monetario y DEG                                                     | 0          | 0              | 0                      | 0                                 | 0                         | 0      | 0                | 0                           |
| AF2    | Dinero legal y depósitos                                                | 0          | 0              | 164.411.202            | 365.206.717                       | 0                         | 0      | 0                | 21.997.307                  |
| AF3    | Valores de Deuda                                                        | 1.257.458  | 1.076.640      | 8.933.445              | 14.944                            | 99.929.139                | 0      | 0                | 0                           |
| AF4    | Préstamos                                                               | 24.702.142 | 165.710.849    | 0                      | 9.099.865                         | 0                         | 0      | 24.000.449       | 286.658                     |
| AF5    | Participaciones de capital y acciones en FI                             | 0          | 923.912        | 9.325.316              | 1.178.372                         | 0                         | 0      | 0                | 72.225.400                  |
| AF6    | Seguros, Pensiones y S.G.N                                              | 0          | 0              | 0                      | 0                                 | 0                         | 0      | 0                | 0                           |
| AF7    | Derivados financieros y opciones de compra de acciones por parte de emp | 69.000     | 0              | 0                      | 15                                | 0                         | 0      | 0                | 65.000                      |
| AF8    | Otras Cuentas p. C/P                                                    | 0          | 379.836        | 3.707.585              | 698.678                           | 552                       | 0      | 24.224.722       | 9.971.403                   |
|        | Pasivo financiero                                                       | 52.057.200 | 336.942.147    | 553.514.913            | 1.119.001.273                     | 299.789.628               | 0      | 144.899.787      | 323.257.052                 |

Fuente: SUDEBAN, PDVSA, BCV. Elaboración propia.

- La razón de estas diferencias se debe a cuatro instrumentos en específico: Dinero legal en moneda nacional (AF211), Títulos Valores emitidos por el gobierno (AF31), Títulos Valores emitidos por el banco central (AF32) y Acciones y otras participaciones de capital (AF51). La justificación tiene que ver con la robustez de la recolección de la información en ciertas cuentas secundarias.

Por ejemplo, es sencillo tomar como un monto robusto el monto de deuda emitido por el gobierno o el BCV e imputarlo por el lado de los recursos, pero no es sencillo saber qué sectores disponen de montos por el lado del uso, debido a la dificultad de la generación de esa data partiendo del hecho de que no se sabe quiénes son los acreedores de los títulos a un momento determinado, como consecuencia de la existencia de mercados secundarios de deuda. A eso debe agregarse el hecho de que, aunque ciertos sectores institucionales reportan su tenencia de estos instrumentos, como el Banco Central o la intermediación financiera, existen otros sectores que no muestran balances, por lo que no se sabe con certeza sus tenencias. La misma lógica puede aplicarse para la cuenta de Dinero legal.

- Con las notables excepciones, la gran mayoría de las cuentas provenientes de las fuentes secundarias muestran saldos menores a los del SCN. La razón de eso es que, aunque son fuentes consideradas robustas, en muchos casos solo recogen la información del sector financiero nacional, para ciertos sectores y sus relaciones con otras unidades, subestimando en buena medida los saldos. La razón de ello es que no fue provista al autor de esta investigación la data del resto del mundo de forma desagregada. Algunas partidas afectadas por esto son la AF3, AF5 y AF8. Pese a ello, es importante tener los montos de fuentes secundarias pues son de gran utilidad en la fase de consolidación de las cuentas.

- Aunque esta fase de la metodología facilita la obtención de saldos robustos para la economía venezolana, se siguen manteniendo debilidades en los saldos de diversas partidas y de algunos sectores. Por ejemplo, se puede evidenciar en los balances secundarios la inexistencia de data provista por las IPUBSLF, en especial de FONDEN, lo que ha sido ampliamente criticado en el mundo académico y de finanzas públicas<sup>33</sup>. Por otro lado, el sector hogares y el sector firmas evidencian una mejora en la tenencia de saldos con respecto al CEIVEN, aunque se mantienen omisiones en partidas importantes.
- Otra limitación que posee esta fase es la imposibilidad de contar con un balance financiero de la economía, sino que solo se cuenta con un balance monetario, elaborado por el departamento de estadísticas financieras bancarias del BCV. La implicaciones de esto, es que se asume que todos los montos del sector intermediación financiera se corresponde con el sector bancario, dejando de lado los auxiliares financieros, fondos de pensiones e instituciones de seguros, que aunque representan una porción minoritaria de los montos, acaban por subestimar los saldos mostrados. En particular, ello se refleja en la inexistencia de datos en el instrumento AF6.
- Una limitación particularmente importante a partir del año 2010 es que empieza la distorsión en el mercado cambiario de Venezuela, por lo que empiezan a aparecer distintos tipos de cambio, lo que complica el proceso de valoración de los activos y pasivos del resto del mundo. En este caso, se asume que todo activo exterior se valora a una tasa de 2,6 VEF/USD que se corresponde con el tipo de cambio de referencia del último día hábil de Diciembre del 2010. Este supuesto es una limitación dado que no todos los montos se valoran a dicha tasa, lo que puede ocasionar inconsistencias con los

---

<sup>33</sup> En especial remitirse a Reuters (2012), en cuyo informe de investigación tilda al Fonden de una “caja negra”, que aunque para la fecha había recibido más de \$100 millardos de dólares, existen deficiencias en la publicación de la data. Específicamente, se menciona los desfases entre los recursos recibidos, los recursos contabilizados y el avance de las obras que finanzas.

datos del SCN aunque la fuente de datos, que son las estadísticas del sector externo, siguen siendo la misma.

- Finalmente, es importante mencionar una aclaratoria: al integrar distintas fuentes, posiblemente haya diferencias metodológicas para la tipificación de ciertos instrumentos financieros o ciertos sectores institucionales. Incluso dentro de la misma fuente, ello puede cambiar con los años. Por poner ejemplos, en el panorama monetario las sociedades no financieras privadas incluye las ISLFSH y el sector gobierno central, en algunas oportunidades incluye fondos públicos y FONDEN. Adicionalmente, la diferencia entre los montos de los depósitos reportados por el panorama monetario y por la SUDEBAN se deben a las diferentes clasificaciones de los instrumentos. Por todo ello, se debe tomar con cautela los montos de esta fase de la metodología, aunque muchas inconsistencias son corregidas en la siguiente fase.

#### **IV.2.3. Construcción de la hoja de ajuste**

Las HBF son, por definición, una matriz balanceada donde se cumple que los activos financieros deben coincidir con los montos de los pasivos, si se considera tanto la economía total (suma de los saldos de sectores residentes) con el resto del mundo. Por lo tanto, es necesario incurrir en un proceso de consolidación de la data proveniente del SCN y de fuentes secundarias a través de la construcción de la llamada “hoja de ajuste”. En dicha hoja se realizan los ajustes que facilitan la construcción del Balance Desagregado, que es entendido finalmente como la HBF de Venezuela. Por tanto, esta hoja de ajuste busca generar los saldos para el mayor nivel de apertura posible, siendo la desagregación ideal la presente en la Cuenta financiera. Esta fase es la más compleja de la investigación debido a que no existe un procedimiento único para la elaboración de los ajustes. Ni

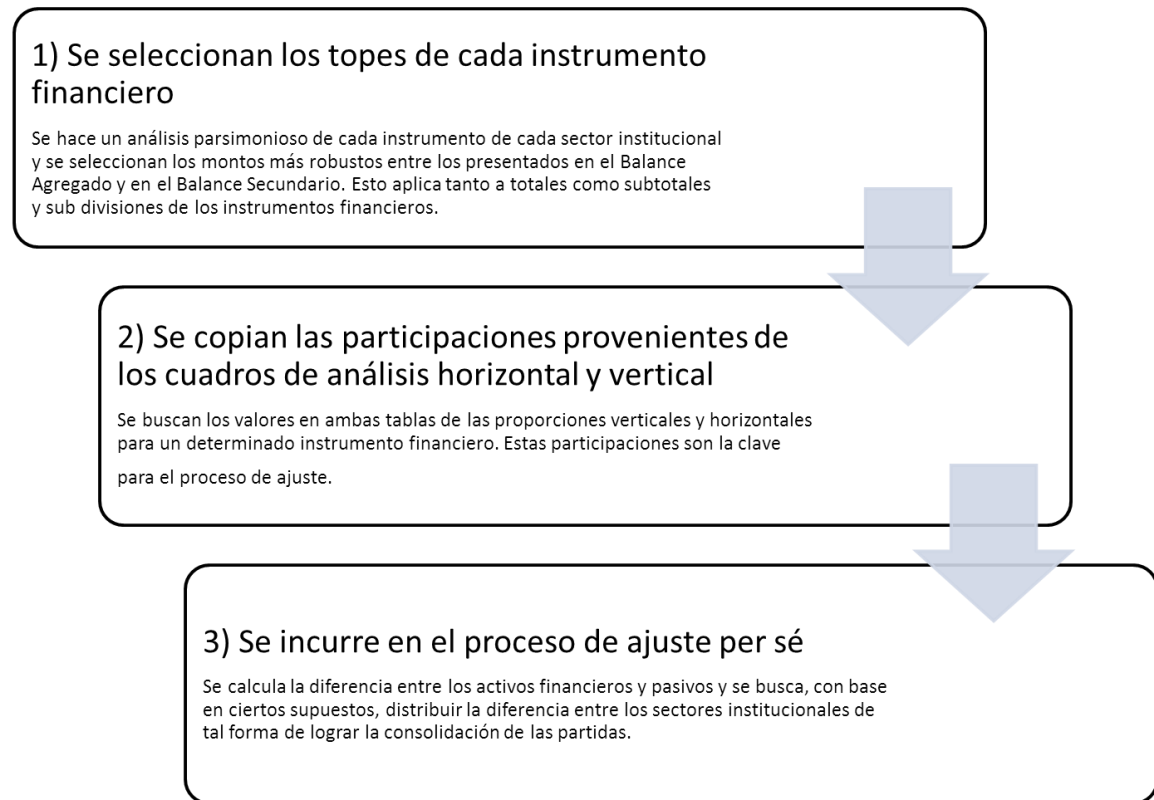
siquiera es posible replicar en algunos casos, el proceso de ajuste del 2005 en el año 2011, por los cambios en la metodología del SCN.

En el proceso de consolidación de la data es posible realizar dos tipos de ajuste: uno, el que aplican algunos académicos en la literatura especialmente en el Balance Sheet Approach (BSA) del Fondo Monetario Internacional (Mark, 2002; Lima, 2006; Cerovic and Saboin, 2016) donde se agrega un sector institucional a la HBF denominado “unallocated” (no asignado, en español) donde se imputa la discrepancia estadística. En la mayoría de los casos en los trabajos del BSA se asumen solo tres sectores institucionales: sector público (banco central y sociedades no financieras públicas), sector financiero (público y privado), resto del mundo y sector privado, adoptando este último como residuo. Este proceso, aunque sencillo, le resta calidad al análisis de la hoja de balance, dado que agrega un margen de error mayor a sus conclusiones.

Una segunda alternativa en el proceso de ajuste consiste en la estimación de saldos restantes para lograr una matriz consolidada. Para ello, debe incurrirse en una serie de supuestos que pueden ser discutibles, aunque el resultado que arroja suele ser razonable y consistentes con los flujos financieros registrados en la Cuenta financiera del SCN. En la presente investigación se sigue el segundo tipo de ajuste. En la presente sección se intenta hacer una sintetización de la compleja metodología de ajustes llevada a cabo en esta investigación. En la Figura N°10 se presenta un resumen de la metodología para la construcción de la hoja de ajuste.

## Figura N°10

### Metodología para la construcción de la hoja de ajuste



Fuente: elaboración propia

El primer paso de la metodología consiste en seleccionar los montos considerados robustos. Esto implica la inclusión de juicios de valor para seleccionar un determinado monto entre el Balance Agregado y el Balance Secundario. Es decir, si un determinado instrumento financiero posee un monto por el Balance Agregado y el Balance Secundario debe seleccionarse solo uno. El criterio para ello suele ser el del monto mayor. Es decir, si la decisión se encuentra entre la selección de dos valores, se toma el mayor porque, dado que ambos saldos se asumen robustos, se presume que si uno tiene un monto mayor es porque tiene contabilización de tenencias que otro. Este proceso de selección de instrumentos se da a todos los niveles de apertura del SCN. El escenario más frecuente que ocurra es seleccionar los topes presentes en el SCN (es decir, los valores totales, por

ejemplo de la partida AF21), y seleccionar los montos del balance secundaria para mayores niveles de desagregación (por ejemplo, para AF211 y AF212). De esa forma, resulta una matriz donde se tiene, en la mayoría de los casos, un saldo máximo robusto, y algunos saldos parciales robustos.

Para ejemplificar este paso, se toma un monto de la HBF del año 2011. En el Cuadro N°16 se muestran los saldos del instrumento Títulos Valores emitidos por el gobierno (AF31) para el Balance Agregado y el Balance Secundario. De ello se puede concluir lo siguiente: el balance secundario genera montos menores por el lado del activo, dada la debilidad en la contabilización de la información para dichos sectores, pero genera montos robustos superiores al SCN para el caso del pasivo. Por lo tanto, se seleccionan los datos del Balance Agregado para el activo y los del Secundario para el caso del pasivo.

El segundo paso de la metodología consiste en copiar las participaciones provenientes del cuadro de análisis vertical y de análisis horizontal. Se hace perentorio recordar la diferencia entre ambos: el cuadro de análisis vertical muestra el total que cada sub instrumento financiero tiene de participación del flujo total del instrumento, en promedio, para un único sector institucional. Análogamente, el cuadro de análisis horizontal muestra cuál es participación, en promedio, de cada sector, con respecto al flujo total del instrumento. En el Cuadro N°15 se muestran ambos cuadros para el caso de AF31. Es necesario recordar que los montos que se ven reflejados en dicho cuadro se corresponden con los flujos promedios acumulados en el periodo 2007-2011.

**Cuadro N°16**

Títulos valores emitidos por el Gobierno en cada balance del 2011

Miles de Bolívares

|                            | INSTRUMENTO EN EL SCN                    |         |                |                     |                                |                        |         |               |                |                       |
|----------------------------|------------------------------------------|---------|----------------|---------------------|--------------------------------|------------------------|---------|---------------|----------------|-----------------------|
|                            |                                          | e-pdvsa | Firmas (e-otr) | Banca Central (bcv) | Intermediación Financiera (IF) | Gobierno General (gov) | IPUBSLF | Hogares (HHD) | Economía Total | Resto del Mundo (RoW) |
| Balance Agregado, Activo   | Títulos valores emitidos por el Gobierno | -       | 2.717.591      | 13.952.646          | 80.960.558                     | 16                     | -       | -             | 97.630.811     | 45.552.000            |
|                            | Títulos Valores E.p.G en el País         | -       | -              | -                   | -                              | -                      | -       | -             | -              | -                     |
|                            | Títulos Valores E.p.G en el Exterior     | -       | -              | -                   | -                              | -                      | -       | -             | -              | -                     |
| Balance Secundario, Activo | Títulos valores emitidos por el Gobierno | -       | -              | 3.578.552           | 50.798.587                     | -                      | -       | -             | 54.377.139     | -                     |
|                            | Títulos Valores E.p.G en el País         | -       | -              | 3.578.552           | 50.798.587                     | -                      | -       | -             | 54.377.139     | -                     |
|                            | Títulos Valores E.p.G en el Exterior     | -       | -              | -                   | -                              | -                      | -       | -             | -              | -                     |
| Balance Agregado, Pasivo   | Títulos valores emitidos por el Gobierno | -       | -              | -                   | -                              | -                      | -       | -             | -              | 14.692.140            |
|                            | Títulos Valores E.p.G en el País         | -       | -              | -                   | -                              | -                      | -       | -             | -              | -                     |
|                            | Títulos Valores E.p.G en el Exterior     | -       | -              | -                   | -                              | -                      | -       | -             | -              | -                     |
| Balance Secundario, Pasivo | Títulos valores emitidos por el Gobierno | -       | -              | -                   | -                              | 99.929.139             | -       | -             | 99.929.139     | -                     |
|                            | Títulos Valores E.p.G en el País         | -       | -              | -                   | -                              | 54.377.139             | -       | -             | 54.377.139     | -                     |
|                            | Títulos Valores E.p.G en el Exterior     | -       | -              | -                   | -                              | 45.552.000             | -       | -             | 45.552.000     | -                     |

Fuente: SUDEBAN, PDVSA, BCV. Elaboración propia.

Finalmente, el tercer paso consiste en combinar los insumos de los dos pasos anteriores para poder obtener saldos balanceados. Sin embargo, este proceso de consolidación sigue un complejo algoritmo, que se presenta en la Figura N°11. Dicho proceso fue aplicado para cada uno de los instrumentos financieros, para un nivel de apertura de tres niveles, que no es el mayor nivel de apertura posible, para un total de 72 partidas financieras, por el lado del uso y del recurso. El mayor nivel de apertura se presenta en la Cuenta financiera y es de cuatro niveles. Tras analizar detalladamente el diagrama del proceso de ajuste se puede concluir que difícilmente el ajuste para cada instrumento será el mismo.

Para ejemplificar esto, tomaremos el mismo caso que se ha trabajado, a saber, el de los Títulos Valores del Gobierno. En primer lugar, se empieza por seleccionar los toques por el lado del activo y del pasivo. Por el activo, como se había mencionado, se toman los montos del Balance Agregado. Por el lado del pasivo, se toman los montos del Balance Secundario. Una vez que se toman dichos montos, se copian seguidamente los cuadros de análisis horizontal y de análisis vertical, para dar inicio al proceso de ajuste.

# Cuadro N°17

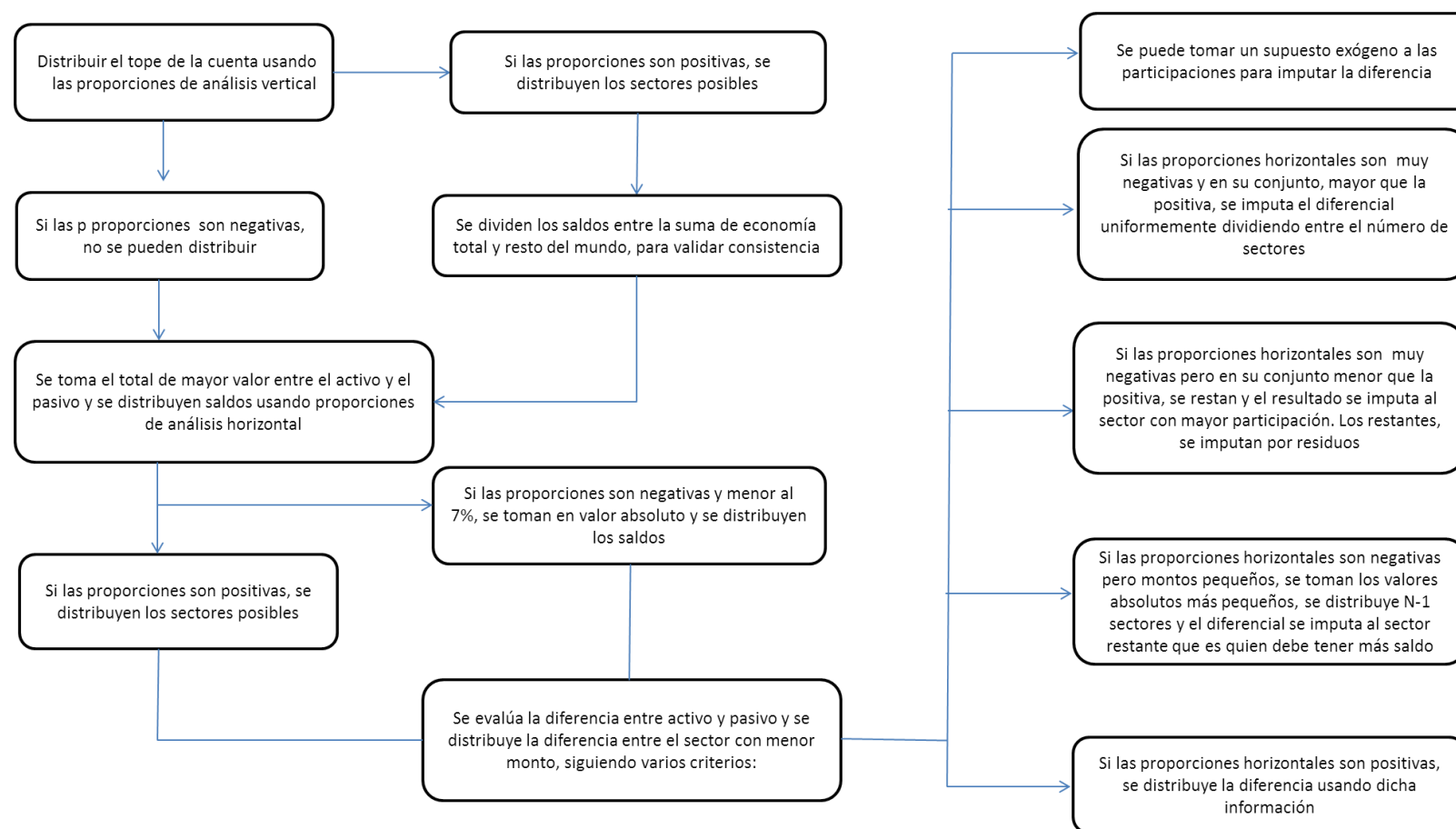
## Análisis horizontal y vertical de la partida AF31

Porcentaje del total

|                             |                                          | e-pdvsa   | Firmas      | BCV         | IF          | GOV         | IPUBSLF   | Hogares   | Economía    | ROW         |
|-----------------------------|------------------------------------------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------|-----------|-------------|-------------|
| Análisis horizontal, activo | Títulos valores emitidos por el Gobierno | 0%        | -70%        | 137%        | 12%         | -1%         | 11%       | 0%        | <u>88%</u>  | <u>12%</u>  |
|                             | País                                     | 0%        | 280%        | -454%       | 303%        | 4%          | -33%      | 0%        | <u>100%</u> | <u>0%</u>   |
|                             | En el país en moneda nacional            | 0%        | -25%        | -229%       | 369%        | 2%          | -16%      | 0%        | <u>100%</u> | <u>0%</u>   |
|                             | En el país en moneda extranjera          | 0%        | -649%       | 118%        | 631%        | 0%          | 0%        | 0%        | <u>100%</u> | <u>0%</u>   |
|                             | Exterior                                 | 0%        | 22%         | -23%        | -22%        | 0%          | 0%        | 0%        | <u>-23%</u> | <u>123%</u> |
| Análisis horizontal, pasivo | Títulos valores emitidos por el Gobierno | 0%        | 0%          | 0%          | 0%          | 87%         | 0%        | 0%        | <u>87%</u>  | <u>13%</u>  |
|                             | País                                     | 0%        | 0%          | 0%          | 0%          | 100%        | 0%        | 0%        | <u>100%</u> | <u>0%</u>   |
|                             | En el país en moneda nacional            | 0%        | 0%          | 0%          | 0%          | 100%        | 0%        | 0%        | <u>100%</u> | <u>0%</u>   |
|                             | En el país en moneda extranjera          | 0%        | 0%          | 0%          | 0%          | 100%        | 0%        | 0%        | <u>100%</u> | <u>0%</u>   |
|                             | Exterior                                 | 0%        | 0%          | 0%          | 0%          | 123%        | 0%        | 0%        | <u>123%</u> | <u>-23%</u> |
| Análisis vertical, activo   | Títulos valores emitidos por el Gobierno | <u>0%</u> | <u>100%</u> | <u>100%</u> | <u>100%</u> | <u>0%</u>   | <u>0%</u> | <u>0%</u> | <u>100%</u> | <u>100%</u> |
|                             | País                                     | 0%        | 101%        | 101%        | 101%        | 0%          | 0%        | 0%        | 101%        | 0%          |
|                             | En el país en moneda nacional            | 0%        | 335%        | 15%         | 70%         | 0%          | 0%        | 0%        | 105%        | 0%          |
|                             | En el país en moneda extranjera          | 0%        | -234%       | 86%         | 31%         | 0%          | 0%        | 0%        | -3%         | 0%          |
|                             | Exterior                                 | 0%        | -1%         | -1%         | -1%         | 0%          | 0%        | 0%        | -1%         | 100%        |
| Análisis vertical, pasivo   | Títulos valores emitidos por el Gobierno | <u>0%</u> | <u>0%</u>   | <u>0%</u>   | <u>0%</u>   | <u>100%</u> | <u>0%</u> | <u>0%</u> | <u>100%</u> | <u>100%</u> |
|                             | País                                     | 0%        | 0%          | 0%          | 0%          | 88%         | 0%        | 0%        | 88%         | 0%          |
|                             | En el país en moneda nacional            | 0%        | 0%          | 0%          | 0%          | 91%         | 0%        | 0%        | 91%         | 0%          |
|                             | En el país en moneda extranjera          | 0%        | 0%          | 0%          | 0%          | -3%         | 0%        | 0%        | -3%         | 0%          |
|                             | Exterior                                 | 0%        | 0%          | 0%          | 0%          | 12%         | 0%        | 0%        | 12%         | 100%        |

Fuente: SUDEBAN, PDVSA, BCV. Elaboración propia.

**Figura N°11**  
**Diagrama de la metodología del proceso de ajuste**



Fuente: Elaboración propia.

Iniciaremos por consolidar la cuenta Títulos Valores emitidos por el Gobierno en el país (AF311):

- Siguiendo el diagrama, el primer paso consiste en distribuir, si es posible, los montos entre los sectores siguiendo el análisis vertical. Para este caso en particular, todas las proporciones verticales son positivas, por lo que se distribuyen por el lado del activo.
- Por el lado del pasivo, se toma el monto proveniente del Balance Secundario, lo que arroja una pequeña diferencia.
- Dado que el único sector que tiene saldos por el lado del pasivo es el gobierno, por lo que la diferencia entre el activo y el pasivo se imputa directamente al sector gobierno, balanceando la cuenta.

Seguidamente, consolidaremos la cuenta Títulos Valores emitidos por el Gobierno en el exterior (AF312) que reviste más dificultad que la anterior.

- Distribuyendo verticalmente el pasivo, resulta que dos sectores tienen saldos: el gobierno y el resto del mundo, con una mayor proporción destinada al gobierno.
- Para distribuir en los activos el proceso se complica, dado que en la suma, la economía total tiene el -23% de los saldos, mientras que el 123% lo tiene el resto del mundo. Solo tres sectores, según el análisis horizontal, deben tener saldos: firmas (+), banco central (-), e intermediación financiera (-).
- Dado que los montos son similares, con media del 22% y con una desviación de 0,004 se concluye que en valor absoluto los montos son muy homogéneos, por lo que la diferencia de activos y pasivos se divide entre 3 y se imputa a cada sector.

En otro ejemplo, se busca consolidar el instrumento Seguros, pensiones y sistemas de garantías normalizadas (AF6).

- Dado que no hay saldos en el Balance Secundario, se toman los saldos del Balance Agregado. Sin embargo, como se sabe, los saldos del Balance Agregado se encuentran con el menor nivel de apertura posible (el de las cuentas de balance). Por lo tanto, solo se tienen los montos del SCN para el total y no se tiene información para las subcuentas.
- En el Cuadro N°18 se muestran los cuadros de análisis horizontal y vertical de la cuenta AF6. De ahí se extraen las siguientes conclusiones: hay muy pocas cuentas negativas y en su gran mayoría son inferiores al -5%, por lo se realiza una distribución de saldos utilizando las proporciones verticales y horizontales, asumiendo los valores absolutos.
- Una vez finalizado dicho procedimiento, la diferencia entre activos y pasivos se distribuye usando las proporciones horizontales en valor absoluto, dado que son montos menores al 5%. Ello permite balancear la partida AF6.

Para finalizar esta sección asociada a los procesos de ajustes es necesario mencionar que es posible que teniendo la misma información disponible, cada investigador pueda llegar a saldos distintos que cumplan con los equilibrios de la contabilidad nacional. Sin embargo, es probable que si se sigue el diagrama presentado anteriormente, los montos que se alcancen en muchos casos coincidan en magnitud, demostrando la validez interna del método. Por tanto, se debe concluir que no se intenta generar, en absoluto, montos que sean considerados exactos e indiscutibles sino generar una HBF con saldos estimados con magnitudes razonables, teniendo presente que con total seguridad, en varios instrumentos financieros se ha incurrido en la subestimación o sobreestimación.

# **Cuadro N°18**

## **Análisis horizontal y vertical de la partida AF6**

### **Porcentaje del total**

|                             |                                               | e-pdvsa       | Firmas (e-    | BCV           | IF            | GOV           | IPUBSLF       | Hogares       | Economía Total | ROW           |
|-----------------------------|-----------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|
| Análisis horizontal, activo | Seguros, pensiones y sistemas de garantías n  | 0,0%          | 10,1%         | 0,0%          | 2,9%          | 0,0%          | 0,0%          | 87,0%         | <u>100,0%</u>  | <u>0,0%</u>   |
|                             | Reservas técnicas de seguros no de vida       | 0,0%          | 58,6%         | 0,0%          | 15,7%         | 0,0%          | 0,2%          | 25,7%         | <u>100,1%</u>  | <u>-0,1%</u>  |
|                             | Derechos a seguros de vida y anualidades      | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | -0,2%         | 0,0%          | 0,0%          | 100,2%        | <u>100,0%</u>  | <u>0,0%</u>   |
|                             | Derechos de pensiones                         | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 100,0%        | <u>100,0%</u>  | <u>0,0%</u>   |
|                             | Indemnización de fondos de pensiones          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | <u>0,0%</u>    | <u>0,0%</u>   |
|                             | Derechos a las prestaciones de las no pensio  | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 100,0%        | <u>100,0%</u>  | <u>0,0%</u>   |
|                             | Reservas para la ejecución de garantías estan | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | <u>0,0%</u>    | <u>0,0%</u>   |
| Análisis horizontal, pasivo | Seguros, pensiones y sistemas de garantías n  | 8,3%          | 68,9%         | 1,7%          | 19,0%         | 0,1%          | -0,1%         | 0,0%          | <u>98,0%</u>   | <u>2,0%</u>   |
|                             | Reservas técnicas de seguros no de vida       | 0,0%          | -0,1%         | 0,0%          | 88,2%         | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | <u>88,1%</u>   | <u>11,9%</u>  |
|                             | Derechos a seguros de vida y anualidades      | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 100,0%        | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | <u>100,0%</u>  | <u>0,0%</u>   |
|                             | Derechos de pensiones                         | 25,1%         | 59,0%         | 5,2%          | 10,6%         | 0,1%          | 0,0%          | 0,0%          | <u>100,0%</u>  | <u>0,0%</u>   |
|                             | Indemnización de fondos de pensiones          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | <u>0,0%</u>    | <u>0,0%</u>   |
|                             | Derechos a las prestaciones de las no pensio  | 2,1%          | 96,7%         | 0,2%          | 1,0%          | 0,1%          | -0,2%         | 0,0%          | <u>100,0%</u>  | <u>0,0%</u>   |
|                             | Reservas para la ejecución de garantías estan | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | <u>0,0%</u>    | <u>0,0%</u>   |
| Análisis vertical, activo   | Seguros, pensiones y sistemas de garantías n  | <u>0,0%</u>   | <u>100,0%</u> | <u>100,0%</u> | <u>100,0%</u> | <u>100,0%</u> | <u>100,0%</u> | <u>100,0%</u> | <u>100,0%</u>  | <u>0,0%</u>   |
|                             | Reservas técnicas de seguros no de vida       | 0,0%          | 100,0%        | 100,0%        | 100,0%        | 100,0%        | 100,0%        | 5,3%          | 12,5%          | 0,0%          |
|                             | Derechos a seguros de vida y anualidades      | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,8%          | 0,7%           | 0,0%          |
|                             | Derechos de pensiones                         | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 33,8%         | 31,2%          | 0,0%          |
|                             | Indemnización de fondos de pensiones          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%           | 0,0%          |
|                             | Derechos a las prestaciones de las no pensio  | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 60,2%         | 55,6%          | 0,0%          |
|                             | Reservas para la ejecución de garantías estan | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%           | 0,0%          |
| Análisis vertical, pasivo   | Seguros, pensiones y sistemas de garantías n  | <u>100,0%</u> | <u>100,0%</u> | <u>100,0%</u> | <u>100,0%</u> | <u>100,0%</u> | <u>100,0%</u> | <u>100,0%</u> | <u>100,0%</u>  | <u>100,0%</u> |
|                             | Reservas técnicas de seguros no de vida       | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 79,2%         | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 11,0%          | 100,0%        |
|                             | Derechos a seguros de vida y anualidades      | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 5,2%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,7%           | 0,0%          |
|                             | Derechos de pensiones                         | 85,7%         | 24,2%         | 92,9%         | 12,9%         | 140,4%        | -119,9%       | 100,0%        | 31,8%          | 0,0%          |
|                             | Indemnización de fondos de pensiones          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%           | 0,0%          |
|                             | Derechos a las prestaciones de las no pensio  | 14,3%         | 75,8%         | 7,1%          | 2,7%          | -40,4%        | 219,9%        | 0,0%          | 56,5%          | 0,0%          |
|                             | Reservas para la ejecución de garantías estan | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%           | 0,0%          |

Fuente: BCV. Elaboración propia.

#### **IV.2.3. Construcción del Balance Desagregado**

El Balance Desagregado muestra los instrumentos financieros balanceados y consolidados luego del proceso de ajuste para un nivel de apertura de tres niveles, tan solo un nivel por debajo de la Cuenta financiera. Por lo tanto, este balance muestra, para cada sector institucional, su tenencia de activos financieros y pasivos consolidados, es decir, este balance coincide con la HBF. La HBF se presenta en el Cuadro N°19 y 20 para el activo financiero y el pasivo. El análisis de los saldos de la HBF se presenta en el siguiente capítulo. Sin embargo, sí vale la pena resaltar el cálculo del Valor Neto Financiero de Venezuela que es positivo e igual a Bs. 528 millardos.

## Cuadro N°19

Activos de la Hoja de Balance Financiera para el 2011

Miles de Bolívaes

| Código | TRANSACCIONES SCN<br>Y RUBROS DE BALANCES             | e-pdvsa     | Firmas (e-otr) | Banca Central<br>(bcv) | Intermediación<br>financiera (IF) | Gobierno General<br>(gov) | IPUSLF      | Hogares (HHD) | Resto del Mundo<br>(RoW) |
|--------|-------------------------------------------------------|-------------|----------------|------------------------|-----------------------------------|---------------------------|-------------|---------------|--------------------------|
|        |                                                       |             |                |                        |                                   |                           |             |               |                          |
| AF1    | Oro monetario y DEG                                   | 0           | 0              | 51.382.951             | 0                                 | 0                         | 0           | 0             | -51.382.951              |
|        | Oro Monetario                                         | 0           | 0              | 42.437.859             | 0                                 | 0                         | 0           | 0             | -42.437.859              |
|        | DEG                                                   | 0           | 0              | 8.945.092              | 0                                 | 0                         | 0           | 0             | -8.945.092               |
| AF2    | Dinero legal y depósitos                              | 34.676.496  | 347.744.461    | 34.533.576             | 173.813.982                       | 52.885.052                | 34.644.723  | 557.645.048   | 9.919.707                |
|        | Dinero Legal                                          | 0           | 8.517.114      | 434.536                | 10.447.773                        | 1.340.863                 | 249.726     | 26.300.627    | 0                        |
|        | Depósitos Transferibles                               | 29.536.543  | 112.272.872    | 21.533.230             | 92.546.334                        | 36.240.611                | 30.139.203  | 104.515.063   | 9.818.622                |
|        | Depósitos de Ahorro                                   | 57          | 61.717         | 0                      | 17.203                            | 704.748                   | 532.143     | 60.680.935    | 11.086                   |
|        | Depósitos a Plazo                                     | 4.842.000   | 20.163.033     | 12.565.809             | 61.277.921                        | 5.124.673                 | 1.366.484   | 2.762.494     | 89.999                   |
|        | Otros depósitos                                       | 297.896     | 206.729.724    | 0                      | 9.524.750                         | 9.474.156                 | 2.357.167   | 363.385.929   | 0                        |
| AF3    | Valores de deuda                                      | 1.105.000   | 42.671.246     | 72.047.603             | 161.185.853                       | 14.566.198                | 63.406.861  | 3.316.401     | 87.547.234               |
|        | Títulos valores emitidos por el Gobierno              | 0           | 7.392.248      | 19.046.279             | 87.055.486                        | 3.769.626                 | 32.461.253  | 3.017         | 45.552.000               |
|        | Títulos valores emitidos por el Banco Central         | 0           | 1.452.395      | 0                      | 7.479.324                         | 290                       | 0           | 0             | 1.726                    |
|        | Bonos Quirografarios                                  | 0           | 14.050.398     | 39.397.300             | 14.127.368                        | 1.635.223                 | 0           | 420           | 40.059.122               |
|        | Cédulas y B.H.                                        | 0           | 5.162          | 781                    | 238.005                           | 1                         | 0           | 0             | 0                        |
|        | Bonos y O.F.                                          | 0           | 521            | 13.522.504             | 275.516                           | 1.181.571                 | 1.211.346   | 0             | 0                        |
|        | Certificados de Ahorro                                | 0           | 16.925.367     | 0                      | 17.313.606                        | 6.374.750                 | 53.326      | 3.312.964     | 0                        |
|        | Papeles Comerciales                                   | 0           | 670.132        | 0                      | 253.002                           | 0                         | 56.784      | 0             | 0                        |
|        | Inversiones y D.F.                                    | 1.105.000   | 2.095.025      | 80.740                 | 33.946.890                        | 1.231.253                 | 29.624.152  | 0             | 0                        |
|        | Otros Títulos V. n.c.p.                               | 0           | 79.999         | 0                      | 496.656                           | 373.484                   | 0           | 0             | 1.934.385                |
| AF4    | Préstamos                                             | 30.875.946  | 6.486.670      | 29.274.604             | 236.164.938                       | 5.966.267                 | 42.051.049  | 553.237       | 79.823.998               |
|        | Préstamos en el País                                  | 30.875.946  | 6.048.361      | 29.254.581             | 229.000.124                       | 5.333.762                 | 29.201.167  | 553.237       | 0                        |
|        | Préstamos en el Exterior                              | 0           | 438.309        | 20.023                 | 7.164.813                         | 632.505                   | 12.849.881  | 0             | 79.823.998               |
| AF5    | Participaciones de capital y acciones en FI           | 15.615.183  | 27.533.935     | 1.052.239              | 16.672.464                        | 12.880.512                | 143.568     | 6.253.358     | 143.626.835              |
|        | Participaciones de Capital                            | 15.615.183  | 27.173.468     | 1.052.239              | 16.627.809                        | 12.880.512                | 143.568     | 6.253.358     | 143.626.835              |
|        | Acciones/unidades F.I.                                | 0           | 360.467        | 0                      | 44.655                            | 0                         | 0           | 0             | 0                        |
| AF6    | Seguros, pensiones y sistemas de garantías normaliz   | 0           | 10.204.123     | 4.791                  | 6.437.000                         | 367                       | 41.657      | 57.174.306    | 52                       |
|        | Reservas técnicas de seguros no de vida               | 0           | 10.204.123     | 4.791                  | 6.437.000                         | 367                       | 41.657      | 3.267.554     | 52                       |
|        | Derechos a seguros de vida y anualidades              | 0           | 0              | 0                      | 0                                 | 0                         | 0           | 1.005.343     | 0                        |
|        | Derechos de pensiones                                 | 0           | 0              | 0                      | 0                                 | 0                         | 0           | 20.709.638    | 0                        |
|        | Indemnización de fondos de pensiones                  | 0           | 0              | 0                      | 0                                 | 0                         | 0           | 0             | 0                        |
|        | Derechos a las prestaciones de las no pensiones       | 0           | 0              | 0                      | 0                                 | 0                         | 0           | 32.191.771    | 0                        |
|        | Reservas para la ejecución de garantías estandarizada | 0           | 0              | 0                      | 0                                 | 0                         | 0           | 0             | 0                        |
| AF7    | Derivados financieros y opciones de compra de accio   | 0           | 230.976        | 0                      | 588.050                           | 0                         | 0           | 0             | 69.000                   |
|        | Derivados Financieros y O.C.A.E. en el País           | 0           | 230.976        | 0                      | 588.050                           | 0                         | 0           | 0             | 0                        |
|        | Derivados Financieros y O.C.A.E. en el Exterior       | 0           | 0              | 0                      | 0                                 | 0                         | 0           | 0             | 69.000                   |
| AF8    | Otras cuentas por cobrar/pagar                        | 165.135.357 | 201.350.569    | 2.797.177              | 81.946.218                        | 41.943.687                | 39.758.208  | 14.714.633    | 110.777.833              |
|        | Créditos y Anticipos Comerciales                      | 74.329.502  | 143.377.558    | 817.310                | 4.486.569                         | 2.905.239                 | 3.162.150   | 9.061.220     | 53.019.573               |
|        | Otras Cuentas p. C/P                                  | 90.805.854  | 57.973.011     | 1.979.867              | 77.459.649                        | 39.038.448                | 36.596.058  | 5.653.413     | 57.758.260               |
|        | Activo financiero                                     | 247.407.981 | 636.221.979    | 191.092.941            | 676.808.504                       | 128.242.084               | 180.046.065 | 639.656.983   | 380.381.708              |

Fuente: Elaboración propia

## Cuadro N°20

Pasivos de la Hoja de Balance Financiera para el 2011

Miles de Bolívares

|            | TRANSACCIONES SCN<br>Y RUBROS DE BALANCES                                       |                    |                    |                        |                                   |                           |                   |                   |                          |
|------------|---------------------------------------------------------------------------------|--------------------|--------------------|------------------------|-----------------------------------|---------------------------|-------------------|-------------------|--------------------------|
|            |                                                                                 | e-pdvsa            | Firmas (e-otr)     | Banca Central<br>(bcv) | Intermediación<br>financiera (IF) | Gobierno<br>General (gov) | IPUBSFL           | Hogares<br>(HHD)  | Resto del Mundo<br>(RoW) |
|            |                                                                                 |                    |                    |                        |                                   |                           |                   |                   |                          |
| <b>AF1</b> | <b>Oro monetario y DEG</b>                                                      | <b>0</b>           | <b>0</b>           | <b>0</b>               | <b>0</b>                          | <b>0</b>                  | <b>0</b>          | <b>0</b>          | <b>0</b>                 |
|            | Oro Monetario                                                                   | 0                  | 0                  | 0                      | 0                                 | 0                         | 0                 | 0                 | 0                        |
|            | DEG                                                                             | 0                  | 0                  | 0                      | 0                                 | 0                         | 0                 | 0                 | 0                        |
| <b>AF2</b> | <b>Dinero legal y depósitos</b>                                                 | <b>0</b>           | <b>92.446</b>      | <b>177.244.858</b>     | <b>393.898.044</b>                | <b>0</b>                  | <b>0</b>          | <b>0</b>          | <b>674.627.696</b>       |
|            | Dinero Legal                                                                    | 0                  |                    | 46.470.377             | 0                                 | 0                         | 0                 | 0                 | 820.263                  |
|            | Depósitos Transferibles                                                         | 0                  | 0                  | 118.999.180            | 265.901.540                       | 0                         | 0                 | 0                 | 51.701.759               |
|            | Depósitos de Ahorro                                                             | 0                  | 0                  | 0                      | 61.996.804                        | 0                         | 0                 | 0                 | 11.086                   |
|            | Depósitos a Plazo                                                               | 0                  | 0                  | 0                      | 35.942.952                        | 0                         | 0                 | 0                 | 72.249.461               |
|            | Otros depósitos                                                                 | 0                  | 92.446             | 11.775.301             | 30.056.748                        | 0                         | 0                 | 0                 | 549.845.127              |
| <b>AF3</b> | <b>Valores de deuda</b>                                                         | <b>107.114.883</b> | <b>1.489.272</b>   | <b>8.933.735</b>       | <b>112.945.307</b>                | <b>180.961.252</b>        | <b>0</b>          | <b>0</b>          | <b>34.401.947</b>        |
|            | Títulos valores emitidos por el Gobierno                                        | 0                  | 0                  | 0                      | 0                                 | 180.587.767               | 0                 | 0                 | 14.692.140               |
|            | Títulos valores emitidos por el Banco Central                                   | 0                  | 0                  | 8.933.735              | 0                                 | 0                         | 0                 | 0                 | 0                        |
|            | Bonos Quirografarios                                                            | 107.108.336        | 873.402            | 0                      | 29                                | 0                         | 0                 | 0                 | 1.288.064                |
|            | Cédulas y B.H.                                                                  | 0                  | 0                  | 0                      | 5.944                             | 0                         | 0                 | 0                 | 238.005                  |
|            | Bonos y O.F.                                                                    | 0                  | 0                  | 0                      | 0                                 | 0                         | 0                 | 0                 | 16.191.457               |
|            | Certificados de Ahorro                                                          | 0                  | 0                  | 0                      | 43.927.727                        | 0                         | 0                 | 0                 | 52.287                   |
|            | Papeles Comerciales                                                             | 6.547              | 535.870            | 0                      | 431.892                           | 0                         | 0                 | 0                 | 5.609                    |
|            | Inversiones y D.F.                                                              | 0                  | 0                  | 0                      | 68.083.060                        | 0                         | 0                 | 0                 | 0                        |
|            | Otros Títulos V. n.c.p.                                                         | 0                  | 79.999             | 0                      | 496.656                           | 373.484                   | 0                 | 0                 | 1.934.385                |
| <b>AF4</b> | <b>Préstamos</b>                                                                | <b>30.891.754</b>  | <b>251.302.993</b> | <b>958.177</b>         | <b>63.071.322</b>                 | <b>28.773.296</b>         | <b>1.234.246</b>  | <b>50.896.071</b> | <b>4.068.848</b>         |
|            | Préstamos en el País                                                            | 10.422.973         | 240.395.372        | 251                    | 13.624.969                        | 13.693.296                | 1.234.246         | 50.896.071        | 0                        |
|            | Préstamos en el Exterior                                                        | 20.468.781         | 10.907.621         | 957.926                | 49.446.353                        | 15.080.000                | 0                 | 0                 | 4.068.848                |
| <b>AF5</b> | <b>Participaciones de capital y acciones en FI</b>                              | <b>41.607.307</b>  | <b>82.322.608</b>  | <b>0</b>               | <b>20.622.154</b>                 | <b>0</b>                  | <b>0</b>          | <b>980.153</b>    | <b>78.245.872</b>        |
|            | Participaciones de Capital                                                      | 41.607.307         | 82.322.608         | 0                      | 20.217.032                        | 0                         | 0                 | 980.153           | 78.245.872               |
|            | Acciones/unidades F.I.                                                          | 0                  | 0                  | 0                      | 405.122                           | 0                         | 0                 | 0                 | 0                        |
| <b>AF6</b> | <b>Seguros, pensiones y sistemas de garantías normalizadas</b>                  | <b>10.028.552</b>  | <b>39.747.820</b>  | <b>0</b>               | <b>19.249.385</b>                 | <b>56.095</b>             | <b>60.382</b>     | <b>3.382</b>      | <b>4.716.680</b>         |
|            | Reservas técnicas de seguros no de vida                                         | 0                  | 0                  | 0                      | 15.238.864                        | 0                         | 0                 | 0                 | 4.716.680                |
|            | Derechos a seguros de vida y anualidades                                        | 0                  | 0                  | 0                      | 1.005.343                         | 0                         | 0                 | 0                 | 0                        |
|            | Derechos de pensiones                                                           | 8.595.231          | 9.601.958          | 0                      | 2.486.653                         | 17.178                    | 5.829             | 2.789             | 0                        |
|            | Indemnización de fondos de pensiones                                            | 0                  | 0                  | 0                      | 0                                 | 0                         | 0                 | 0                 | 0                        |
|            | Derechos a las prestaciones de las no pensiones                                 | 1.433.321          | 30.145.862         | 0                      | 518.525                           | 38.917                    | 54.553            | 593               | 0                        |
|            | Reservas para la ejecución de garantías estandarizadas                          | 0                  | 0                  | 0                      | 0                                 | 0                         | 0                 | 0                 | 0                        |
| <b>AF7</b> | <b>Derivados financieros y opciones de compra de acciones por parte de empl</b> | <b>69.000</b>      | <b>588.050</b>     | <b>0</b>               | <b>230.976</b>                    | <b>0</b>                  | <b>0</b>          | <b>0</b>          | <b>0</b>                 |
|            | Derivados Financieros y O.C.A.E. en el País                                     | 0                  | 588.050            | 0                      | 230.976                           | 0                         | 0                 | 0                 | 0                        |
|            | Derivados Financieros y O.C.A.E. en el Exterior                                 | 69.000             | 0                  | 0                      | 0                                 | 0                         | 0                 | 0                 | 0                        |
| <b>AF8</b> | <b>Otras cuentas por cobrar/pagar</b>                                           | <b>218.777.069</b> | <b>244.562.493</b> | <b>2.195.624</b>       | <b>49.148.631</b>                 | <b>32.339.744</b>         | <b>15.123.338</b> | <b>33.285.942</b> | <b>62.990.840</b>        |
|            | Créditos y Anticipos Comerciales                                                | 74.329.502         | 143.377.558        | 817.310                | 4.486.569                         | 2.905.239                 | 3.162.150         | 9.061.220         | 53.019.573               |
|            | Otras Cuentas p. C/P                                                            | 144.447.567        | 101.184.935        | 1.378.314              | 44.662.062                        | 29.434.505                | 11.961.188        | 24.224.722        | 9.971.267                |
|            | Pasivo                                                                          | 408.488.565        | 620.105.681        | 189.332.394            | 659.165.820                       | 242.130.386               | 16.417.966        | 85.165.549        | 859.051.884              |

Fuente: Elaboración propia

## **CAPÍTULO V**

### **ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE RESULTADOS**

El presente capítulo tiene como objetivo resumir las observaciones efectuadas de forma que proporcionen respuestas a las interrogantes de la investigación. En específico, el objetivo de este capítulo consiste en presentar los resultados de la HBF del año 2005 y 2011, calcular los indicadores derivados de ella y comentar los resultados. Como se sabe, la HBF es una medida de la riqueza financiera de una economía. Ella muestra la diferencia entre los activos financieros y pasivos a valor de mercado para la apertura o cierre de un determinado año, sin remover los efectos de la inflación, es decir, calculados a precios corrientes.

Un comentario que debe realizarse antes de la presentación de los resultados, es que esta investigación no busca ahondar en la explicación las causas que han incidido en los cambios en las HBF, más allá de resaltar elementos de política económica y economía política en el caso venezolano. En cuanto al cálculo de los indicadores financieros y la comparación de la distribución sectorial del VNF comparando contra Chile y Colombia, el autor se limita a la descripción de los cambios.

Finalmente, se desea recalcar en un aspecto ya mencionado en el capítulo anterior: los resultados que se presentan se hacen de forma agregada, sin ahondar en los detalles de las cuentas, pues son información confidencial del BCV. Los resultados en su máximo pueden ser presentados pero no publicados para resguardar el secreto estadístico.

Este capítulo se encuentra dividido en dos partes: En primer lugar, se presenta una sección dedicada al análisis intersectorial de la HBF de Venezuela entre los años 2005 y 2011, haciendo particular énfasis en los efectos sectoriales de la política económica del gobierno chavista en los balances financieros. Seguidamente, se presenta una sección de análisis comparativo de HBF regional, donde se compara la HBF de Venezuela contra la de

Chile y Colombia, sus pares regionales, para los años 2005 y 2011, haciendo uso de una batería de indicadores financieros calculados a partir de las HBF.

### **V.1. Análisis intersectorial de la HBF de Venezuela**

Esta sección tiene como objetivo la discusión de uno de los usos de las estadísticas financieras como es el análisis de la riqueza financiera nacional, especialmente, a la luz de la política económica. Antes de proceder a ello, se hace necesario presentar la HBF estimada por Hernández et al.(2014) para el año 2005 utilizando la metodología original. Los Cuadros N°21 y 22 muestran los balances de activos financieros y pasivos consolidados.

En este punto es pertinente recordar ciertos aspectos. En primer lugar, para el caso venezolano, la HBF es presentada haciendo uso de de siete (7) sectores institucionales domésticos que generan el sector economía total y un sector adicional, denominado resto del mundo, que recoge las interacciones entre los residentes con los no residentes. Si se suman las tenencias de los ocho sectores, debe resultar un saldo igual a cero, porque por definición las cuentas se encuentran armonizadas en sus usos y recursos<sup>34</sup>. Por lo tanto, cuando se hable de activos financieros, pasivos y valor neto financiero nacional, únicamente se haga referencia a los saldos de los sectores domésticos.

---

<sup>34</sup> Haciendo la salvedad planteada en la sección anterior. La contabilización de la partida Oro monetario (AF11) es una discusión aún viva en la literatura, por lo que algunos académicos no optan por asentar los saldos negativos en el resto del mundo, sino simplemente no agregar ninguna contrapartida por el activo o el pasivo para AF11. Por lo tanto, únicamente en ese caso se cumple que si se suman los activos y se restan los pasivos de los ocho sectores, arroje una diferencia positiva que debe ser exactamente igual a AF11.

## Cuadro N°21

Activos financieros de la Hoja de Balance Financiera para el 2005

Miles de bolívares

| TRANSACCIONES SCN<br>Y RUBROS DE BALANCES                                            |                   |                    |                     |                                   |                           |                   |                   |                          |
|--------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|--------------------|---------------------|-----------------------------------|---------------------------|-------------------|-------------------|--------------------------|
|                                                                                      | e-pdvsa           | Firmas (e-otr)     | Banca Central (bcv) | Intermediación<br>financiera (IF) | Gobierno General<br>(gov) | IPUBSLF           | Hogares (HHD)     | Resto del Mundo<br>(RoW) |
| <b>Oro Monetario y DEG</b>                                                           | -                 | -                  | <b>9.826.852</b>    | -                                 | -                         | -                 | -                 | <b>9.826.852</b>         |
| Oro Monetario                                                                        | -                 | -                  | 9.810.547           | -                                 | -                         | -                 | -                 | 9.810.547                |
| DEG                                                                                  | -                 | -                  | 16.305              | -                                 | -                         | -                 | -                 | 16.305                   |
| <b>Dinero legal y depósitos</b>                                                      | <b>6.240.051</b>  | <b>78.968.709</b>  | <b>25.122.940</b>   | <b>19.135.479</b>                 | <b>25.390.941</b>         | <b>3.097.104</b>  | <b>49.423.374</b> | <b>595.826</b>           |
| Dinero legal                                                                         | 530               | 305.158            | 36.462              | 1.539.579                         | 2.769.912                 | 55.138            | 3.310.487         | -                        |
| Depósitos transferibles                                                              | 2.272.511         | 14.223.915         | 2.159.962           | 8.357.985                         | 19.154.922                | 1.011.131         | 4.944.976         | 595.826                  |
| Depósitos de ahorro                                                                  | -                 | 821.649            | -                   | 95.204                            | 352.083                   | 115.185           | 8.782.367         | -                        |
| Depósitos a plazos                                                                   | 1.868.787         | 2.394.313          | 21.967.606          | 8.506.654                         | 1.519.625                 | 1.915.001         | 1.686.010         | -                        |
| Depósitos especiales                                                                 | 2.098.223         | 10.997             | -                   | 465.271                           | 1.342.704                 | -                 | -                 | -                        |
| Otros depósitos                                                                      | -                 | 61.212.677         | 958.910             | 170.786                           | 251.695                   | 649               | 30.699.534        | -                        |
| Otros Depósitos en el País                                                           | -                 | 1.544.820          | 1.420               | 130.791                           | 251.695                   | 649               | 1.543             | -                        |
| Otros Depósitos en el Exterior                                                       | -                 | 59.667.858         | 957.490             | 39.996                            | -                         | -                 | 30.697.992        | -                        |
| <b>Valores de deuda</b>                                                              | <b>-</b>          | <b>35.133.634</b>  | <b>11.384.922</b>   | <b>25.534.815</b>                 | <b>1.653.733</b>          | <b>2.397.502</b>  | <b>2.677.765</b>  | <b>49.225.058</b>        |
| Títulos valores emitidos por el Gobierno                                             | -                 | 17.637.354         | 10.403.619          | 15.636.147                        | 125.999                   | 1.271.187         | -                 | 47.264.182               |
| Títulos valores emitidos por el Banco Central                                        | -                 | 74.596             | -                   | 7.216.308                         | -                         | -                 | -                 | 46.372                   |
| Bonos Quirografarios                                                                 | -                 | 631.157            | 221.397             | 254.668                           | -                         | -                 | -                 | -                        |
| Cédulas y Bonos Hipotecarios                                                         | -                 | -                  | 751                 | 3                                 | 2.865                     | 111               | 10.158            | -                        |
| Bonos y Obligaciones Financieras                                                     | -                 | 36                 | -                   | 136.489                           | 5.016                     | -                 | -                 | -                        |
| Certificados de Ahorro                                                               | -                 | 5.218.864          | 223.317             | 905.304                           | 1.430.869                 | 897.955           | 2.658.228         | -                        |
| Papeles Comerciales                                                                  | -                 | -                  | -                   | 99.018                            | 88.984                    | 364               | -                 | -                        |
| Otros Títulos Valores. n.c.p                                                         | -                 | 11.571.627         | 535.838             | 1.286.878                         | -                         | 227.885           | 9.379             | 1.914.504                |
| Otros Títulos Valores. n.c.p de Corto Plazo                                          | -                 | 10.847.388         | 479.457             | 508.607                           | -                         | 227.885           | -                 | -                        |
| Otros Títulos Valores. n.c.p de Largo Plazo                                          | -                 | 724.239            | 56.381              | 778.271                           | -                         | -                 | 9.379             | 1.914.504                |
| <b>Préstamos</b>                                                                     | <b>905.044</b>    | <b>8.388.374</b>   | <b>1.087.216</b>    | <b>22.921.634</b>                 | <b>566.414</b>            | <b>2.750.981</b>  | <b>78.568</b>     | <b>18.641.280</b>        |
| Préstamos en el País                                                                 | 125.434           | 8.388.374          | 1.085.242           | 22.921.634                        | 566.414                   | 2.750.981         | 78.568            | -                        |
| Préstamos en el exterior                                                             | 779.610           | -                  | 1.974               | -                                 | -                         | -                 | -                 | 18.641.280               |
| <b>Participaciones de capital y acciones en FI</b>                                   | <b>205.769</b>    | <b>-</b>           | <b>652.071</b>      | <b>3.544.680</b>                  | <b>28.891</b>             | <b>32.960</b>     | <b>2.905.032</b>  | <b>58.228.213</b>        |
| Acciones y Participaciones de Capital                                                | 205.769           | -                  | 652.071             | 3.544.680                         | 28.891                    | 32.960            | 2.905.032         | 58.228.213               |
| Otras Participaciones Capital                                                        | -                 | -                  | -                   | -                                 | -                         | -                 | -                 | -                        |
| <b>Reservas Técnicas de Seguro</b>                                                   | <b>52.424</b>     | <b>8.987.360</b>   | <b>1.303</b>        | <b>407.767</b>                    | <b>-</b>                  | <b>7.214</b>      | <b>30.056</b>     | <b>-</b>                 |
| <b>Derivados financieros y opciones de compra de acciones por parte de empleados</b> | <b>-</b>          | <b>5.223</b>       | <b>-</b>            | <b>56.705</b>                     | <b>-</b>                  | <b>-</b>          | <b>-</b>          | <b>-</b>                 |
| Instrumentos Financieros Derivados en el País                                        | -                 | 5.223              | -                   | 56.705                            | -                         | -                 | -                 | -                        |
| Instrumentos Financieros Derivados en el Exterior                                    | -                 | -                  | -                   | -                                 | -                         | -                 | -                 | -                        |
| <b>Otras cuentas por cobrar/pagar</b>                                                | <b>22.025.301</b> | <b>21.171.764</b>  | <b>144.400</b>      | <b>6.306.732</b>                  | <b>22.522.607</b>         | <b>5.457.502</b>  | <b>552.824</b>    | <b>16.489.451</b>        |
| Créditos y Anticipos Comerciales                                                     | 12.123.764        | 8.906.806          | 18.829              | 663.531                           | 60.235                    | 705.238           | 72.668            | 11.974.099               |
| Otras Cuentas por Cobrar/Pagar                                                       | 9.901.537         | 12.264.958         | 125.571             | 5.643.201                         | 22.462.372                | 4.752.264         | 480.156           | 4.515.352                |
| <b>Activos financieros</b>                                                           | <b>29.428.589</b> | <b>152.655.063</b> | <b>48.219.704</b>   | <b>77.907.812</b>                 | <b>50.162.585</b>         | <b>13.743.263</b> | <b>55.667.619</b> | <b>133.352.976</b>       |

Fuente: Hernández et al. (2014).

## Cuadro N°22

Pasivos de la Hoja de Balance Financiera para el 2005

Miles de Bolívares

| TRANSACCIONES SCN<br>Y RUBROS DE BALANCES |                                                                                      | e-pdvsa    | Firmas (e-otr) | Banca Central (bcv) | Intermediación<br>financiera (IF) | Gobierno General<br>(gov) | IPUBSLF    | Hogares (HHD) | Resto del Mundo<br>(RoW) |
|-------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|------------|----------------|---------------------|-----------------------------------|---------------------------|------------|---------------|--------------------------|
|                                           |                                                                                      |            |                |                     |                                   |                           |            |               |                          |
| <b>AF1</b>                                | <b>Oro Monetario y DEG</b>                                                           | -          | -              | -                   | -                                 | -                         | -          | -             | -                        |
|                                           | Oro Monetario                                                                        | -          | -              | -                   | -                                 | -                         | -          | -             | -                        |
|                                           | DEG                                                                                  | -          | -              | -                   | -                                 | -                         | -          | -             | -                        |
| <b>AF2</b>                                | <b>Dinero legal y depósitos</b>                                                      | -          | -              | 30.560.387          | 50.886.654                        | -                         | -          | -             | 126.527.382              |
|                                           | Dinero legal                                                                         | -          | -              | 7.952.608           | -                                 | -                         | -          | -             | 64.658                   |
|                                           | Dinero legal en moneda nacional                                                      | -          | -              | 7.952.608           | -                                 | -                         | -          | -             | -                        |
|                                           | Depósitos transferibles                                                              | -          | -              | 18.689.865          | 22.338.585                        | -                         | -          | -             | 11.692.778               |
|                                           | Depósitos de ahorro                                                                  | -          | -              | -                   | 10.152.362                        | -                         | -          | -             | 14.126                   |
|                                           | Depósitos a plazos                                                                   | -          | -              | -                   | 16.476.507                        | -                         | -          | -             | 23.381.488               |
|                                           | Depósitos especiales                                                                 | -          | -              | 3.906.198           | -                                 | -                         | -          | -             | 10.997                   |
|                                           | Otros depósitos                                                                      | -          | -              | 11.716              | 1.919.201                         | -                         | -          | -             | 91.363.335               |
| <b>AF3</b>                                | <b>Valores de deuda</b>                                                              | -          | 2.895.744      | 7.337.276           | 11.723.454                        | 82.842.294                | -          | -             | 23.208.661               |
|                                           | Títulos valores emitidos por el Gobierno                                             | -          | -              | -                   | -                                 | 82.842.294                | -          | -             | 9.496.194                |
|                                           | Títulos valores emitidos por el Banco Central                                        | -          | -              | 7.337.276           | -                                 | -                         | -          | -             | -                        |
|                                           | Bonos Quirografarios                                                                 | -          | -              | -                   | 223.070                           | -                         | -          | -             | 884.152                  |
|                                           | Cédulas y Bonos Hipotecarios                                                         | -          | -              | -                   | 13.888                            | -                         | -          | -             | -                        |
|                                           | Bonos y Obligaciones Financieras                                                     | -          | -              | -                   | 5.052                             | -                         | -          | -             | 136.489                  |
|                                           | Certificados de Ahorro                                                               | -          | -              | -                   | 11.334.537                        | -                         | -          | -             | -                        |
|                                           | Papeles Comerciales                                                                  | -          | 138.382        | -                   | 6.672                             | -                         | -          | -             | 43.312                   |
|                                           | Otros Títulos Valores. n.c.p                                                         | -          | 2.757.362      | -                   | 140.235                           | -                         | -          | -             | 12.648.514               |
| <b>AF4</b>                                | <b>Préstamos</b>                                                                     | 14.449.198 | 30.852.772     | 648.864             | 1.774.073                         | 2.855.438                 | 111.042    | 3.866.540     | 781.584                  |
|                                           | Préstamos en el país                                                                 | 6.116.398  | 21.329.572     | 38.304              | 1.599.353                         | 2.855.438                 | 111.042    | 3.866.540     | -                        |
|                                           | Préstamos en el exterior                                                             | 8.332.800  | 9.523.200      | 610.560             | 174.720                           | -                         | -          | -             | 781.584                  |
| <b>AF5</b>                                | <b>Participaciones de capital y acciones en FI</b>                                   | 963.089    | 43.918.627     | 10                  | 3.889.741                         | -                         | -          | -             | 16.826.149               |
|                                           | Acciones y Participaciones de Capital                                                | 963.089    | 43.918.627     | 10                  | 3.889.741                         | -                         | -          | -             | 16.826.149               |
|                                           | Otras Participaciones Capital                                                        | -          | -              | -                   | -                                 | -                         | -          | -             | -                        |
| <b>AF6</b>                                | <b>Reservas Técnicas de Seguro</b>                                                   | 3.416.275  | 2.616.006      | -                   | 2.401.390                         | 468.364                   | 584.089    | -             | -                        |
| <b>AF7</b>                                | <b>Derivados financieros y opciones de compra de acciones por parte de empleados</b> | -          | 55.894         | -                   | 6.034                             | -                         | -          | -             | -                        |
|                                           | Instrumentos Financieros Derivados en el País                                        | -          | 55.894         | -                   | 6.034                             | -                         | -          | -             | -                        |
|                                           | Instrumentos Financieros Derivados en el Exterior                                    | -          | -              | -                   | -                                 | -                         | -          | -             | -                        |
| <b>AF8</b>                                | <b>Otras cuentas por cobrar/pagar</b>                                                | 19.425.958 | 34.523.529     | 8.220.036           | 2.093.834                         | 12.655.123                | 5.946.399  | 1.542.956     | 10.262.745               |
|                                           | Créditos y Anticipos Comerciales                                                     | 8.281.144  | 14.943.811     | -                   | 720.911                           | 358.493                   | 409.383    | 4.350         | 9.807.078                |
|                                           | Otras Cuentas por Cobrar/Pagar                                                       | 11.144.814 | 19.579.718     | 8.220.036           | 1.372.923                         | 12.296.630                | 5.537.016  | 1.538.606     | 455.667                  |
|                                           |                                                                                      |            |                |                     |                                   |                           |            |               |                          |
|                                           | Pasivo Financiero                                                                    | 38.254.519 | 114.862.572    | 46.766.573          | 72.775.181                        | 98.821.219                | 6.641.530  | 5.409.495     | 177.606.521              |
|                                           | Valor Neto Financiero                                                                | -          | 8.825.931      | 37.792.491          | 1.453.130                         | -                         | 48.658.634 | 7.101.733     | 50.258.124               |
|                                           |                                                                                      |            |                |                     |                                   |                           |            |               | 44.253.545               |

Fuente: Hernández et al. (2014).

### V.1.2. Análisis de activos financieros y pasivos nacionales

Iniciaremos por analizar los activos financieros y pasivos de la economía venezolana, los cuales se muestran en el Cuadro N°23. De dicho cuadro se extrae una primera conclusión importante: Venezuela posee una riqueza financiera nacional positiva, y significativa de Bs.44.254 millones de bolívares (21% del PIB a precios corrientes) para el año 2005 y de Bs. 540.086 millones de bolívares (53% del PIB a precios corrientes) para el año 2011. Ello es posible gracias a que los saldos de los activos financieros de la economía más que compensan los montos de los pasivos para ambos años. De hecho, para el año 2005, el activo financiero representa el 201% del PIB corriente, sobrepasando al 180% del monto del pasivo para el mismo año. Análogamente, para el año 2011, con un incremento de más de 4 veces en términos absolutos de ambos montos, el activo sigue manteniendo una mayor proporción del PIB (253%) con respecto al pasivo (199%) Dicho comportamiento se presenta en la Gráfica N°9.

#### Cuadro N°23

Activos financieros, pasivo y Valor Neto Financiero para los años 2005 y 2011  
Millones de Bolívares y proporción del PIB nominal

|                 | Activos financieros |           | Pasivos        |           | Valor Neto financiero |           |
|-----------------|---------------------|-----------|----------------|-----------|-----------------------|-----------|
|                 | Millones de Bs      | % del PIB | Millones de Bs | % del PIB | Millones de Bs        | % del PIB |
| <b>Año 2005</b> | 427.785             | 201%      | 383.531        | 180%      | 44.254                | 21%       |
| <b>Año 2011</b> | 2.568.276           | 253%      | 2.028.190      | 199%      | 540.086               | 53%       |

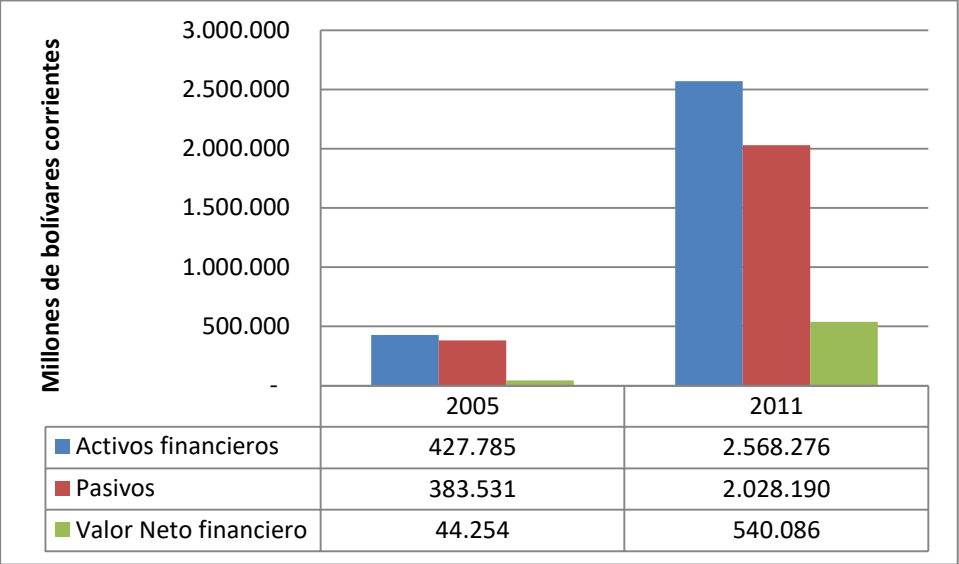
Fuente: Elaboración propia.

Ello quiere decir que, considerando el efecto inflacionario en las magnitudes nominales, el Valor Neto Financiero de Venezuela se incrementó entre los años de estudio casi 11 veces en términos absolutos y cerca de 150% en términos de PIB en moneda corriente. Los crecimientos de los respectivos activos financieros y pasivos son consistentes con el comportamiento de la riqueza financiera, incrementándose en 32% y

en 21% respectivamente, en sus montos como proporción del PIB. Este crecimiento guarda relación con la expansión de la actividad económica durante los años de estudio, incrementándose el PIB nominal en 378%. Si el “driver” de la actividad económica es la renta petrolera, pudiese inferirse que en parte, el crecimiento de los activos financieros representa una transformación de riqueza petrolera en activos financieros.

**Gráfica N°9**

Activos financieros, pasivo y Valor Neto Financiero para los años 2005 y 2011  
Proporción del PIB



Fuente: Hernández et al. (2014) y HBF de 2011. Elaboración propia.

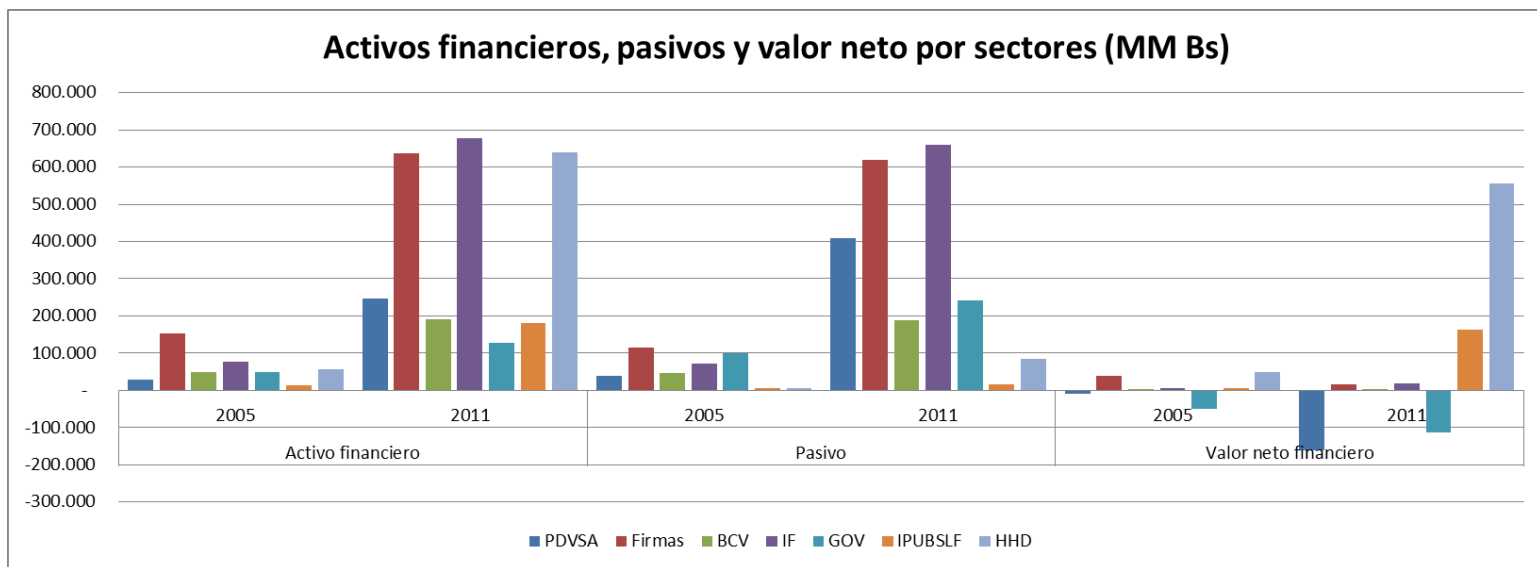
Este comportamiento es central para la economía venezolana, pues quiere decir que, en términos de solvencia, en el agregado, la economía total es solvente. Para el año 2005, el ratio activo financiero a pasivo alcanzaba una proporción de 1,115. Para el año 2011, este indicador se incrementa a 1,26X, por tanto, por cada bolívar de pasivo que tenía la economía para el año 2011, existían 1,26 bolívares de activo financiero. Cuando se analiza por sectores, se observa un comportamiento heterogéneo respecto a las tenencias de activos financieros y pasivos. En la Gráfica N°10 se presenta el comportamiento del activo financiero, pasivo por cada sector institucional para los años 2005 en millones de moneda

corriente, y como proporción del PIB. Adicionalmente, en el Cuadro N° 24 se presentan tanto los saldos en millones de bolívars y en proporción del PIB.

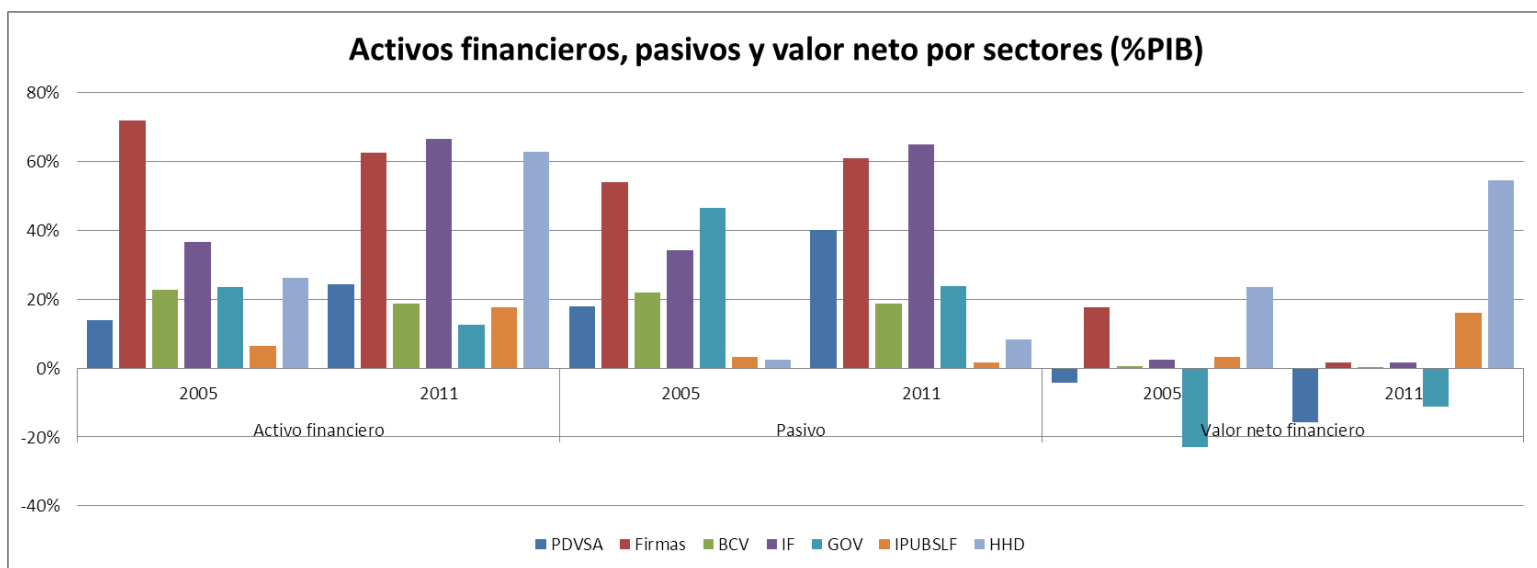
### Gráfica N°10

Activos financieros, pasivo y Valor Neto Financiero por sectores para los años 2005 y 2011  
Millones de Bolívars y como proporción del PIB nominal

(A)



(B)



Fuente: Elaboración propia.

**Cuadro N°24**

Activos financieros y pasivos por sectores para los años 2005 y 2011  
Millones de Bolívars

|                        | e-pdvsa     | Firmas (e-otr) | Banca Central (bcv) | Intermediación financiera (IF) | Gobierno General (gov) | IPUBSLF     | Hogares (HHD) | Economía total |
|------------------------|-------------|----------------|---------------------|--------------------------------|------------------------|-------------|---------------|----------------|
| Activo Financiero 2005 | 29.428.589  | 152.655.063    | 48.219.704          | 77.907.812                     | 50.162.585             | 13.743.263  | 55.667.619    | 427.784.635    |
| Activo Financiero 2011 | 203.073.656 | 609.932.325    | 183.001.600         | 665.543.372                    | 147.960.168            | 180.104.386 | 578.660.206   | 2.568.275.711  |
| Pasivo 2005            | 38.254.519  | 114.862.572    | 46.766.573          | 72.775.181                     | 98.821.219             | 6.641.530   | 5.409.495     | 383.531.090    |
| Pasivo 2011            | 303.301.549 | 533.840.746    | 189.332.379         | 667.249.715                    | 240.289.223            | 16.120.906  | 78.055.305    | 2.028.189.824  |

Fuente: Elaboración propia.

**Cuadro N°25**

Activos financieros y pasivos por sectores para los años 2005 y 2011  
Como proporción del PIB

|                        | e-pdvsa | Firmas (e-otr) | Banca Central (bcv) | Intermediación financiera (IF) | Gobierno General (gov) | IPUBSLF | Hogares (HHD) | Economía total |
|------------------------|---------|----------------|---------------------|--------------------------------|------------------------|---------|---------------|----------------|
| Activo Financiero 2005 | 15%     | 76%            | 24%                 | 39%                            | 25%                    | 7%      | 28%           | 213%           |
| Activo Financiero 2011 | 21%     | 64%            | 19%                 | 70%                            | 15%                    | 19%     | 60%           | 268%           |
| Pasivo 2005            | 19%     | 57%            | 23%                 | 36%                            | 49%                    | 3%      | 3%            | 191%           |
| Pasivo 2011            | 32%     | 56%            | 20%                 | 70%                            | 25%                    | 2%      | 8%            | 212%           |

Fuente: Elaboración propia.

A partir de la anterior gráfica es posible afirmar que aunque la riqueza financiera nacional es positiva, no así lo son, necesariamente, los valores netos financieros de cada sector para ambos años. Generalizando, el comportamiento en términos de valor neto financiero de los sectores institucionales domésticos se mantiene consistente entre los años de estudio. De esta gráfica se puede resaltar lo siguiente:

- Por definición, todos los saldos de la economía interna, tanto por el lado del activo financiero, como del pasivo, deben ser positivos, aunque ello no garantiza que el valor neto financiero, también lo sea.
- Considerando únicamente el balance financiero de la economía, el sector gobierno general y las empresas públicas petroleras presentan, para el año 2005 y 2011, saldos negativos para el valor neto financiero. De hecho, para el año 2005, la riqueza neta financiera del sector gobierno alcanza el 23% del PIB corriente y aunque el monto se reduce al 11% para el año 2011, sigue siendo un monto significativo.
- Algo similar ocurre con PDVSA quien pasa de un valor neto financiero negativo, del orden del 4% del PIB en el año 2005, a un monto considerablemente mayor, del 16% del PIB para el 2011. Aunque sus causas se presentan superficialmente en esta sección, se puede adelantar que se debe al fuerte incremento de su deuda financiera (representada en el instrumento de bonos quirografarios, AF33).
- No obstante a esos dos sectores, otras unidades del sector público, como son el banco central y las instituciones públicas sin fines de lucro, sí presentan balances positivos. Para el caso del gobierno, los montos de ambos años son pequeños, menores al 3% (0,68% en el 2005 y 0,17% en el 2011) .
- Respecto a las Instituciones Públicas sin Fines de Lucro (IPUBSFL) la situación es distinta: aunque en el 2005 presentaban una riqueza financiera equivalente al 3,34% del PIB, el monto asciende a 16,07% en el 2011, convirtiéndose en el segundo sector con mayor valor neto financiero. La razón de esa variación se debe a que los saldos de los pasivos para este sector institucional disminuyeron de forma importante entre el 2005 y 2011 (por ejemplo, con la caída del 50%

en la partida de Reservas Técnicas de Seguro, AF6<sup>35</sup>) como porcentaje del PIB, a la par que se incrementaba su activo (por ejemplo, con el incremento del 2400% en sus tenencias de títulos valores de deuda). Aunque tanto sus tenencias de activos y pasivos en ambos años son inferiores al 10% de los totales de la economía, la brecha de las tasas de crecimiento genera que el valor neto de este sector se incremente.

- El sector hogares se mantiene como el agente de la economía con mayor riqueza financiera positiva para ambos años. Esto ocurre, principalmente, debido a lo proporcionalmente inferior que son sus pasivos con respecto a sus activos (10,29 veces en el 2005 y 7,51 veces en el 2011). Es importante hacer notar que aunque los hogares se mantienen como el sector con mayor valor neto financiero de la economía interna, no es el sector que presenta mayores saldos en el activo financiero, como es el caso de las firmas.

En cuanto a cómo se distribuyen los activos y los pasivos, cada sector institucional presenta un promedio, por el lado del activo financiero, de Bs. 61.112. millones y Bs. 366.897 millones para los años 2005 y 2011 respectivamente; y por el lado del pasivo, Bs. 54.790 millones y Bs. 289.741 millones, en promedio. Sin embargo, la desviación típica se encuentra, para todas las observaciones, en un rango entre el 60% y el 75% del monto de la media, por lo que se puede concluir que los datos presentan gran dispersión, aunque la muestra es muy reducida (14 observaciones). Dado que los promedios aritméticos se ven afectados por los valores extremos, se hace relevante el estudio de la mediana. Tras su cálculo, se obtiene que el monto mediano se corresponde con el saldo del gobierno en el año 2005 y PDVSA en el 2011; y por el lado del pasivo, corresponde con los saldos del BCV en el 2005 y el gobierno en el 2011. Dichos montos se presentan en el Cuadro N°26. En las

---

<sup>35</sup> Las IPUBSLF abarcan, entre otros agentes, a las universidades y otros organismos que pueden presentar saldos para este instrumento. Aunque son las instituciones financieras quienes deben presentar la mayoría del pasivo de AF6, como en efecto ocurre, las IPUBSFL pueden presentar montos asociados a cajas de ahorro y fondos de previsión.

Gráfica N°11 y 12 se muestra la relación de las tenencias de cada sector con las medidas ya calculadas.

#### **Cuadro N°26**

Promedio y dispersión del VNF

Millones de bolívares

|                             | Activos financieros |         | Pasivos |         |
|-----------------------------|---------------------|---------|---------|---------|
|                             | 2005                | 2011    | 2005    | 2011    |
| <b>Promedio</b>             | 61.112              | 366.897 | 54.790  | 289.741 |
| <b>Mediana</b>              | 50.163              | 203.074 | 46.767  | 240.289 |
| <b>Desviación típica</b>    | 41.791              | 219.278 | 39.579  | 218.595 |
| <b>Desviación (% media)</b> | 68%                 | 60%     | 72%     | 75%     |

Fuente: Elaboración propia.

De estos Gráficas podemos extraer las siguientes apreciaciones:

- Para el año 2005, únicamente dos sectores superaban el promedio de tenencias de activos, que son las firmas, y la intermediación financiera. Sin embargo, en ese caso, las sociedades no financiera presentaban saldos considerablemente mayores que cualquier otro sector (36% del activo financiero nacional).
- Para el año 2011, el panorama se hace distinto: aunque nuevamente los mismos sectores se encuentran por encima de la media nacional, ahora se agrega el sector hogares, a la par que los saldos, en promedio, se hacen más homogéneos en términos absolutos y relativos.
- Es posible notar que aunque entre los años 2005 y 2011, la dispersión medida como proporción del promedio disminuye en 11% por el lado del activo financiero.

- Por otro lado, la brecha entre la mediana y el promedio se incrementa considerablemente entre ambos años. Para el 2005, en términos de activo financiero, la media superaba en 1,2 veces a la mediana, pero para el año 2011, lo hacía en 1,56 veces.
- Eso se lee de la siguiente forma: aunque la dispersión de los activos cayó entre no así lo hizo la diferencia entre los valores extremos. Es decir, aunque los datos son más homogéneos en promedio, la brecha de los valores más extremos (sectores con más tenencias contra los de menos tenencias) se amplió de 0,95 veces en el 2005 a 2,02 veces en el 2011<sup>36</sup>.
- Por el lado del pasivo, para el año 2005 los sectores firmas, gobierno e intermediación financiera se encuentran por encima tanto del promedio como de la mediana. Sin embargo, debe mencionarse que la dispersión de los datos para este año es muy alta, representando el 72% del valor de la media. Para el año 2011, cambian los tres sectores por encima de la media y la mediana a intermediación financiera, firmas y empresas públicas no petroleras.
- En términos de desviación, es posible afirmar que, a diferencia del activo financiero, la dispersión de los datos como proporción de la media se incrementa en un 2% entre el 2005 y 2011. Adicionalmente a ello, el ratio de media a mediana era de 1,17 veces en el 2005 y pasa a 1,31 veces en el 2011.

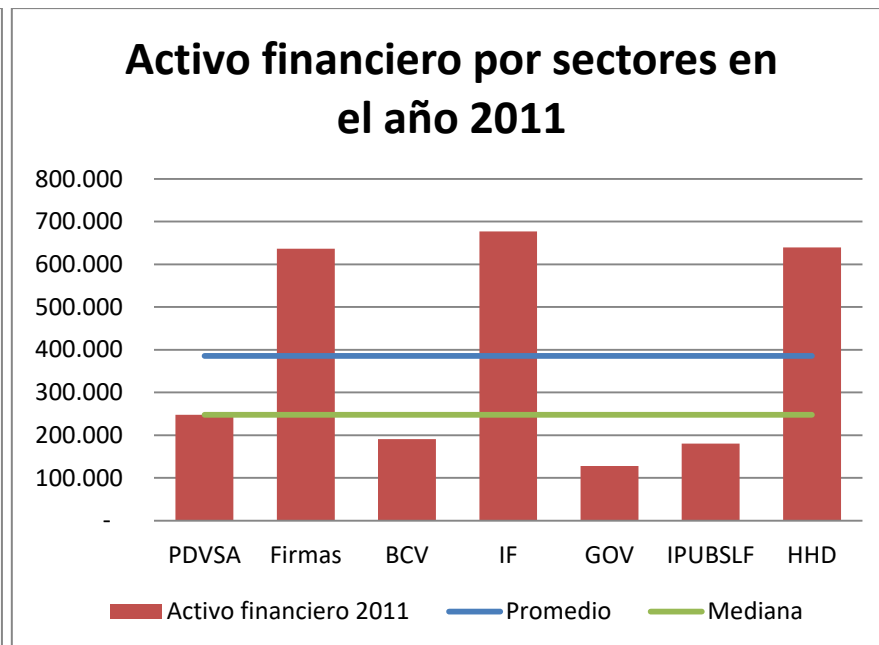
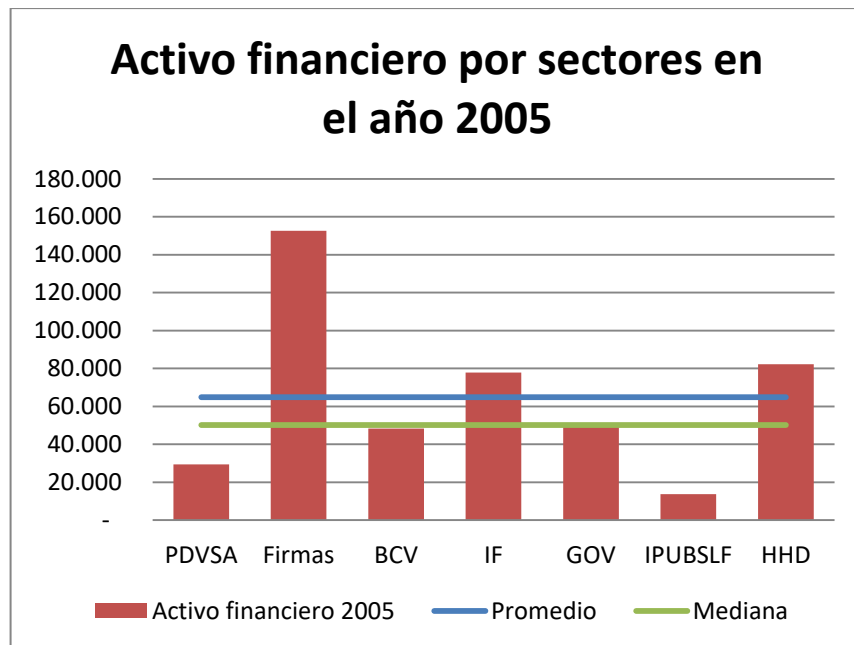
---

<sup>36</sup> Estos últimos resultados provienen de sumar los valores por encima de la mediana y dividirlos entre la suma de los saldos de los valores por debajo de ella.

### Gráfica N°11

Activo financiero y medidas de tendencia central por sector para los años 2005 y 2011

Millones de bolívars

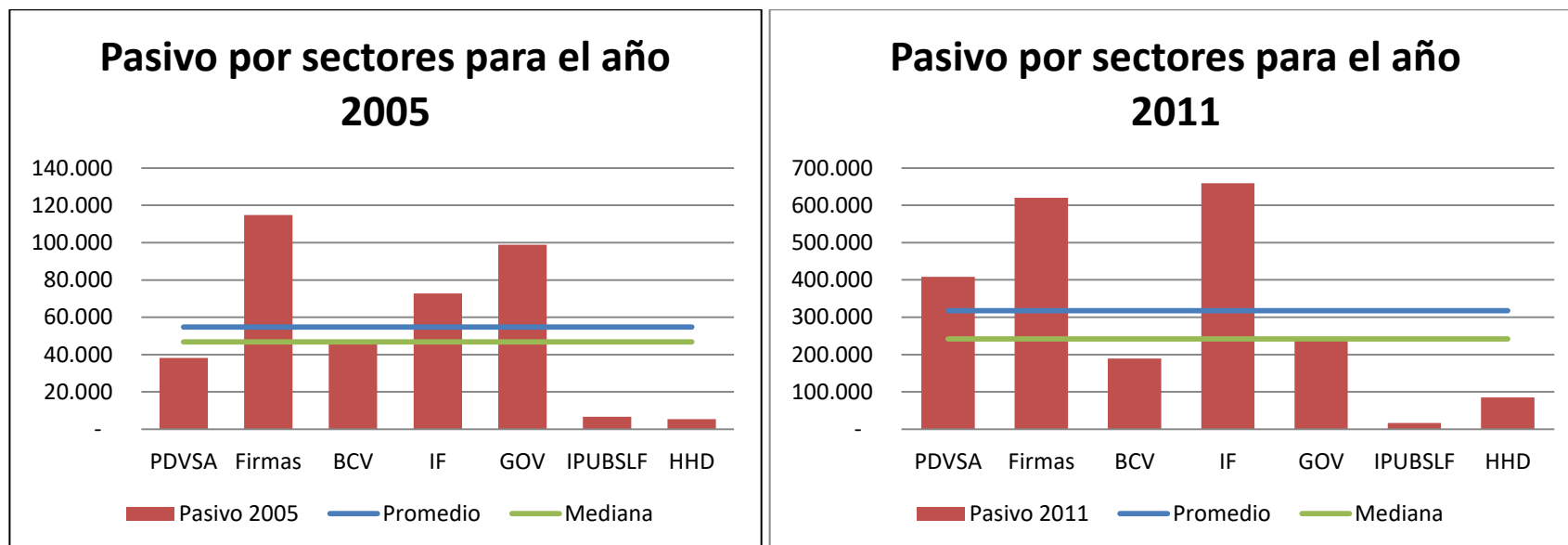


Fuente: elaboración propia.

### Gráfica N°12

Pasivo y medidas de tendencia central por sector para los años 2005 y 2011

Millones de bolívares



Fuente: elaboración propia.

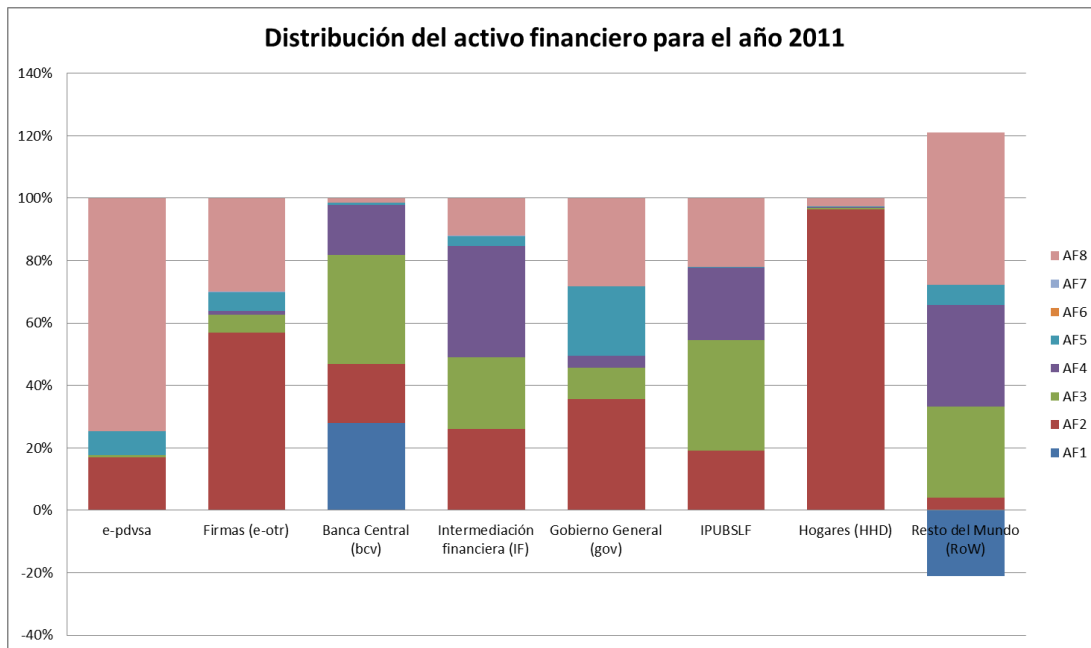
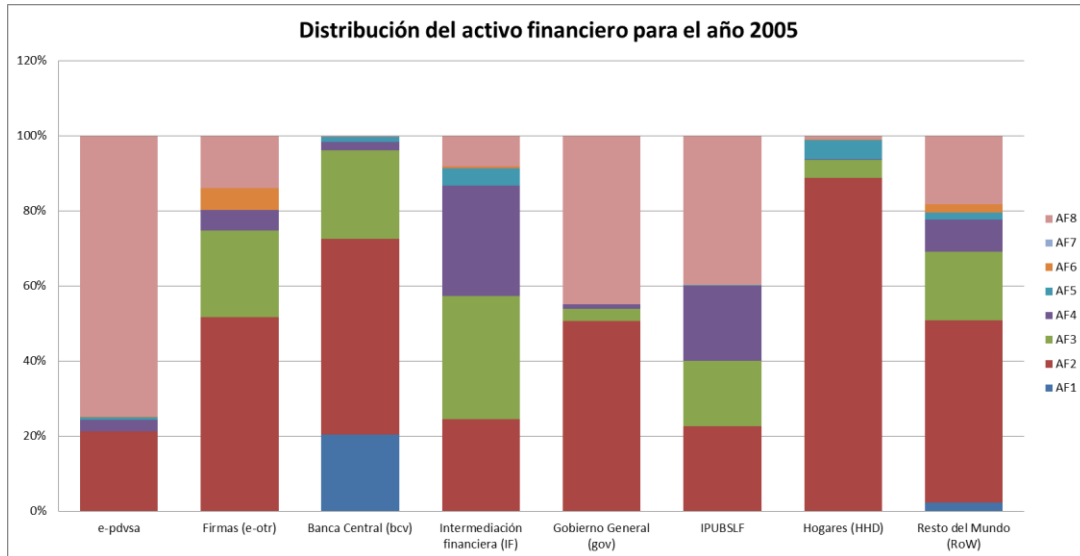
### **V.1.2. Análisis de activos financieros y pasivos por sectores institucionales**

Como se ha evidenciado en la sección precedente, se puede constatar la importancia del análisis de la distribución de los activos financieros y pasivos para la economía total. Sin embargo, estos estimados se representan como una agregación de los saldos de los sectores institucionales quienes no necesariamente se comportan igual que la economía en su conjunto. Esta sección tiene como objetivo el análisis de los estimados por sectores institucionales a nivel de instrumentos. Este análisis puede ser abordado desde dos perspectivas: (a) analizando la composición de cartera de cada sector, o sea, analizando la distribución de los instrumentos financieros a lo interno de cada sector; (b) a través de la distribución de los instrumentos financieros entre todos los sectores institucionales, es decir, cuánto contribuye cada sector institucional al activo financiero y al pasivo nacional.

En las Gráficas N°13-14 se muestra, para cada sector la composición de activos financieros y pasivos para los años 2005 y 2011, así como en el Cuadro N°27. Dicha composición facilita la elaboración del análisis a lo interno de cada unidad institucional nutrido por la importante fuente de información que es la HBF. A continuación una breve reseña de las partidas financieras más relevantes, a la luz de la política económica del gobierno chavista. A continuación unos comentarios por sectores institucionales, acerca de determinados instrumentos financieros resaltantes.

### Gráfica N°13

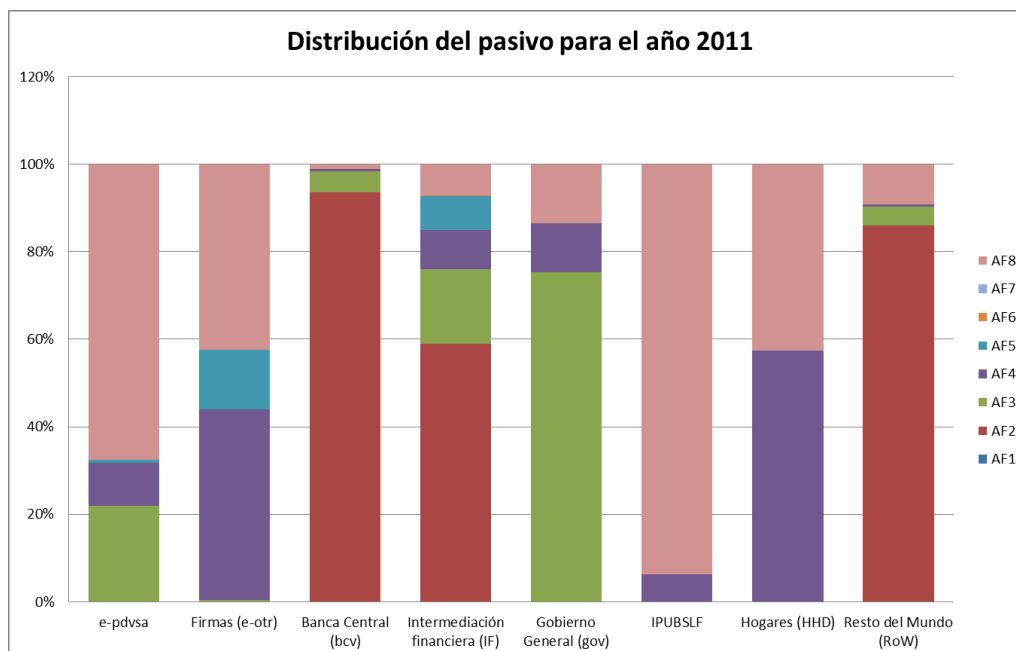
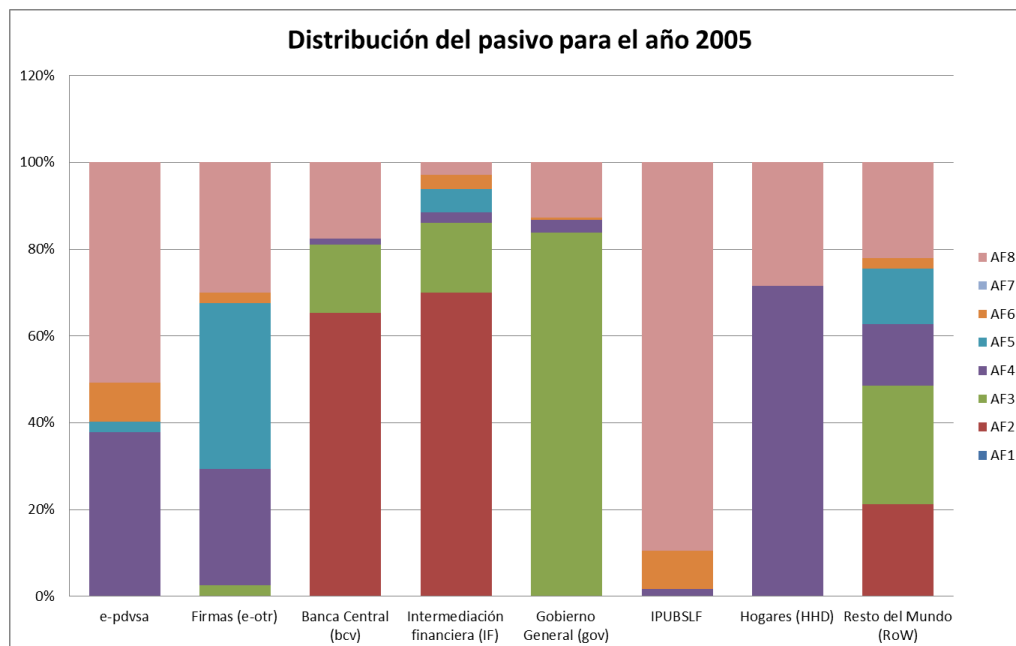
Composición de activos financieros por sector institucional para los años 2005 y 2011  
Proporción sobre el activo financiero nacional



Fuente: Elaboración propia.

### Gráfica N°14

Composición de pasivos por sector institucional para los años 2005 y 2011  
Proporción sobre el pasivo nacional



Fuente: Elaboración propia.

## Cuadro N°27

Composición de cartera por sector institucional 2005 y 2011  
Proporción sobre el total

| Activos, 2011  |         |                |                     |                                |                        |         |               |                       |
|----------------|---------|----------------|---------------------|--------------------------------|------------------------|---------|---------------|-----------------------|
| CATEGORÍAS SCN | e-pdvsa | Firmas (e-otr) | Banca Central (bcv) | Intermediación financiera (IF) | Gobierno General (gov) | IPUBSLF | Hogares (HHD) | Resto del Mundo (RoW) |
| AF1            | 0%      | 0%             | 28%                 | 0%                             | 0%                     | 0%      | 0%            | -21%                  |
| AF2            | 17%     | 57%            | 19%                 | 26%                            | 36%                    | 19%     | 96%           | 4%                    |
| AF3            | 1%      | 6%             | 35%                 | 23%                            | 10%                    | 35%     | 1%            | 29%                   |
| AF4            | 0%      | 1%             | 16%                 | 35%                            | 4%                     | 23%     | 0%            | 33%                   |
| AF5            | 8%      | 6%             | 1%                  | 3%                             | 22%                    | 0%      | 0%            | 6%                    |
| AF6            | 0%      | 0%             | 0%                  | 0%                             | 0%                     | 0%      | 0%            | 0%                    |
| AF7            | 0%      | 0%             | 0%                  | 0%                             | 0%                     | 0%      | 0%            | 0%                    |
| AF8            | 75%     | 30%            | 2%                  | 12%                            | 28%                    | 22%     | 3%            | 49%                   |
|                | 100%    | 100%           | 100%                | 100%                           | 100%                   | 100%    | 100%          | 100%                  |

| Activo 2005       |         |                |                     |                                |                        |         |               |                       |
|-------------------|---------|----------------|---------------------|--------------------------------|------------------------|---------|---------------|-----------------------|
| TRANSACCIONES SCN | e-pdvsa | Firmas (e-otr) | Banca Central (bcv) | Intermediación financiera (IF) | Gobierno General (gov) | IPUBSLF | Hogares (HHD) | Resto del Mundo (RoW) |
| AF1               | 0%      | 0%             | 20%                 | 0%                             | 0%                     | 0%      | 0%            | 2%                    |
| AF2               | 21%     | 52%            | 52%                 | 25%                            | 51%                    | 23%     | 89%           | 48%                   |
| AF3               | 0%      | 23%            | 24%                 | 33%                            | 3%                     | 17%     | 5%            | 18%                   |
| AF4               | 3%      | 5%             | 2%                  | 29%                            | 1%                     | 20%     | 0%            | 9%                    |
| AF5               | 1%      | 0%             | 1%                  | 5%                             | 0%                     | 0%      | 5%            | 2%                    |
| AF6               | 0%      | 6%             | 0%                  | 1%                             | 0%                     | 0%      | 0%            | 2%                    |
| AF7               | 0%      | 0%             | 0%                  | 0%                             | 0%                     | 0%      | 0%            | 0%                    |
| AF8               | 75%     | 14%            | 0%                  | 8%                             | 45%                    | 40%     | 1%            | 18%                   |
|                   | 100%    | 100%           | 100%                | 100%                           | 100%                   | 100%    | 100%          | 100%                  |

| Pasivo, 2011      |         |                |                     |                                |                        |         |               |                       |
|-------------------|---------|----------------|---------------------|--------------------------------|------------------------|---------|---------------|-----------------------|
| TRANSACCIONES SCN | e-pdvsa | Firmas (e-otr) | Banca Central (bcv) | Intermediación financiera (IF) | Gobierno General (gov) | IPUBSLF | Hogares (HHD) | Resto del Mundo (RoW) |
| AF1               | 0%      | 0%             | 0%                  | 0%                             | 0%                     | 0%      | 0%            | 0%                    |
| AF2               | 0%      | 0%             | 94%                 | 59%                            | 0%                     | 0%      | 0%            | 86%                   |
| AF3               | 22%     | 0%             | 5%                  | 17%                            | 75%                    | 0%      | 0%            | 4%                    |
| AF4               | 10%     | 44%            | 1%                  | 9%                             | 11%                    | 6%      | 57%           | 1%                    |
| AF5               | 1%      | 14%            | 0%                  | 8%                             | 0%                     | 0%      | 0%            | 0%                    |
| AF6               | 0%      | 0%             | 0%                  | 0%                             | 0%                     | 0%      | 0%            | 0%                    |
| AF7               | 0%      | 0%             | 0%                  | 0%                             | 0%                     | 0%      | 0%            | 0%                    |
| AF8               | 68%     | 42%            | 1%                  | 7%                             | 13%                    | 94%     | 43%           | 9%                    |
|                   | 100%    | 100%           | 100%                | 100%                           | 100%                   | 100%    | 100%          | 100%                  |

| Pasivo 2005       |         |                |                     |                                |                        |         |               |                       |
|-------------------|---------|----------------|---------------------|--------------------------------|------------------------|---------|---------------|-----------------------|
| TRANSACCIONES SCN | e-pdvsa | Firmas (e-otr) | Banca Central (bcv) | Intermediación financiera (IF) | Gobierno General (gov) | IPUBSLF | Hogares (HHD) | Resto del Mundo (RoW) |
| AF1               | 0%      | 0%             | 0%                  | 0%                             | 0%                     | 0%      | 0%            | 0%                    |
| AF2               | 0%      | 0%             | 65%                 | 70%                            | 0%                     | 0%      | 0%            | 21%                   |
| AF3               | 0%      | 3%             | 16%                 | 16%                            | 84%                    | 0%      | 0%            | 27%                   |
| AF4               | 38%     | 27%            | 1%                  | 2%                             | 3%                     | 2%      | 71%           | 14%                   |
| AF5               | 3%      | 38%            | 0%                  | 5%                             | 0%                     | 0%      | 0%            | 13%                   |
| AF6               | 9%      | 2%             | 0%                  | 3%                             | 0%                     | 9%      | 0%            | 2%                    |
| AF7               | 0%      | 0%             | 0%                  | 0%                             | 0%                     | 0%      | 0%            | 0%                    |
| AF8               | 51%     | 30%            | 18%                 | 3%                             | 13%                    | 90%     | 29%           | 22%                   |
|                   | 100%    | 100%           | 100%                | 100%                           | 100%                   | 100%    | 100%          | 100%                  |

Fuente: Elaboración propia.

## *a) Empresas petroleras públicas (PDVSA)*

### *i. Activos financieros*

- Petróleos de Venezuela (PDVSA) presenta un activo de Bs. 29.428 millones para el año 2005 (7% del activo financiero de la economía total) y Bs 203.073.656 millones para el año 2011 (8% del activo financiero de la economía total).
- Como se muestra en los anteriores Gráficas, la mayor tenencia de activo financiero de PDVSA se corresponde con el instrumento Otras cuentas por cobrar/pagar (AF8), equivalente 75% en promedio para los dos años de estudio. En particular, este instrumento presenta dichos saldos gracias a la cuenta de Anticipos y Créditos Comerciales (AF81) y a la cuenta Otras cuentas por pagar/por cobrar (AF823).
- Los Anticipos y Créditos Comerciales (AF81) abarcan el 41% del activo financiero de PDVSA para el año 2005 y el 30% para el año 2011, se corresponden en buena medida con las cuentas por cobrar que tiene PDVSA por concepto de su actividad comercial (facturación petrolera).
- Los saldos de Otras cuentas por pagar/por cobrar (AF823), en el caso de PDVSA, se corresponde con las otras cuentas por pagar/por cobrar presentes en los estados financieros. Para el caso de PDVSA, en sus estados financieros auditados (PDVSA, 2004; PDVSA, 2010) muestran que buena parte de estos montos provienen de cuentas por cobrar no corrientes (cuentas por cobrar por convenios energéticos en el exterior, contra entidades no relacionadas y empleados). Adicionalmente, una parte importante del monto proviene de cuentas por cobrar/pagar diversas contra el sector intermediación financiera.

- Otro instrumento que posee gran importancia relativa en el balance general, por el lado del activo, es Dinero legal y depósitos (AF2), que representa el 21% del activo financiero para el año 2005 y 17% para el 2011. Este instrumento financiero, en el caso de PDVSA está compuesto por Depósitos Transferibles en el país en moneda nacional (AF2311) y Depósitos a plazo en moneda nacional en el país (AF2411). **En su mayoría, estos depósitos son los provenientes de la venta de divisas al BCV para financiar sus gastos operativos y de mantenimiento y se corresponde con el componente de mayor crecimiento entre los años de estudio de la base monetaria** . Es importante mencionar que los saldos del 2011 corresponden a cerca de USD. 11.360 millones, que representa un incremento del 1300% con respecto al año 2005.

## *ii. Pasivos*

- Por el lado del pasivo, hay tres instrumentos merecen referencia: en primer lugar, Otras cuentas por pagar/por cobrar (AF823), luego Bonos Quirografarios (AF3) y por último, Préstamos en el exterior (AF42). En cuanto a AF823, los estados financieros auditados (PDVSA, 2004; PDVSA, 2010) muestran, que una de las cuentas más influyentes se corresponde con las acumulaciones por pagar a contratistas, que es consistente con los flujos cruzados de PDVSA contra el sector firmas. Otros instrumentos influyentes en esta categoría son las cuentas por pagar a entes relacionados y las cuentas por pagar de acumulación de filiales.
- Los Bonos Quirografarios (AF3) tienen un monto muy pequeño para el año 2005 aunque presenta un importante monto para el 2011 (cerca del 26% del pasivo de PDVSA). Esta cuenta se corresponde a la deuda financiera de PDVSA que ha aumentado considerablemente entre los años de estudio (aproximadamente Bs. 107.114 millones de bolívares). **Este monto a penas**

**ascendía a USD 1.000 millones para el año 2005, pero alcanza los USD 25.000 para el año 2011, como consecuencia de un fuerte incremento de la base monetaria derivada del señoreaje del sector público.**

- El incremento de este instrumento viene explicado en gran medida, por la caída en la participación de los préstamos (AF4) en el pasivo de PDVSA, pasando de 37% en el 2005 a 10% en el 2011. Aunque la partida está aumentando en valores absolutos, su participación cae dado que la tasa de crecimiento de este instrumento es menor a la tasa de crecimiento del pasivo del sector. En específico, y consistentemente con los resultados obtenidos en AF33, la partida financiera con mayor caída relativa fue Préstamos en el exterior (AF422), pasando del 22% del pasivo de PDVSA en el 2005 a solo el 5% en el 2011. Esto tiene incidencia pues quiere decir que el mecanismo de financiamiento de PDVSA migró desde préstamos hacia deuda financiera.

#### *b) Firmas (e-otr)*

##### *i. Activos financieros*

- Uno de los objetivos fundamentales del desarrollo de la metodología para la consolidación de las cuentas de balance era dotar al sector firmas de robustez estadística. Aunque en buena medida, a juicio del autor, esto se ha logrado, aún deben analizarse los resultados con cautela. Particularmente teniendo presentes que los topes que se tomaron para este sector, provenientes del CEIVEN, se derivan de una estimación anterior consistente en agregar los flujos financieros y otras variaciones de activo, al balance de cierre (ya de por sí no consolidado) del año 2009.

- Las firmas poseen saldos por el lado del activo de Bs. 152.655 y Bs. 609.932 millones para los años 2005 y 2011 respectivamente. Los principales instrumentos que aportan a este sector son: Dinero legal y depósitos (AF2, correspondiente al 52% de sus activos para el año 2005 y al 57% para el 2011), Valores de deuda (AF3, correspondiente al 23% de sus activos para el año 2005 y al 6% para el 2011) y Otras cuentas por cobrar/pagar (AF8, correspondiente al 14% de sus activos para el año 2005 y al 30% para el 2011).
- El instrumento Dinero legal y depósitos viene explicada fundamentalmente por el monto de los depósitos transferibles en el país (AF221), que abarca el 8% del activo financiero para el 2005 y el 17% del activo financiero para el 2011 y por una cuenta en la que vale la pena detenerse a analizar, la cuenta Otros depósitos en el exterior (AF282).
- **El instrumento Otros depósitos en el exterior (AF282) representa el 40% de los activos financieros del sector para el año 2005 y el 32% para el 2011 y viene explicada por los depósitos que las firmas tienen en el exterior**, lo cual puede ser comprobado cuando se cruzan los flujos del sector firmas con el resto del mundo. Por lo tanto, esta partida es muy importante como radiografía de la confianza del sector privado en la economía. Los montos de Otros depósitos en el exterior (AF282) representan el 29% del PIB para el año 2005 y el 20% del PIB para el 2011<sup>37</sup>, ascendiendo a USD 71.902 millones de dólares para el año 2011. **Este importante monto explica que aún en un contexto de incremento del gasto público per cápita producto de los más**

---

<sup>37</sup> Es importante mencionar que aunque se conoce el monto total de Otros Depósitos en el exterior para el sector privado (firmas y hogares) gracias a las cuentas de la balanza de pagos, se desconoce en qué proporción pertenecen por un lado a las firmas, y por otro, a los hogares. El autor toma como supuesto que las firmas tienen el 33,3% de los saldos de esta cuenta y los hogares el 66,7% restante. Por lo tanto, es posible que este monto se encuentre subestimado o sobreestimado, pero no así deja de ser una proporción importante del PIB.

**altos precios petroleros registrados por el país, buena parte de los ingresos percibidos se transformaron en depósitos en el extranjero, más aún en el contexto de un subsidio cambiario como lo era CADIVI.**

- En cuanto a Valores de deuda (AF3), es necesario aclarar que los instrumentos que explican estos saldos varían entre 2005 y 2011. Para el año 2005, el instrumento con mayor participación sobre el activo financiero era Títulos valores emitidos por el Gobierno (12%), seguido por otros títulos valores (8%) y finalmente, certificados de ahorro (3%). Para el año 2011, el instrumento con mayor participación es certificados de depósito (3%), seguido por bonos quirografarios (2%) y finalmente, Títulos valores emitidos por el Gobierno (1%). Por lo tanto, se evidencia que la partida AF3 pasa de ser el 22% del activo financiero del sector para el año 2005 al 4% para el año 2011<sup>38</sup>.
- En cuanto a Otras cuentas por cobrar/pagar debe analizarse con cuidado, debido a que el CEIVEN, de donde se extrajo el monto, calcula esta partida de forma residual. Como posible interpretación se tiene que esta cuenta corresponde a la cuenta de otros activos de las empresas, que aparecen en sus balances generales, pero a nivel nacional.

## *ii. Pasivos*

- Por el lado del pasivo, el instrumento firmas muestra tres grandes instrumentos financieros que contribuyen al saldo: préstamos (AF4), Participaciones de capital (AF5) y otras cuentas por cobrar/pagar en el país (AF8). Estas tres cuentas explican en promedio, el 94% del valor del pasivo.

---

<sup>38</sup> Es posible que este monto se encuentre subestimado como consecuencia de que esta partida no ha seguido un patrón visible en el periodo 2005-2011, por lo que no es fácil estimar este saldo.

- La categoría de préstamos, que representa el 21% de los pasivos del sector para el 2005 y el 44% para el 2011, se entiende como aquellos recursos recibidos mayormente del por el sector financiero doméstico para financiar sus actividades productivas. La SUDEBAN divide estos préstamos en créditos hipotecarios, microcréditos, créditos agrícolas, créditos al turismo y crédito a la manufactura.
- La categoría Participaciones de capital y acciones en Fondos de Inversiones (AF5)<sup>39</sup>, se correspondía al 38% de los saldos de los pasivos para el 2005, sin embargo, esta proporción cae a 14% para el año 2011. **La explicación de esto tiene que ver con la distorsión del esquema de formación bruto de capital fijo del sector privado producto del choque petrolero, lo que genera una caída en la productividad de determinados sectores productivos (Zambrano Sequín, 2015) por un lado; como consecuencia de las políticas gubernamentales de expropiaciones y asedio a la propiedad privada, reduciendo el incentivo al incremento del capital social, por otro lado; y finalmente, como consecuencia de la creciente inflación que genera más rentable el endeudamiento a partir de préstamos que el apalancamiento de la empresa gracias a los accionistas.**
- Finalmente, en cuanto a Otras cuentas por cobrar/pagar (AF8), se hace la misma salvedad que por el lado del activo. Aunque esta cuenta representa el 30% del pasivo para el 2005 y el 39% para el 2011, es calculada en el CEIVEN como un residuo. Ésta corresponde con las otras cuentas por cobrar que poseen las firmas contra la economía doméstica, que en su mayoría abarca la cuenta “otros pasivos” en sus balances generales.

---

<sup>39</sup> Con anterioridad se había mencionado que a diferencia de la contabilidad mercantil, la contabilidad nacional considera al patrimonio accionario como un pasivo. Esta cuenta, mayormente explicada por acciones en el país, se corresponde con el capital social a nivel nacional, e inversión de cartera e inversión en títulos de participación de capital, a nivel de resto del mundo.

#### *V.1.2.1.3. Banco Central (BCV)*

##### *i. Activos financieros*

- El Banco Central de Venezuela es la principal institución en el país encargada de velar por la política monetaria, manejo de reservas internacionales, regulación del sistema financiero, entre otras funciones. Posee por el lado del activo, un saldo de Bs. 48.219 millones en el 2005 y Bs. 183.001 millones en el 2011. Existen tres categorías de relevancia que explican estos montos, por el lado del activo: Oro monetario y DEG (AF1), Dinero legal y depósitos (AF2) y Valores de Deuda (AF3) y préstamos.
- La cuenta Oro Monetario y DEG (AF1) abarca en promedio el 24% de los activos financieros y se corresponden con los principales instrumentos de reserva con los que cuenta el BCV, además considerando que únicamente esta institución se encuentra facultada a mantenerlos. Es importante hacer énfasis en el hecho de que el oro monetario no posee contrapartida monetaria porque se asume como un stock de la economía. **El incremento de la partida AF1 genera, por su parte, un importante incremento en el volumen de la masa monetaria, a partir de una mejora en las utilidades cambiarias del BCV, siguiendo el primer canal del señoreaje presentado con anterioridad.**
- Por otro lado, Dinero legal y depósitos (AF2) abarca el 52% de los activos financieros del sector para el 2005, pero este monto se precipita a 18% para el 2011. La razón de ello es que aunque los instrumentos financieros que la nutren presentan un incremento en términos absoluto entre los dos años, lo hacen a una tasa menor que la de otros activos del BCV. **La lectura que se obtiene de esto, es que en gran medida, los incrementos en los activos financieros del BCV entre los años de estudio no vienen siendo impulsados por un incremento en las reservas internacionales.**

- Finalmente, la cuenta Valores de Deuda (AF3) tiene una importancia relativa vital para esbozar el panorama financiero nacional, pues se corresponden con las cuentas de Títulos valores emitidos por el gobierno (AF31) y Bonos Quirografarios (AF33). La primera abarcaba el 22% de los activos del BCV en el 2005 (pero cae a 10% para el 2011) **y representa el segundo mecanismo de financiamiento del déficit fiscal gubernamental a partir de la compra al sector privado e instituciones financieras de títulos valores por parte del gobierno para así emitir base monetaria.** La razón de la caída de esta cuenta responde a que, aunque la deuda interna del gobierno se ha incrementado considerablemente, se optaron por mecanismos de financiamiento del déficit más directos a partir del año 2009 (transferencias a FONDEN, bonos de PDVSA, entre otros).
- En cuanto al segundo instrumentos, bonos quirografarios, como se ha mencionado, corresponde con el financiamiento del BCV a PDVSA a partir de la reforma de la ley del BCV del año 2009. Esto es consistente con los saldos que cuyas proporciones respecto al activo financiero en el 2005 eran menores al 1%, pero se dispara a 21% del activo financiero en el 2011. **El crecimiento en las tenencias de activos del BCV de los saldos de la deuda de PDVSA se ha multiplicado entre el 2005 y el 2011 en 140 veces, mientras que la de los títulos valores del gobierno solo lo ha hecho en 0,83 veces.**
- Finalmente, una cuenta de relevancia para el sector, se corresponde con Préstamos (AF4), que era equivalente al 2% de los activos del BCV en el 2005, pero que asciende a 16% en el año 2011. **Principalmente, esta partida se nutre de pagarés destinados a financiar el crédito público, y en su gran mayoría, de PDVSA. Por lo tanto, no solo el BCV inicia el financiamiento vía deuda financiera a PDVSA en el año 2009, sino que además mantiene importantes saldos a favor en términos de pagarés.**

## *ii. Pasivos*

- Por el lado del pasivo, el BCV presenta saldos de Bs. 46.766 millones para el 2005 y Bs. 189.332 millones para el 2011. Estos saldos son principalmente explicados por las cuentas Dinero legal y depósitos (AF2) y Valores de Deuda (AF3).
- La cuenta Dinero legal y depósitos (AF2) representa en el 65% de los pasivos en el 2005 y el 90% en el 2011, cónsonamente con las funciones de la autoridad monetaria. El comportamiento de este saldo es fundamentalmente explicado por la cuenta Dinero legal (AF21, el 20% del activo financiero en promedio) y por la cuenta Depósitos transferibles (AF22, en promedio, en promedio, el 53% del activo financiero). **Esta cuenta, una de las más importantes del análisis, representa el crecimiento de la base monetaria entre los años de estudio.**
- Finalmente, la cuenta Valores de Deuda (AF3) aunque tiene una importancia relativa considerablemente menor que las cuentas anteriores, abarcando solo el 16% del pasivo del año 2005 y el 7% para el 2011, tiene como única cuenta con saldos la partida Títulos valores emitidos por el banco central (AF32). La caída drástica en el monto de esta partida tiene que ver con que a penas se incrementó en valores absolutos entre los años de estudio, a una tasa del 22%. **Una posible interpretación que posee el comportamiento de este instrumento puede ser la pérdida de efectividad de los mecanismos para drenar liquidez, dado que a medida que disminuye la tasa de crecimiento de la oferta de títulos valores del BCV, se incrementa aceleradamente la base monetaria.**

## *c) Intermediación financiera (IF)*

### *i. Activos financieros*

- El sector intermediación financiera, que abarca mayormente al sector bancario, así como a los auxliadores financieros y corporaciones dedicadas al mercado de seguros y pensiones, entre otros; presenta un activo financiero de Bs. 77.907 millones para el año 2005 y Bs. 665.543 millones para el año 2011. Tal incremento por el lado de sus activos, lo vuelve el primer sector institucional con mayores saldos en el país en el año 2011.
- Cuando se analiza la composición de su activo para ambos años, se evidencia que no existe ningún instrumento financiero que aporte al activo del sector en más del 35% para ninguno de los años. Sin embargo, si se toman únicamente tres partidas, ellas explican el 87% de los saldos del sector para el año 2005; y el 84% para el año 2011. Esas partidas son: Dinero legal y depósitos (AF2), Valores de deuda (AF3) y Préstamos (AF4).
- La categoría Dinero legal y depósitos (AF2) representa el 25% del activo financiero del sector para el año 2005 y el 22% para el año 2011. Ésta se ve explicada fundamentalmente por los saldos de Depósitos Transferibles (AF22, 11% para el año 2005 y 14% para el año 2011) y Depósitos a plazos (AF23, 11% para el año 2005 y 9% para el 2011). **Estos montos se corresponden fundamentalmente a los depósitos por concepto de encaje legal y reserva de caja, así como los depósitos de los bancos entre ellos.**
- La categoría de Valores de deuda (AF3) representa el 33% del activo financiero del sector para el año 2005 y el 24% para el año 2011. Para el caso de la IF, esta cuenta es principalmente explicada por las tenencias de Títulos valores emitidos por el gobierno y Títulos valores emitidos por el banco central. De hecho, con respecto a esta última, las corporaciones financieras poseen el saldo del 83% de los pasivos por concepto de deuda del BCV para ambos años. **Es decir, el principal acreedor de los valores de deuda del banco central es el**

sector financiero. Tampoco es casualidad que las instituciones financieras tengan tanta proporción de sus activos en instrumentos de deuda del gobierno pues, como mencionamos con anterioridad, éste es también un mecanismo de financiamiento monetario, a través de la subsecuente venta de estos títulos al BCV a cambio de la emisión de base monetaria. Buena parte de estos títulos valores se encuentran en tenencias de sociedades financieras públicas quiénes se ven obligadas a la compra de los títulos de deuda interna.

- Finalmente, el último instrumento relevante del activo financiero, los préstamos en el país (AF41) corresponden al 29% y al 35% de los activos financieros del sector para los años 2005 y 2011, respectivamente. Este instrumento se corresponde con la principal actividad del sector. **Un aspecto preocupante es que los préstamos no tengan considerablemente mayores montos que otras categorías de activos financieros, lo que implica que en buena medida, la intermediación financiera se encuentra subyugada fuertemente a los objetivos políticos de la autoridad monetaria, y que no se encuentra lo suficientemente profundizado el mercado bancario para incrementar la actividad financiera.** Un aspecto que puede explicar este incremento en el volumen de crédito es la creciente inflación que genera incentivos al endeudamiento.

## *ii. Pasivos*

- Por el lado del pasivo, la intermediación financiera posee saldos de Bs. 72.775 para el año 2005 y Bs. 667.543 para el 2011. Las principales dos categorías que explican estos saldos se corresponden con Dinero legal y depósitos (AF2) y Valores de Deuda (AF3), que explican, en promedio, el 77% del pasivo.

- La cuenta Dinero legal y depósitos (AF2) se corresponde con la principal actividad del sector bancario de una economía, que es el mantenimiento de los saldos excedentes de los agentes, a través de los distintos instrumentos de captación. Los instrumentos de mayor participación son los depósitos transferibles (AF22) y los depósitos a plazos (AF23).
- Una cuenta de particular interés, no obstante, consiste en el instrumento Préstamos en el exterior (AF42) que presenta saldos para el año 2005 de Bs. 174 pero cuyo monto asciende a Bs. 49.446 en el año 2011. **La explicación de esto es la aparición del Fondo de Cooperación Chino-Venezuela, quien posee saldos cercanos a USD.19.017 millones de deuda contra el Banco de Desarrollo Económico y Social (BANDES), mapeado como sociedad financiera pública.**
- Por otro lado, la cuenta Valores de Deuda (AF3), que explica en promedio para los dos años, el 17% del saldo del pasivo del sector, viene principalmente explicada por otros instrumentos de captación, en particular los certificados de ahorro (7%) y las inversiones en fideicomisos (10%).

### *c) Gobierno general (Gov)*

#### *i. Activos financieros*

- El gobierno general, que abarca el gobierno central, regional y municipal así como el Sistema de Seguridad Social, posee un saldo en activos financieros de Bs. 50.162 millones en el año 2005 y Bs. 147.960 millones en el año 2011. Estos montos abarcan fundamentalmente dos instrumentos: dinero legal y depósitos (AF2) y otras cuentas por cobrar y por pagar (AF8).

- La cuenta de dinero legal y depósitos (AF2) abarca el 51% del saldo de los activos financieros para el año 2005 y el 42% para el año 2011. Principalmente, estos montos se corresponden a las tenencias de depósitos mantenidas por el Banco Central. En específico, la cuenta con mayor participación es la de depósitos transferibles (AF22) que corresponde con el 38% y el 28% para los años 2005 y 2011 respectivamente.
- En cuanto a las otras cuentas por cobrar y por pagar (AF8), dos cuentas explican la mayoría de este monto, a saber, la cuenta de aportes a la seguridad social por cobrar/ por pagar (AF822) y la cuenta Intereses por cobrar y por pagar (AF821).

## *ii. Pasivo*

- Por el lado del pasivo, los saldos son de Bs. 98.821 para el año 2005 y Bs.242.130 para el año 2011. La mayor proporción de esta cuenta es explicada por la cuenta Valores de Deuda (AF3) que se corresponde con el 84% del pasivo para el 2005 y el 75% para el 2011.
- **La principal cuenta que contribuye a los saldos es la de Títulos valores emitidos por el gobierno (AF31), es atribuible a los bonos de deuda pública nacional que ha emitido el gobierno para su financiamiento. Esta partida ha crecido en un 117% entre los años de estudio. Esta cuenta también es esencial para el estudio de la salud de la economía y se corresponde con el 40% del PIB para el año 2005, aunque la proporción baja al 18% para el año 2011, dado que crece a una tasa muy inferior a la del PIB para el periodo de estudio (Zambrano Sequín, 2015).**

- Otro aspecto interesante de estudio de esta partida es cómo a partir del inicio de la política económica propiamente dicha del gobierno chavista, hubo el cambio en la proporción del endeudamiento interno público versus el externo. **Para el año 2005, la deuda interna representaba el 0,7024 de la externa, pero para el año 2011, la deuda interna representaba el 1,96 de su saldo, o lo que es lo mismo, consistentemente con lo reportado por el Ministerio de Planificación y Finanzas, la deuda externa solo representa el 33% del total. La razón de esto nuevamente tiene que ver con el interés del endeudamiento interno del gobierno en los primeros años, con el objetivo de incrementar la base monetaria.**

*d) Instituciones públicas sin fines de lucro (IPUBSFL)*

*i. Activos financieros*

- Las instituciones públicas sin fines de lucro, para el caso venezolano, incluyen principalmente a los institutos autónomos adscritos al gobierno, a los fondos financieros y de desarrollo, entre otros. Una primera observación a la hora de presentar los resultados es que las IPUBSLF fueron separadas en la HBF del Gobierno General para estudiar cómo, en los años de mayor bonanza petrolera y gasto extrapresupuestario, eran los saldos de estos entes. Sin embargo, al finalizar el trabajo se obtuvo que los montos que más relevancia tenían para el análisis (transferencias de BCV y PDVSA a FONDEN) no se realizaban haciendo uso de ningún instrumento financiero, sino por la vía de transferencias de monetarias que se destinan inmediatamente a proyectos.
- Las IPUBSFL presentan saldos de activos financieros por el orden de Bs. 13.743 para el año 2005 y Bs. 180.046.065 para el año 2011. Estos saldos son importantes pues incluso superan los del gobierno general para el último año. Estas partidas se ven nutridas fundamentalmente de tres cuentas: Valores de

Deuda (AF3), otras cuentas por cobrar/pagar (AF8), dinero legal y depósitos (AF2)

- En el caso de la cuenta Valores de Deuda (AF3), ella representa en el 2005 un total del 17% del activo financiero de las IPUBSFL, mientras que para el 2011 el monto asciende a 35%, volviéndose su principal activo. Principalmente, el instrumento financiero que más proporción tiene en este grupo de cuentas son los Títulos Valores emitidos por el gobierno (AF31). Sin embargo, esta cuenta presenta saldos en Certificados de ahorro (AF6) e inversiones en fondos de fideicomiso (AF7).
- Seguidamente, la cuenta otras cuentas por cobrar/pagar (AF8) representa el 40% de los activos de las IPUBSFL para el 2005, pero su participación baja a 22% para el 2011. Fundamentalmente, el instrumento con mayor saldos en este instrumento son las otras cuentas por cobrar/pagar en el país (AF8231). Tras cruzar los saldos con otros sectores institucionales se observa que el principal sector con el que interactúa es el gobierno general, a través de distintas cuentas por cobrar.
- La cuenta de dinero legal y depósitos (AF2) valorada en el 23% del activo financiero en el año 2005, aunque el monto baja a 19% en el 2011, se encuentra principalmente nutrida por la cuenta de depósitos a plazos (AF23) y la cuenta de otros depósitos en el país (AF281).

## *ii. Pasivos*

- Por el lado del pasivo, las IPUBSLF presentan saldos de Bs. 6.641 para el 2005 y Bs. 16.662. casi la totalidad del saldo (más del 90% en promedio para ambos años) se corresponde a la cuenta Otras cuentas por pagar en el país. Cuando se cruza la información con otros sectores institucionales, **se obtiene que dichos**

saldos se corresponden con cuentas por pagar a corto plazo con las sociedades públicas no petroleras, específicamente, con el Instituto Nacional de Desarrollo Rural.

*f) Hogares (HHD)*

*i. Activos financieros*

- Los hogares presentan saldos en el activo de Bs. 55.667 millones en el año 2005 y Bs. 578.660 millones en el 2011. Es uno de los sectores institucionales con mayores tenencias de activos. Éstos se ven nutridos fundamentalmente por varias partidas: el Dinero legal y depósitos (AF2), que explica para ambos años, el 89% del comportamiento de los activos de los hogares junto con otro par de cuentas que aunque cambian su valor relativo entre los años, siguen siendo explicativas: la cuenta Seguros, pensiones y sistemas de garantías normalizadas (AF6) y la cuenta Valores de deuda (AF3).
- La cuenta Dinero legal y depósitos (AF2) abarca todas las tenencias de depósitos y dinero que los hogares mantienen. En ambos años, la cuenta con mayor proporción del activo se corresponde a Otros Depósitos en el Exterior (55% para el 2005 y 57% para el 2011), que se corresponden con las tenencias de depósitos que los hogares mantienen en el exterior. **Esta cuenta es vital para el entendimiento del gasto público social en Venezuela: en el contexto del mayor boom petrolero de la historia, de máximos históricos tanto de gastos ordinarios fiscales y cuasifiscales en términos absolutos y per cápita, una parte central de toda la renta petrolera captada por los hogares fue a parar al extranjero, aún en presencia de controles cambiarios. Este saldo asciende desde USD 15.988 millones en el 2005 a casi USD 139.574 millones en el 2011, correspondiente al 40% del PIB de este último año.**

- En segundo nivel de importancia, se mantienen los depósitos transferibles en el país (AF221) que abarcan el 9% de los activos financieros de los hogares para el año 2005 y el monto asciende a 16% en el 2011. **Esto es consistente con el incremento de la base monetaria, pues eventualmente los saldos pasan de las instituciones públicas a manos de los hogares.**
- En segundo lugar se encuentra la cuenta Seguros, pensiones y sistemas de garantías normalizadas (AF6) que aunque representa solo el 0,51% de los saldos de los activos de los hogares en el 2011, asciende a casi 9% para el 2011, como consecuencia del incremento en el sistema de seguridad social entre esos años, como parte de la política social del gobierno.
- Finalmente, la última cuenta que tiene relevancia por el lado del activo para los hogares es la de Valores de deuda (AF3), que en este caso es explicada casi en su totalidad por los certificados de ahorro (AF36) cuya importancia relativa ha disminuido en el tiempo, desde 5% en 2005 a 1% en el 2011.

## *ii. Pasivos*

- Los hogares mantienen saldos de Bs. 5.409 millones para el 2005 y Bs. 78.055 millones para el 2011 para el caso del pasivo. Solo dos cuentas explican el 98% de los pasivos de los hogares, que son: Préstamos (AF4) y Otras cuentas por pagar y por cobrar (AF8).
- La cuenta préstamos se corresponde al 70% de los pasivos de los hogares para el año 2005 y al 60% para el año 2011. Mayormente, los préstamos en esta categoría se asocian a préstamos hipotecarios y por consumo.

- Por otro lado, Otras cuentas por pagar y por cobrar (AF8), que representa el 29% del pasivo para el 2005 pero que asciende a 39% para el 2011, está determinado por tres cuentas para el caso de los hogares: la primera es la cuenta de créditos comerciales en el país (AF8111) relacionada a créditos por consumo que, a diferencia de lo que se asienta a préstamo, tiene más naturaleza de corto plazo. **Esto es consistente con la presencia de tasas de interés reales negativas y su incidencia en el consumo.** Sin embargo, las cuentas que más relevancia tienen en AF8 para los hogares son la de intereses por cobrar/pagar (16% del pasivo) y luego otras cuentas por cobrar/pagar (12%).

*g) Resto del mundo (RoW)*

*i. Activos financieros*

- El estudio de los saldos del sector resto del mundo es crucial para entender la salud de una economía en un instante determinado. Los no residentes presentan un activo financiero de Bs. 133.352 para el año 2005 y Bs. 244.573 millones para el 2011.
- Estos saldos se ven explicados fundamentalmente no por pocas categorías para ambos años, debido a que este sector es sensible a los cambios en el comportamiento de otras unidades en la economía interna. Para el año 2005, los sectores que explicaban en mayor medida este saldo eran: Valores de deuda (AF3), que correspondía al 37% del activo, Participaciones de capital y acciones en FI (AF5) que representaba el 44% del total y en mucha menor medida, el instrumento préstamos (AF4, 14%) y otras cuentas por cobrar/por pagar (12%). Sin embargo, para el año 2011, aunque AF5 se mantiene aún como la primera partida (38%), aumenta en su importancia la cuenta AF8 (29%) y finalmente, la cuenta Valores de deuda (AF3).

- La partida Participaciones de capital y acciones en FI (AF5), en el contexto del resto del mundo, es principalmente determinada por dos cuentas dentro de los saldos de deuda externa: inversión extranjera directa y títulos de participación de capital, siendo la primera un monto considerablemente mayor que la segunda. Puntualmente, casi el 99% del monto de la partida, en promedio, es determinado por la cuenta de acciones (AF5122). Dividido en acciones en el país (AF5121, cerca del 13% del total de la cuenta) y acciones en el exterior (AF5122, aproximadamente el 25% del total del activo). Lo que quiere decir, en buena medida, **es el flujo de Inversión Extranjera Directa (IED) y formación bruta de capital fijo que tuvo Venezuela entre los años de estudio desde el exterior se ha incrementado en entre los años en un 37%, aunque ha caído muy por debajo en términos relativos de los totales domésticos.**
- La partida de Valores de deuda (AF3) para el año 2005 depende en casi su totalidad de la partida Títulos valores emitidos por el gobierno (AF31), que representaba cerca del 35% de las tenencias de activos de los no residentes. Para el año 2011 la situación cambia un poco: aunque AF31 mantiene su posición como la partida con mayor contribución con un 12%, aparece la cuenta de Bonos Quirografarios (AF33), correspondiente, mayormente a la deuda financiera de PDVSA.
- Finalmente, la partida de otras cuentas por cobrar/por pagar (AF8) posee dos cuentas fundamentalmente que explican su comportamiento: por un lado la partida de créditos comerciales (AF811) representa para el año 2005 el 9% del activo de los no residentes, mientras que la cuenta intereses por cobrar/por pagar (AF822) representaba el 3%. Sin embargo, para el año 2011, la partida AF811 aumenta su participación a 14% del activo del resto del mundo, a la par que la cuenta de AF822 llega al 13,8%. Los créditos comerciales en el exterior,

asociados, principalmente a PDVSA, tuvieron un crecimiento del 343% nominalmente hablando.

- Finalmente, hay un último aspecto importante a resaltar en el estudio de la composición de activos financieros y pasivos del resto del mundo y es relativo a las proporciones. Tal como se evidencia en las gráficas, el resto del mundo tiene una composición de más del 100% en sus activos financieros. La justificación de esto tiene que ver con cómo se tratan las cuentas de AF1, asentadas con un signo negativo por el lado del activo para el resto del mundo. Esto lleva a que, si se suman los valores absolutos, se obtenga una tenencia del 107% para el 2005 y 114% para el 2011, pero que al considerar los saldos de AF1, se lleve a una composición del 100%.

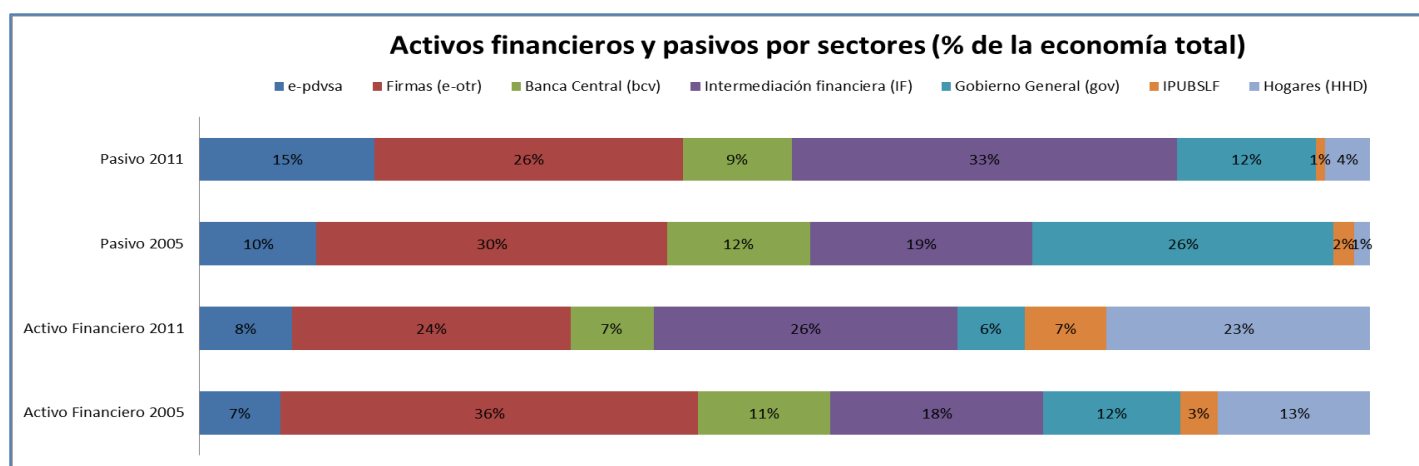
## *ii. Pasivos*

- Por el lado del pasivo, los no residentes tienen saldos de Bs. 177.606 millones en el 2005 y Bs. 784.659 millones en el 2011. Sin embargo, es fundamentalmente una cuenta la que explica el 80% de los saldos por el pasivo: Dinero legal y depósitos (AF2). En específico, la cuenta **Otros depósitos en el exterior (AF282) que se corresponde, como hemos especificado con anterioridad, a los depósitos que posee el sector privado (firmas y hogares) en el exterior.**

A modo de cierre, la Gráfica N°15 muestra la desagregación de los activos financieros y pasivos que cada sector posee para ambos años, expresado como proporción de los saldos de la economía total. En dicha gráfica es posible visualizar los cambios en las participaciones de cada instrumento financiero para cada sector institucional entre el 2005 y el 2011.

## Gráfica N°15

Activos financieros y pasivos por sectores como porcentaje del total  
Proporción de la economía total



Fuente: Elaboración propia

De dicha gráfica se pueden extraer conclusiones importantes:

- Por el lado del pasivo, para el año 2005, el sector que más poseía saldos eran las firmas (30%), seguidas por el gobierno general (26%) y finalmente, el sector financiero (19%). Sin embargo, el escenario cambia para el año 2011, donde el sector financiero se vuelve el primero de la economía (33%), seguido por el no financiero (28%) y finalmente, el petrolero.
- Por el lado del activo financiero se observa un comportamiento similar: en el año 2005, los sectores que más contribuyen al activo nacional son las firmas (36%), el sector financiero (18%) y finalmente, aunque por una diferencia de un punto porcentual respecto al cuarto lugar, los hogares (13%). Para el año 2011, las firmas reducen su participación al 23,56%, seguida de los hogares (23%) y finalmente, el sector financiero (25%).

- Una última observación importante corresponde a las instituciones públicas sin fines de lucro, que aunque representaban un monto mínimo tanto por el lado del activo financiero como del lado financiero para el año 2005, esta situación se revierte para el 2011. Aunque sigue manejando saldos pequeños en términos relativos, su participación en el pasivo nacional disminuye 53% en los años de estudio, a la vez que su activo se incrementa en un 120%, ubicándose incluso por encima del gobierno en saldos de valor neto financiero y tenencias de activos.

En general, esta gráfica habla sobre el panorama general de la economía venezolana. Por un lado, inicialmente partimos de un sistema donde la fuerza económica primordial por el lado del activo era la privada, con un sector financiero robusto relativamente hablando. Sin embargo, para el año 2011, a la vez que el sector privado se debilita considerablemente, el sector financiero despegue en términos relativos como consecuencia del incremento en títulos valores y del préstamo comercial, así como lo hace el sector hogares fundamentalmente por la importante recepción de rentas petroleras que recibe en los años de estudio. Las IPUBSLF también evidencian entre los años de estudio, una fuerte recuperación por el lado del activo, principalmente impulsado por el FONDEN. Como consecuencia de su descapitalización y funcionamiento como merca institución financiadora de déficit fiscales, el BCV reduce su riqueza financiera.

Por el lado del pasivo, el fortísimo incremento en la base monetaria principalmente genera el crecimiento en términos relativos de los intermediarios financieros, en especial, las sociedades de depósito. Bajo ese mismo escenario, se presenta un importante crecimiento del pasivo de PDVSA fundamentalmente impulsado por sus actividades de endeudamiento financiero (bonos quirografarios), además de incurrir en actividades de financiamiento público haciendo uso del señoreaje y la descapitalización por constantes transferencias de capital al FONDEN.

## V.2. Análisis comparativo regional de la HBF de Venezuela

Una vez finalizado lo relacionado al análisis intersectorial de la HBF de Venezuela, se hace relevante hacer la comparación sobre cómo se posiciona Venezuela con respecto a algunos pares de la región como lo son Chile y Colombia. La razón de la selección de dichos países se corresponde a que Chile es parte de la OECD y Colombia es colaborador de la misma organización, por lo que ambos siguen sus criterios de publicación de cuentas nacionales, en particular, las asociadas a la Hoja de Balance Financiera. Otros países como México o Brasil, que también pertenecen a la región o son colaboradores, presentan parcialmente estas estadísticas, no mostrando ni siquiera saldos consolidados. Por ello, se decidió limitar al análisis, exclusivamente, a una comparación superficial de las HBF de Venezuela contra las de Chile y Colombia.

Iniciaremos por analizar ciertos indicadores del valor neto financiero. En la Gráfica N°16 se presentan los saldos de activos financieros, pasivos y valor neto financiero para los países selectos. De dicha gráfica se desprenden ciertos comentarios:

- El primer aspecto que es necesario resaltar es que Venezuela es el único de los tres países que presenta un VNF positivo, es decir, que sus activos financieros superan a sus pasivos para ambos años de estudio. No así ocurre con el caso de Chile y Colombia que reportan una riqueza financiera negativa, aunque pequeña, que corresponde con USD 35.012 millones y USD 29.632 millones para el caso de Chile y USD 31.042 millones y USD 65.645 millones para los años 2005 y 2011 respectivamente<sup>40</sup>.
- En cuanto al análisis por el lado del activo financiero, se observa que para el año 2005, Venezuela era el país con menor nivel de activos financieros de los tres, aunque también lo eran sus pasivos. En este escenario, Colombia

---

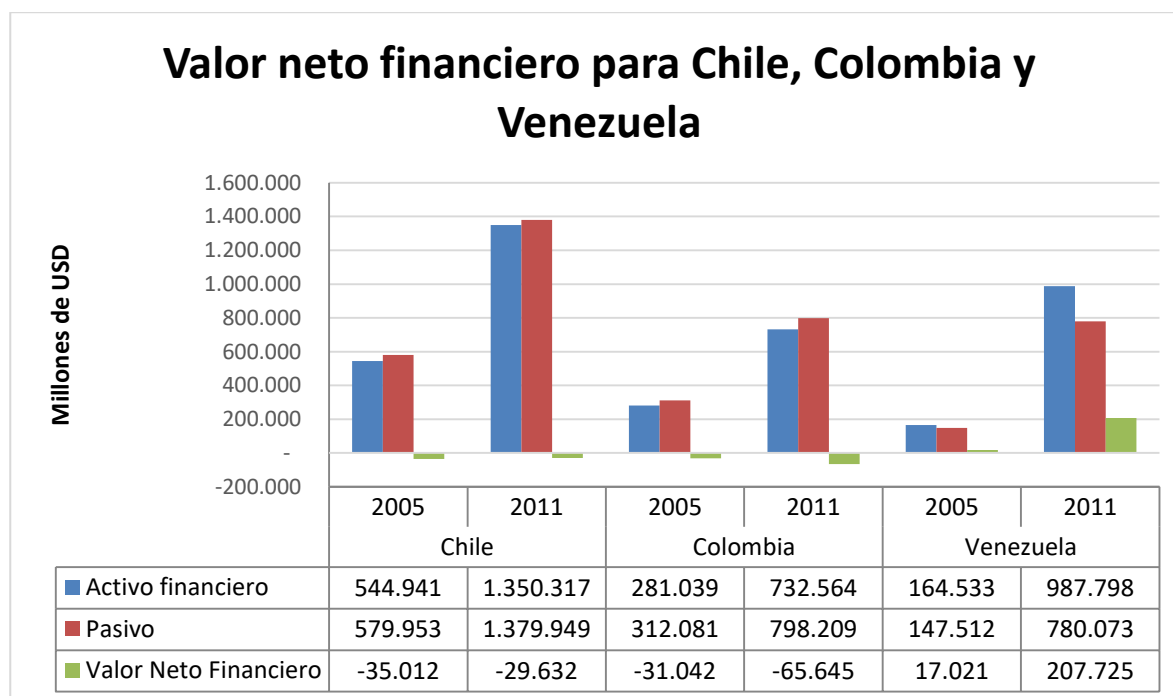
<sup>40</sup> El tipo de cambio utilizado para el cálculo es el corriente, de venta, al cierre del año.

prácticamente duplicaba el monto de los activos financieros de Venezuela, los cuáles eran cerca del 26% de los de Chile.

- Sin embargo, en el año 2011, mientras Venezuela había incrementado sus saldos de activos en 530%, Colombia a penas la incrementó en un 161%, generando que Venezuela la sobrepasara. Por otro lado, aunque Chile tuvo el menor crecimiento en su activo (148%), tuvo un importante crecimiento en términos absolutos (USD.805.377 millones), comparado contra Colombia (USD.451.525 millones), aunque fue superado por Venezuela (USD.823.266). Bajo este escenario, Venezuela alcanza cerca del 77% de los activos financieros de Chile en el año 2011.

#### Gráfica N°16

Activos financieros y pasivos para Chile, Colombia y Venezuela, años 2005 y 2011  
Millones de USD



Fuente: OECD, HBF. Elaboración propia.

- Por el lado del pasivo, ocurre un aspecto interesante: en el año 2005, Chile es el país con mayores saldos por el lado del pasivo, le sigue Colombia y finalmente, Venezuela. Entre estos dos últimos, los pasivos de Colombia superan en 2,12 veces a los de Venezuela.
- No obstante, para el año 2011, los pasivos crecen a tasas superiores del 100% para los tres países, a tasas del 138%, 156% y 479% para Chile, Colombia y Venezuela respectivamente. Es decir, aunque el incremento del activo de Venezuela fue el mayor en términos absolutos y relativos, también lo fue su pasivo.
- Para el caso chileno, su tasa de crecimiento del activo fue mayor que la del pasivo, generando un leve decrecimiento de su riqueza financiera neta negativa, en un 15% (una caída de USD 5.380 millones en términos absolutos). Por su parte, Colombia experimenta un mayor decrecimiento en su valor neto financiero en 111% (USD. 34.602 millones). Venezuela, en cambio, incrementa su valor neto financiero entre los ambos de estudio en 1120% en términos relativos (USD. 190.705 millones).

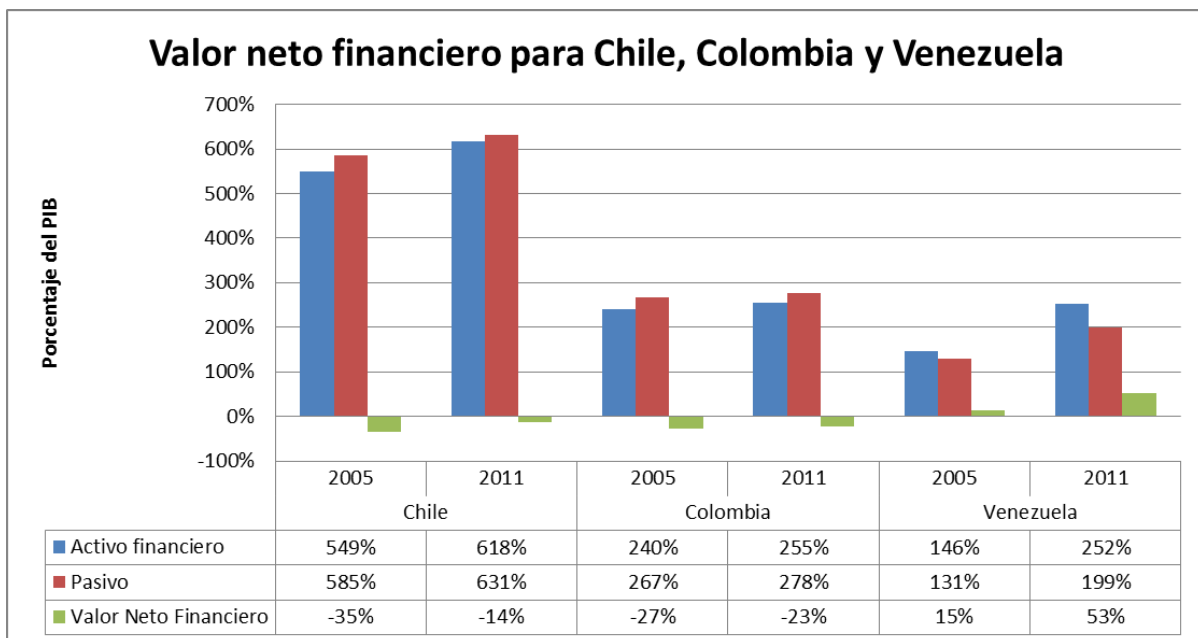
Los resultados anteriores es posible analizarlos en términos de proporción sobre el PIB nominal de cada país para ambos años de estudio. Al respecto, se realizan los siguientes comentarios:

- Tanto para el año 2005 y 2011, Chile posee las mayores proporciones de activos financieros y pasivo como porcentaje del PIB comparado con Colombia y Venezuela. Por ejemplo, para el año 2005, los activos financieros de Chile como proporción del PIB superaba 2,28 veces a los de Colombia y 3,45 veces a los de Venezuela. Ocurre algo similar con los pasivos.

- El orden de activos financieros y pasivos cambia respecto a los resultados provenientes de los millones de dólares: Venezuela, en este caso, posee los menores activos financieros y pasivos como porcentaje del PIB siendo superado por Colombia en más de 90 puntos porcentajes en el 2005, pero a penas 3 puntos porcentuales en el 2011. En el caso del pasivo, sin embargo, Colombia excede a Venezuela en 136 puntos porcentuales en el año 2005 y en 80 puntos porcentuales en el 2011.
- De forma consistente con los montos en valores absolutos, Chile redujo su déficit en valores relativos de riqueza financiera, entre los años 2005 y 2011. Sin embargo, Colombia también lo hizo, lo cual demuestra un cambio con respecto a los montos en millones de dólares.

#### Gráfica N°15

Activos financieros y pasivos para Chile, Colombia y Venezuela, años 2005 y 2011  
Proporción del PIB



Fuente: OECD, HBF. Elaboración propia.

Analizando los montos en términos per cápita, presentado en la Gráfica N°17, pueden resaltarse algunos aspectos:

- Para el año 2005, el los activos financieros per cápita de Venezuela (USD. 6.143) superaba al de Colombia (USD. 6.493), pero era cinco veces inferior al de Chile (USD 33.739).
- Para el año 2011, la situación se revierte entre Colombia y Venezuela, cuando el activo financiero per cápita de Venezuela alcanza el monto de USD.34.029, superando en 2,24 veces al de Colombia (dada una tasa de crecimiento del 480%). Sin embargo, incluso en ese escenario, el activo financiero per cápita de Venezuela es a penas el 43% del de Chile.
- Por el lado del pasivo per cápita, la situación es similar. Aunque los pasivos de Colombia eran mayores a los de Venezuela en el año 2005, crecieron a una tasa del 141%, inferior a la del 434% de Venezuela, por lo que Colombia finaliza el 2010 con saldos inferiores por el lado del activo financiero y del pasivo per cápita.
- Análogamente al lado de los activos financieros, los pasivos de Venezuela representan únicamente un 36% para el caso de Chile. En cuanto a Colombia, la brecha entre ésta y Chile se mantiene constante en 21% entre los años 2005 y 2011.
- En términos per cápita se repite la tendencia observada en los casos anteriores: Chile disminuye su déficit de la riqueza financiera en USD 425 per cápita, a la par que Colombia ahonda la brecha por USD 725 y Venezuela alcanza una riqueza financiera per cápita de USD.6342 en el 2011 (un aumento de USD 5.707 con respecto al 2005).

### Gráfica N°17

Activos financieros y pasivos para Chile, Colombia y Venezuela, años 2005 y 2011  
Dólares por persona



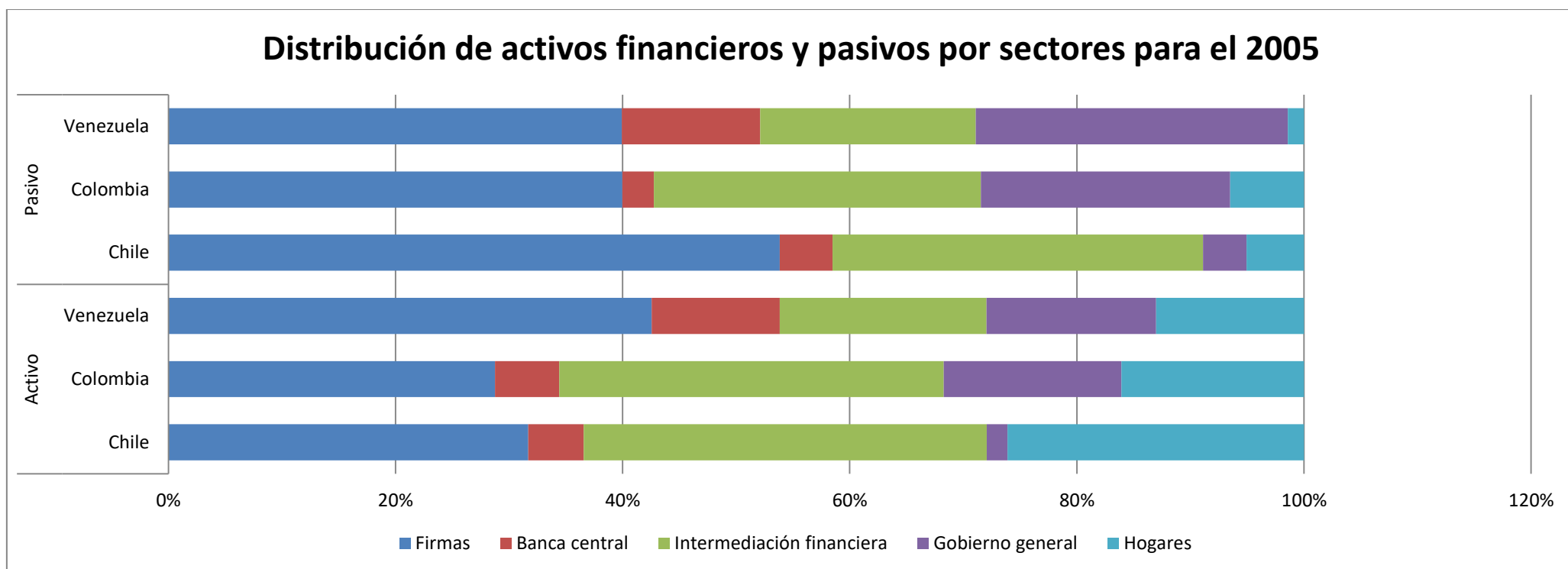
Fuente: OECD, HBF. Elaboración propia.

Una vez finalizado el análisis general de los activos financieros, pasivos y riqueza financiera nacional, se hace pertinente el estudio a nivel sectorial. A diferencia de la sección anterior, este análisis será mucho más superficial, intentando únicamente comparar tendencias en los acervos y su composición, sin ahondar en detalles descriptivos. Se inicia el análisis presentando los saldos totales de activos financieros, pasivos y valor neto financiero de cada sector institucional para ambos años de estudio. En primer lugar, es de hacer notar que para el caso venezolano se sumaron los saldos de PDVSA con las de las firmas, para obtener montos totales de las sociedades no financieras<sup>41</sup> Lo propio se hizo con el sector gobierno, y las IPUBSFL.

<sup>41</sup> Este es un supuesto fuerte. Aunque metodológicamente era incorrecto sumar a PDVSA con el gobierno general, dada su naturaleza de sociedad no financiera, descrita en el SCN; lo más razonable hubiese sido incluir a PDVSA en el sector público.

### Gráfica Nº18

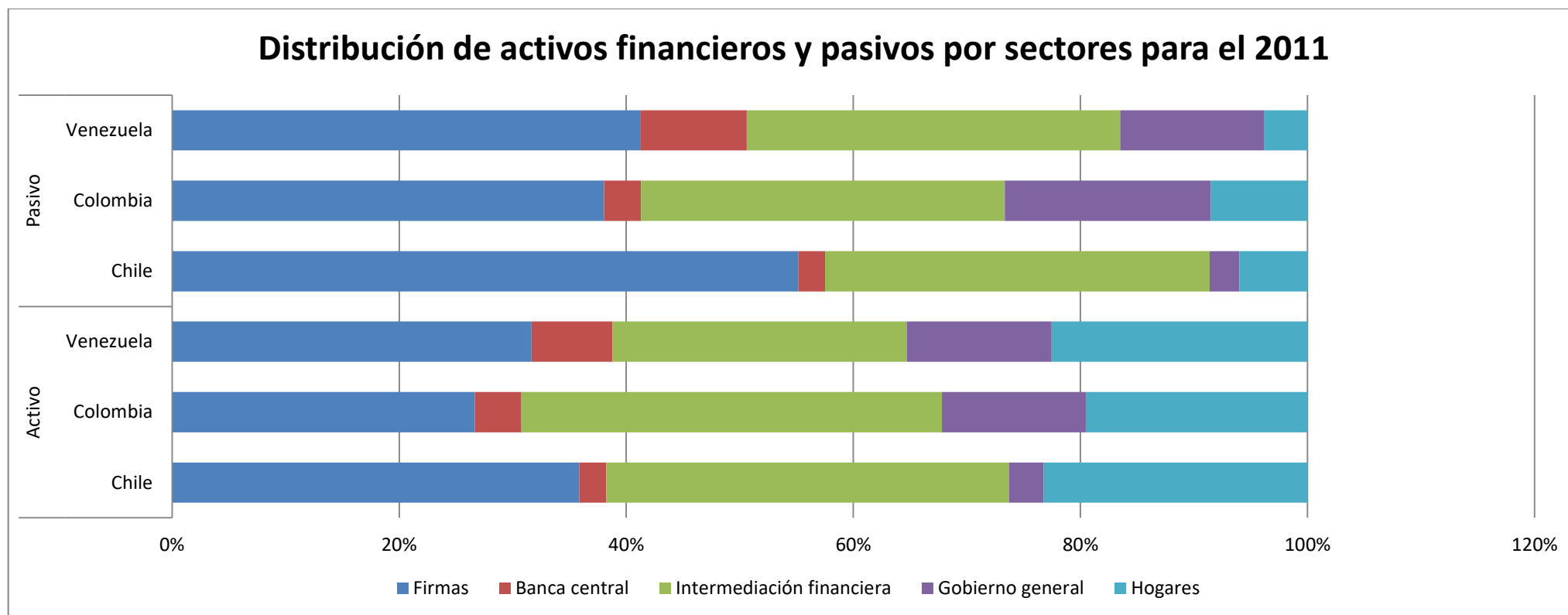
Distribución de activos financieros y pasivos por sectores institucionales de Chile, Colombia y Venezuela para el año 2005  
Proporción del total de la economía



Fuente: OECD, HBF. Elaboración propia.

### Gráfica Nº19

Distribución de activos financieros y pasivos por sectores institucionales de Chile, Colombia y Venezuela para el año 2011  
Proporción del total de la economía



Fuente: OECD, HBF. Elaboración propia.

De dicha gráfica es posible realizar una cantidad importante de apreciaciones:

- En el año 2005, Venezuela poseía en términos de participación en el activo financiero nacional, el sector sociedades no financieras más grande de los tres países (43% del activo nacional), seguido por Chile (32%) y finalmente, Colombia. Sin embargo, si se considera en términos de sector privado (firmas y hogares), Chile lidera el ranking con un porcentaje del total del 58%, seguido por Venezuela, con el 56% y finalmente Colombia con el 45%.
- Por otro lado, salta a la vista el gran tamaño del gobierno general en el caso de Colombia (16%) y Venezuela (15%) por el lado del activo. Es decir, se presenta un estado proporcionalmente más interventor en la economía que en el caso chileno donde el estado tiene una participación de apenas el 2%.
- Sin embargo, si llamamos sector público al gobierno general y a la banca central (excluyendo las firmas públicas y las sociedades financieras públicas), Venezuela tiene el mayor sector público abarcando el 26% del total de los activos en la economía, frente al 21% de Colombia, y por último, el 7% de Chile. Ello sin considerar a PDVSA, comparativamente contra Chile y Colombia, para cuyo monto aumentaría a cerca del 40%.
- Para el año 2005, el sector financiero de la economía presenta importantes proporciones en el caso de Chile (35%) y Colombia (34%), pero es muy reducido en términos relativos para el caso venezolano (18%).
- Finalmente, vale la pena resaltar que en cuanto al sector hogares, Venezuela también posee la menor participación sobre el total de la economía para estas unidades con tan solo el 13%, comparado contra las participaciones del 16% para el caso de Colombia y del 26% para el caso de Chile.

- Por el lado de los pasivos, el sector con mayor nivel de endeudamiento para el año 2005 de todos los países son las firmas, aunque las contribuciones al pasivo total varían: 54% para el caso de Chile y 40% para Colombia y Venezuela.
- El sector público venezolano, para el año 2005 se corresponde con el 40% del valor total del pasivo, frente al 25% del caso colombiano y al 9% del caso Chileno. Incluso, considerando individualmente al banco central y al gobierno general, Venezuela posee en ambos casos, los sectores más endeudados entre los tres países.
- No obstante, en términos de endeudamiento del sistema financiero, los tres países para el año 2005 presentan el siguiente panorama: está a la cabeza Chile con el 34%, le sigue Colombia, con 29% y finalmente Venezuela con el 19%. Ello está intrínsecamente asociado al tamaño y nivel de profundidad del sistema financiero nacional, abarcando no solo al sector bancario, sino también al sector no bancario financiero (mercados bursátiles, mercados de seguros, entre otros).
- Finalmente, en términos relativos, los hogares son el segundo sector con menor endeudamiento para el año 2005, siendo solo superado para el caso del banco central. Esta realidad es inversa para el caso venezolano, donde son los hogares quienes presentan menores pasivos en términos proporcionales, al resto de la economía.
- Con respecto al año 2011 hay algunos cambios por el lado del activo. Inicialmente, Chile pasa a ser la economía con el mayor tamaño en su sector privado medido en términos de participación sobre el activo final (36%), seguida por Venezuela (33%) y finalmente, Colombia.

- Sin embargo, el sector hogares de Venezuela gana robustez (alcanza el 24% del activo financiero total) a la par que el de Chile lo pierde (llega al 23%). Finalmente, el sector hogares de Colombia también gana tamaño y llega al 20%. Sin embargo, se mantiene la misma tendencia que en el año 2005: Chile se sigue manteniendo como el primer país con mayor tamaño del sector privado (59%), seguido por Venezuela (56%) y finalmente, Colombia (46%).
- Aunque en el caso de Chile y Colombia no hay variaciones significativas en la participación de la intermediación financiera sobre el total, en el caso venezolano pasa de del 18% al 25%, aunque sigue manteniéndose por detrás de Chile y Colombia.
- En cuanto al banco central, reduce ligeramente su participación en los activos para Chile (de 5% a 2%), Colombia (de 6% a 4%) y Venezuela (de 11% a 7%). Este proceso se da en paralelo a la reducción de las tenencias relativas de activo financiero por parte del gobierno general en Colombia (del 16% al 13%) y Venezuela (del 15% al 11%).
- En el caso del pasivo, en 2011 se incrementa el endeudamiento relativo del sector firmas en el caso de Chile (de 54% a 55%) y Venezuela (de 40% a 46%), al igual que el sector intermediación financiera: Chile pasa de 33% a 34%, Colombia pasa de 29% a 32% y Venezuela, de 19% a 30%. Finalmente, esta tendencia es similar en el endeudamiento de los hogares: Chile pasa de 5% a 6%, Colombia de 6% a 9% y Venezuela de 1% a 4%. Por ende, es posible concluir que para la mayoría de los sectores, Venezuela incrementó su nivel de pasivos en términos porcentuales.

### **V.3. Interpretación de los indicadores financieros de la HBF**

Una gran cantidad de indicadores financieros pueden derivarse tras la construcción de la HBF de una economía pues provee una cantidad importante de información, relativo a la posición neta de los sector, sus tenencias de activos y pasivos con respecto a ciertos criterios referenciales, entre otros usos. Habiendo construido las HBF para Venezuela y habiendo proceso las HBF para Chile y Colombia, se pudo construir una batería de indicadores tras consultar distintas formas, y así caracterizar más profundamente algunos sectores institucionales en específico. En el Cuadro N°28 se presentan los resultados de la batería de indicadores propuesta en el Capítulo III. Procederemos a analizar brevemente cada indicador a partir del tipo de sector que busca caracterizar.

#### **V.3.1. Sociedades no financieras**

Para la caracterización de este sector institucional se calcularon dos indicadores, ambos referidos al nivel de endeudamiento que poseen las firmas públicas y privadas de la economía. El primero, cuyo cálculo se realiza dividiendo el total de deudas (pasivos) entre los activos financieros, puede considerarse un proxy del indicador de endeudamiento sobre activos totales. Dicho Por otro lado, el segundo indicador, puede entenderse como indicador de apalancamiento.

- Tras el cálculo de la relación de deuda (pasivos) a activos financieros, define cuánto es la participación de los acreedores sobre los activos de la compañía. A medida que este índice se incrementa, se deteriora la posición de los activos pues aumenta la deuda en términos relativos.

- Para el año 2005, Chile era el país con mayor deuda como proporción de sus activos financieros, con un índice del 1,81X, seguido por Colombia con 1,54X y finalmente, cierra Venezuela con 0,84X. Este último saldo puede leerse que por cada millón de dólar que existe por concepto de activo financiero, existe 0,84X millones de dólares de pasivos.
- Para el año 2011, únicamente Chile ve una mejora en este índice al pasar de 1,81X a 1,57X. Tanto Colombia como Venezuela ven incrementarse este indicador al pasar de 1,54X a 1,55X y 0,84X a 1,16X respectivamente. No obstante, en términos de deuda de las firmas, Venezuela se mantiene con el menor activo comprometido entre los tres países.
- El segundo indicador es un índice de endeudamiento a partir del apalancamiento. Es decir, muestra el apalancamiento de los accionistas de una firma a partir del uso de deuda. En otras palabras, muestra cuánto del patrimonio de las firmas en su agregación (expresado como la cuenta AF5 en términos de cuentas nacionales) se ve comprometido por el nivel de deuda contraído. Una reducción de este índice, por lo tanto, se evidencia como una mejora porque baja el nivel de compromiso del patrimonio.
- Para el año 2005, el país con menor índice de apalancamiento de sus firmas era Chile (1,79X), seguido por Colombia (2,56X) y finalmente, Venezuela (3,41X). Para el año 2011 los dos primeros países experimentaron reducciones en el índice del 8% y del 13% respectivamente. Sin embargo, Venezuela experimentó un crecimiento del 143% del índice.

**Cuadro Nº28**

Cálculo de indicadores financieros de la HBF para Chile, Colombia y Venezuela

Índices y tasas de crecimiento

| Tipo de indicador                                         | Nombre                                                           | Chile |      | Colombia |       | Venezuela |       |
|-----------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|-------|------|----------|-------|-----------|-------|
|                                                           |                                                                  | 2005  | 2011 | 2005     | 2011  | 2005      | 2011  |
| Indicador financiero del sector firmas                    | Deuda a activos financieros de las firmas                        | 1,81  | 1,57 | 1,54     | 1,55  | 0,84      | 1,03  |
| Indicador financiero del sector firmas                    | Deuda a participaciones de capital en las firmas                 | 1,79  | 1,65 | 2,56     | 2,24  | 3,41      | 11,25 |
| Indicador financiero del sector gobierno                  | Deuda del gobierno general a PIB                                 | 22%   | 17%  | 59%      | 50%   | 36%       | 25%   |
| Indicador financiero del sector hogares                   | Activos de los hogares a ingreso disponible de los hogares       | 2,09  | 2,22 | 0,48     | 0,74  | 0,21      | 0,61  |
| Indicador financiero del sector hogares                   | Deuda de los hogares a ingreso disponible de los hogares         | 0,43  | 0,58 | 0,22     | 0,35  | 0,02      | 0,08  |
| Indicador financiero del sector hogares                   | Deuda de los hogares a activos financieros                       | 0,21  | 0,26 | 0,45     | 0,47  | 0,10      | 0,13  |
| Indicador financiero del sector hogares                   | Deuda de los hogares a PIB                                       | 30%   | 38%  | 17%      | 24%   | 2%        | 8%    |
| Indicador financiero del sector hogares                   | Préstamos de los hogares a ingreso disponible de los hogares     | 0,40  | 0,54 | -        | 0,26  | 0,01      | 0,05  |
| Indicador financiero del sector intermediación financiera | Pasivos a activos financieros de las sociedades financieras      | 0,98  | 0,98 | 0,94     | 0,94  | 0,93      | 1,00  |
| Indicador financiero del sector intermediación financiera | Deuda a participaciones de capital en las sociedades financieras | 8,63  | 7,34 | 5,40     | 10,02 | 18,71     | 13,04 |
| Indicador financiero del sector intermediación financiera | Préstamos a dinero legal y depósitos                             | 0,59  | 1,28 | 2,19     | 1,32  | 0,45      | 0,60  |

Fuente: Elaboración propia

### **V.3.2. Gobierno**

La literatura académica relativa a las estadísticas financieras presentan una gran cantidad de indicadores sobre las finanzas gubernamentales. Sin embargo, para el presente trabajo únicamente se analiza un indicador que es el nivel de deuda del gobierno medido como proporción del PIB. La razón de ello tiene que ver con el nivel de agregación por sectores que presenta la HBF, lo que dificulta obtener información sobre los distintos niveles de gobierno. A continuación el análisis del indicador:

- Para el año 2005, el país con menor deuda del gobierno en términos del PIB era Chile, cuya proporción era del 22%. Seguidamente, Venezuela presentaba una tasa de endeudamiento del 36% y el país con mayor nivel de deuda relativa era Colombia con una tasa del 50%.
- Para el año 2011 las tres economías presentan caídas relativas en el ratio de deuda a PIB, a 17%, 25% y 50% respectivamente. En ninguno de los tres casos se experimenta una caída de los saldos en términos absolutos. En concreto, la tasa de crecimiento de Chile fue de 120%, la de Colombia fue del 145% y la de Venezuela fue del 258% entre los años 2005 y 2011.
- Cuando ello se compara con la tasa de crecimiento de los pasivos del sector gobierno en el mismo periodo, se obtiene que las tasas de variación fueron del 64%, 111% y del 145% respectivamente. Por lo tanto, es posible concluir que el PIB nominal creció a una mayor tasa que los saldos de deuda del gobierno, generando una caída en los índices.

### V.3.3. Hogares

Para este sector institucional se presenta la mayor cantidad de estimadores, tanto en la batería de indicadores calculada en esta investigación, como en la literatura especializada (consultar OECD, 2015; Murtin & Mira D'Ercole, 2014). A continuación una breve interpretación de cada uno de los indicadores selectos:

- En primer lugar, el indicador de activos de los hogares a ingreso disponible de los hogares, puede interpretarse de la siguiente forma: por cada unidad monetaria de ingreso disponible que posean los hogares, se poseen X en montos de activos financieros. Por lo tanto, un incremento en este indicador se analiza como favorable.
- En el año 2005, Venezuela era el país que presentaba menor índice de los tres, con un monto de 0,21X, comparado contra Colombia con 0,48X y finalmente Chile a la cabeza con 2,09X. Es decir, para dicho año de estudio, los hogares venezolanos eran los que menor proporción en activos financieros tenían por cada bolívar de ingreso disponible (previo a transferencias y pagos en especies).
- Para el año 2011, los tres países presentaron mejoras en la data respecto a este indicador, alcanzando los montos de 2,22X para el caso de Chile, 0,74X para el caso de Colombia y 0,68X para el caso venezolano. Por lo tanto, aún los hogares venezolanos se mantenían rankeados en último puesto de acuerdo a este índice.
- Abordando otro indicador como es la deuda de los hogares a ingreso disponible de los hogares, se puede asumir que si el indicador se incrementa, se deteriora la posición neta de los hogares, porque implicaría que en términos relativos, habría un mayor monto de deuda con respecto al ingreso disponible que percibe el sector.

- En el caso venezolano se presentan los menores valores del índice con respecto a sus pares regionales (0,02X). La razón de ello fundamentalmente se debe a los bajos saldos de deuda que mantienen los hogares venezolanos tanto en el año 2005 como en el 2011, relativo al pasivo nacional, alcanzando montos inferiores al 1% del saldo de la economía total. El segundo país con mayor monto es Colombia (0,22X) y finalmente, Chile (0,43X).
- Para el año 2011 los tres países incrementan este indicador a 0,09X en el caso de Venezuela, 0,35X en el caso de Colombia y 0,58X en el caso de Chile. Este último monto, aunque es menor a la unidad, puede considerarse elevado: quiere decir que de desear saldar todos sus pasivos, los hogares deben recurrir al 58% de su ingreso nacional disponible anual. Este puede ser considerado como un indicador de liquidez.
- Un indicador de solvencia, es decir, capacidad de pago, puede ser el indicador de deuda a activo financiero de los hogares, que muestra cada unidad monetaria de activo de los hogares tiene como correspondencia X unidades monetarias de pasivo.
- Consistentemente con el indicador anterior, Venezuela sigue estando por debajo de los otros dos países, con un saldo de 0,1X contra el 0,21X de Chile y el 0,45X. Puede llamar a la vista el cambio de orden de estos dos últimos países. La explicación para ello tiene que ver el saldo de los activos financieros de Chile que son mucho mayores, proporcionalmente, a la cuenta del ingreso disponible de los hogares.

- No obstante a ello, al igual que el indicador anterior, los tres países incrementan consistentemente estos indicadores, a 0,13X en el caso de Venezuela, a 0,26X en el caso de Chile y 0,47X en el caso de Colombia.
- Una explicación similar se aborda al explicar los montos del índice de deuda de los hogares a PIB cuando pasan de 30% a 38% en el caso de Chile, 17% a 24% en el caso de Colombia y 2% a 8% en el caso de Venezuela, entre los años de estudio.
- Sabiendo que para los tres países, el monto de Préstamos (AF4) se corresponde con el mayor pasivo de los hogares, puede ser pertinente el análisis de la solvencia de los hogares considerando únicamente este tipo de cuenta. Por ello, se construye el indicador de préstamos a ingreso disponible de los hogares, que estudia por cada unidad monetaria de ingreso, cuánto se tiene en deudas por concepto de préstamos.
- Colombia, para el año 2005, no reporta que sus hogares posean préstamos en el pasivo, lo que probablemente sea una deficiencia estadística más que una realidad estructural financiera. Por lo tanto, solo es posible considerar a Chile y Venezuela para el año de estudio, obteniendo que el primero poseía un indicador del 0,4X mientras que Venezuela tenía un monto de 0,01X.
- Para el año 2011, nuevamente, todos estos montos se incrementan alcanzando nuevos índices de 0,05X en el caso de Venezuela, 0,26X en el caso de Colombia y 0,54X en el caso de Chile.
- En síntesis, es posible afirmar que en general, los hogares de los países selectos poseen niveles de deuda que son manejables dadas sus tenencias de activos financieros y sus niveles de ingreso anuales.

#### **V.3.4. Intermediación financiera**

El sector de intermediación financiera, al igual que los hogares, recibe particular atención en la literatura académica, siendo de hecho, el principal foco de investigación de los trabajos pioneros de Goldsmith (1966). En dichos trabajos, el autor buscaba generar indicadores para capturar las interrelaciones financieras entre los actores económicos, considerando cuentas de flujo y de balance. A partir de ello, surgen los muy famosos ratios de Goldsmith, en honor al autor, que son indicadores de la HBN aplicados al sector financiero. De los indicadores, únicamente estamos en capacidad de calcular dos de ellos, dado que no poseemos información sobre los saldos de la economía real para las economías presentes en este estudio. A continuación el análisis de los índices:

- El llamado índice de apalancamiento financiero de Goldsmith sigue la misma estructura que la ya calculada para las firmas y los hogares, a saber, a partir de una proporción de los pasivos a las participaciones de capital de la banca, para evaluar el nivel de compromiso en el que están envueltos los accionistas.
- Para el año 2005 es posible afirmar que Colombia era el país con menor índice de apalancamiento financiero, con un índice de 5,4X, seguido por Chile con 8,63X y finalmente Venezuela con 18,71X. La razón fundamental de esto para el caso venezolano tiene que ver con los pequeños saldos que reporta la banca por el lado del pasivo en comparación con otros instrumentos financieros como los depósitos.
- Para el año 2011 los índices alcanzan montos de 7,34X en el caso de Chile, 10,02X en el caso de Colombia y 32X para el caso de Venezuela. Es decir, mientras Chile logra disminuir el indicador entre los años de estudio en un 15%, Venezuela lo incrementa en un 71% principalmente motivado por la caída en

términos relativos de la cuenta de participaciones de capital (AF5), a la par del incremento de los niveles de deuda.

- Finalmente, el último indicador de la batería se corresponde con Préstamos a dinero legal y depósitos. Este monto quiere decir cuánto del principal activo operativo de la banca se encuentra respaldado por las captaciones del público. O sea, si el sistema financiero ha incurrido en mayor cantidad de préstamos que las que se reporta en tenencias de dinero legal.
- Aunque los saldos para ambos años son pequeños, en el caso Chileno se da un crecimiento de 0,59X a 1,28X entre 2005 y 2011; a la par que Colombia pasaba de 2,19X a 1,32X y finalmente Venezuela pasaba de 0,45X a 0,6X. En síntesis, Venezuela es el único país que en ninguno de los dos años, ha generado mayor cantidad de préstamos bancarios que lo que mantiene en dinero legal.

## CAPÍTULO VI

### CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

El análisis de los acervos de una economía es un tema central en debates sobre efectos de política económica sobre sectores institucionales, bienestar, flujo de recursos, monitoreo de actividades productivas, entre muchos aspectos. Pese a la importancia relativa que este tema de investigación reviste, en muchos países aún no se ha desarrollado una metodología para la estimación de ellos, desde el punto de vista del sector financiero como del sector real de una economía. Este trabajo intenta dar un aporte en ese sentido, ahondando y refinando una metodología pionera en la estimación de estos saldos para una economía como lo es la venezolana.

Aunque en muchos casos los resultados expuestos fueron objetivo de escrutinio y discusión de la mano con profesionales expertos en la materia, se puede afirmar que la metodología aquí desarrollada posee suficiente validez interna para ser replicable y generar estimaciones sobre los portafolios de los principales sectores institucionales de una determinada economía. Sin embargo, es importante resaltar que con la metodología se busca eso, estimar. Estimar, fundamentalmente, magnitudes y proporciones más que en muchos casos generar datos de gran precisión que requerirían un importante esfuerzo de parte del ente encargado de la publicación del Sistema de Cuentas Nacionales, así como de todos los entes de generación y publicación de estadísticas a nivel nacional.

Aunque esta metodología ya descrita fue aplicada a un nuevo benchmark, a saber, el año 2011, en un contexto de la aplicación del Programa de Actualización de Estadísticas Macroeconómicas (PRACEM II) por parte del BCV, así como de la implementación del nuevo Sistema de Cuentas Nacionales (SCN08); se puede concluir que, en general, se obtuvieron saldos que son consistentes con los reportados en la Hoja de Balance Financiera construida por investigadores del BCV para el año 2005. Grosso modo, tras este trabajo es posible derivar las siguientes conclusiones: aunque comparativamente Venezuela reporta una riqueza financiera nacional positiva, aún no existe suficiente data

estadística robusta y de dominio público para poder hacer un verdadero diagnóstico de dónde se sitúa la economía con respecto a sus pares regionales. Sin embargo, se tuvo un acercamiento al analizar la hoja de balance financiera de Venezuela, así como los saldos de activos financieros, pasivos y composición de portafolio de los agentes económicos con los de Chile y Colombia, obteniendo en general, que Venezuela se encuentra posicionada en el intermedio para distintos indicadores.

Analizando puramente la hoja de balance financiera de Venezuela es posible evidenciar, en primer lugar, la gran importancia relativa que tiene el sector público en la economía nacional, entendiendo este último como el conjunto de sociedades financieras, no financieras, banca central, institutos sin fines de lucro y los distintos niveles del gobierno. El sector público juega un rol muy importante en la actividad económica nacional, no solo medido en términos de su proporción de los activos y pasivos financieros, sino en términos de flujos financieros, que aunque no fueron objeto de estudio expreso de la investigación, debieron ser detalladamente consultados para comprender los resultados que de este trabajo derivaron.

Adicionalmente a ello, es posible afirmar que la economía venezolana es una donde el sector privado poseen una mayor cantidad de saldos contra los no residentes que contra los residentes, para distintas partidas financieras. Ello representa, en buena medida, no solo una fotografía de la desconfianza de esos sectores productivos con respecto a la política económica, sino también la crónica de una fuga de recursos hacia el exterior profundizada por férreos controles de política cambiaria en el marco del más largo ciclo de precios altos del petróleo del que se tiene registro contextualizado en el mayor incremento del gasto público fiscal de la historia contemporánea de Venezuela, como lo era el gobierno de Chávez.

Por otro lado, utilizando la HBF es posible ver los cambios en los recursos de títulos valores y base monetaria, involucrando a los sectores PDVSA, BCV, Gobierno e intermediarios financieros. La causa de todo esto, como se desarrolló extensamente, es el financiamiento del déficit público haciendo uso de canales de señoreaje con el fin de

incrementar el control político y económico del sector público sobre otros ámbitos de la sociedad. Sin embargo, esta fotografía también se superpone a un crecimiento importante del endeudamiento con China a través del BANDES, así como el crecimiento del gasto cuasifiscal por parte de fondos parafiscales como lo es FONDEN, que ha manejado, entre los años de estudio, recursos superiores a los USD 80.000 millones.

En términos comparativos, Venezuela se encuentra en un equilibrio, en promedio, superior al que se encuentra Colombia, su par regional, en términos de saldos de activos financieros y riqueza financiera nacional, aunque se encuentra muy inferior comparado contra Chile. En términos de estructura, se evidencia la importancia del sector público comparativamente con nuestros pares regionales, a la par de nuestra menor profundización financiera y debilidad del sector hogares. Cuando se analizan los indicadores financieros entre los sectores se dibuja un panorama de bajo endeudamiento financiero de las firmas, pero con mucho apalancamiento en términos de capital accionario en el caso venezolano. Adicionalmente, los tres sectores públicos nacionales reducen sus deudas financieras entre los años de estudio, lo que tiene que ver con el boom de commodities que, en general, beneficia tremendamente a la región latinoamericana. Finalmente, cuando se analiza el sector hogares, se comprueba la tendencia ya comentada con anterioridad: tenemos un sector hogares comparativamente menor en términos de acervos, que nuestros pares regionales.

En términos puramente metodológicos, se recomienda realizar esfuerzos para el desarrollo de un mecanismo de consolidación de las cuentas de balance nacional para así poder estimar, a través de fuentes primarias que revistan mayor robustez que las que se presentan actualmente. Adicionalmente, esta metodología, como se comentó en su momento, trae consigo una cantidad considerable de supuestos, que, con una mejora del sistema de recolección de data sobre estadísticas financieras y un incremento en la transparencia de la publicación de dicha información, facilitaría la obtención de saldos robustos para cada sector de la economía venezolana.

## ANEXO

### A.1. Cuadros estadísticos de resultados

#### Cuadro N°29

Participación de cada sector institucional respecto a la economía total  
Valores relativos (%)

|                        | e-pdvsa | Firmas (e-otr) | Banca Central (bcv) | Intermediación financiera (IF) | Gobierno General (gov) | IPUBSLF | Hogares (HHD) | Economía total |
|------------------------|---------|----------------|---------------------|--------------------------------|------------------------|---------|---------------|----------------|
| Activo Financiero 2005 | 7%      | 36%            | 11%                 | 18%                            | 12%                    | 3%      | 13%           | 100%           |
| Activo Financiero 2011 | 8%      | 24%            | 7%                  | 26%                            | 6%                     | 7%      | 23%           | 100%           |
| Pasivo 2005            | 10%     | 30%            | 12%                 | 19%                            | 26%                    | 2%      | 1%            | 100%           |
| Pasivo 2011            | 15%     | 26%            | 9%                  | 33%                            | 12%                    | 1%      | 4%            | 100%           |

Fuente: elaboración propia

#### Cuadro N°30

Composición de cartera por sector institucional para el año 2011  
Valores relativos (%)

| ACTIVO FINANCIERO, AÑO 2011 |                                                            |         |                |                     |                                |                        |         |               |                |                       |
|-----------------------------|------------------------------------------------------------|---------|----------------|---------------------|--------------------------------|------------------------|---------|---------------|----------------|-----------------------|
|                             | TRANSACCIONES SCN Y RUBROS DE BALANCES                     | e-pdvsa | Firmas (e-otr) | Banca Central (bcv) | Intermediación financiera (IF) | Gobierno General (gov) | IPUBSLF | Hogares (HHD) | Economía total | Resto del Mundo (RoW) |
| Código                      |                                                            |         |                |                     |                                |                        |         |               |                |                       |
| AF1                         | Oro monetario y DEG                                        | 0%      | 0%             | 28%                 | 0%                             | 0%                     | 0%      | 0%            | 2%             | -21%                  |
| AF2                         | Dinero legal y depósitos                                   | 17%     | 57%            | 19%                 | 26%                            | 36%                    | 19%     | 96%           | 48%            | 4%                    |
| AF3                         | Valores de deuda                                           | 1%      | 6%             | 35%                 | 23%                            | 10%                    | 35%     | 1%            | 13%            | 29%                   |
| AF4                         | Préstamos                                                  | 0%      | 1%             | 16%                 | 35%                            | 4%                     | 23%     | 0%            | 12%            | 33%                   |
| AF5                         | Participaciones de capital y acciones en FI                | 8%      | 6%             | 1%                  | 3%                             | 22%                    | 0%      | 0%            | 4%             | 6%                    |
| AF6                         | Seguros, pensiones y sistemas de garantías normalizadas    | 0%      | 0%             | 0%                  | 0%                             | 0%                     | 0%      | 0%            | 0%             | 0%                    |
| AF7                         | Derivados financieros y opciones de compra de acciones por | 0%      | 0%             | 0%                  | 0%                             | 0%                     | 0%      | 0%            | 0%             | 0%                    |
| AF8                         | Otras cuentas por cobrar/pagar                             | 75%     | 30%            | 2%                  | 12%                            | 28%                    | 22%     | 3%            | 20%            | 49%                   |
|                             | Activo financiero                                          | 100%    | 100%           | 100%                | 100%                           | 100%                   | 100%    | 100%          | 100%           | 100%                  |

| PASIVO, AÑO 2011 |                                             |         |                |                     |                                |                        |         |               |                |                       |
|------------------|---------------------------------------------|---------|----------------|---------------------|--------------------------------|------------------------|---------|---------------|----------------|-----------------------|
|                  | TRANSACCIONES SCN Y RUBROS DE BALANCES      | e-pdvsa | Firmas (e-otr) | Banca Central (bcv) | Intermediación financiera (IF) | Gobierno General (gov) | IPUBSLF | Hogares (HHD) | Economía total | Resto del Mundo (RoW) |
|                  |                                             |         |                |                     |                                |                        |         |               |                |                       |
| AF1              | Oro monetario y DEG                         | 0%      | 0%             | 0%                  | 0%                             | 0%                     | 0%      | 0%            | 0%             | 0%                    |
| AF2              | Dinero legal y depósitos                    | 0%      | 0%             | 94%                 | 59%                            | 0%                     | 0%      | 0%            | 28%            | 86%                   |
| AF3              | Valores de deuda                            | 22%     | 0%             | 5%                  | 17%                            | 75%                    | 0%      | 0%            | 18%            | 4%                    |
| AF4              | Préstamos                                   | 10%     | 44%            | 1%                  | 9%                             | 11%                    | 6%      | 57%           | 20%            | 1%                    |
| AF5              | Participaciones de capital y acciones en FI | 1%      | 14%            | 0%                  | 8%                             | 0%                     | 0%      | 0%            | 6%             | 0%                    |
| AF6              | Seguros, pensiones y sistemas de garantías  | 0%      | 0%             | 0%                  | 0%                             | 0%                     | 0%      | 0%            | 0%             | 0%                    |
| AF7              | Derivados financieros y opciones de compra  | 0%      | 0%             | 0%                  | 0%                             | 0%                     | 0%      | 0%            | 0%             | 0%                    |
| AF8              | Otras cuentas por cobrar/pagar              | 68%     | 42%            | 1%                  | 7%                             | 13%                    | 94%     | 43%           | 28%            | 9%                    |
|                  | Pasivo                                      | 100%    | 100%           | 100%                | 100%                           | 100%                   | 100%    | 100%          | 100%           | 100%                  |

Fuente: elaboración propia

### Cuadro N°31

Composición de cartera por sector institucional para el año 2005  
Valores relativos (%)

| ACTIVO FINANCIERO, AÑO 2005                                |         |                |                     |                                   |                           |         |               |                |                          |  |
|------------------------------------------------------------|---------|----------------|---------------------|-----------------------------------|---------------------------|---------|---------------|----------------|--------------------------|--|
| TRANSACCIONES SCN<br>Y RUBROS DE BALANCES                  | e-pdvsa | Firmas (e-otr) | Banca Central (bcv) | Intermediación<br>financiera (IF) | Gobierno General<br>(gov) | IPUBSLF | Hogares (HHD) | Economía total | Resto del Mundo<br>(RoW) |  |
|                                                            |         |                |                     |                                   |                           |         |               |                |                          |  |
| AF1 Oro Monetario y DEG                                    | 0%      | 0%             | 20%                 | 0%                                | 0%                        | 0%      | 0%            | 2%             | -7%                      |  |
| AF2 Dinero legal y depósitos                               | 21%     | 52%            | 52%                 | 25%                               | 51%                       | 23%     | 89%           | 48%            | 0%                       |  |
| AF3 Valores de deuda                                       | 0%      | 23%            | 24%                 | 33%                               | 3%                        | 17%     | 5%            | 18%            | 37%                      |  |
| AF4 Préstamos                                              | 3%      | 5%             | 2%                  | 29%                               | 1%                        | 20%     | 0%            | 9%             | 14%                      |  |
| AF5 Participaciones de capital y acciones en FI            | 1%      | 0%             | 1%                  | 5%                                | 0%                        | 0%      | 5%            | 2%             | 44%                      |  |
| AF6 Reservas Técnicas de Seguro                            | 0%      | 6%             | 0%                  | 1%                                | 0%                        | 0%      | 0%            | 2%             | 0%                       |  |
| AF7 Derivados financieros y opciones de compra de acciones | 0%      | 0%             | 0%                  | 0%                                | 0%                        | 0%      | 0%            | 0%             | 0%                       |  |
| AF8 Otras cuentas por cobrar/pagar                         | 75%     | 14%            | 0%                  | 8%                                | 45%                       | 40%     | 1%            | 18%            | 12%                      |  |
| Activos financieros                                        | 100%    | 100%           | 100%                | 100%                              | 100%                      | 100%    | 100%          | 100%           | 100%                     |  |

| PASIVO, AÑO 2005                                                     |         |                |                     |                                   |                           |         |               |                |                          |  |
|----------------------------------------------------------------------|---------|----------------|---------------------|-----------------------------------|---------------------------|---------|---------------|----------------|--------------------------|--|
| TRANSACCIONES SCN<br>Y RUBROS DE BALANCES                            | e-pdvsa | Firmas (e-otr) | Banca Central (bcv) | Intermediación<br>financiera (IF) | Gobierno General<br>(gov) | IPUBSLF | Hogares (HHD) | Economía total | Resto del Mundo<br>(RoW) |  |
|                                                                      |         |                |                     |                                   |                           |         |               |                |                          |  |
| AF1 Oro Monetario y DEG                                              | 0%      | 0%             | 0%                  | 0%                                | 0%                        | 0%      | 0%            | 0%             | 0%                       |  |
| AF2 Dinero legal y depósitos                                         | 0%      | 0%             | 65%                 | 70%                               | 0%                        | 0%      | 0%            | 21%            | 71%                      |  |
| AF3 Valores de deuda                                                 | 0%      | 3%             | 16%                 | 16%                               | 84%                       | 0%      | 0%            | 27%            | 13%                      |  |
| AF4 Préstamos                                                        | 38%     | 27%            | 1%                  | 2%                                | 3%                        | 2%      | 71%           | 14%            | 0%                       |  |
| AF5 Participaciones de capital y acciones en FI                      | 3%      | 38%            | 0%                  | 5%                                | 0%                        | 0%      | 0%            | 13%            | 9%                       |  |
| AF6 Reservas Técnicas de Seguro                                      | 9%      | 2%             | 0%                  | 3%                                | 0%                        | 9%      | 0%            | 2%             | 0%                       |  |
| AF7 Derivados financieros y opciones de compra de acciones por pagar | 0%      | 0%             | 0%                  | 0%                                | 0%                        | 0%      | 0%            | 0%             | 0%                       |  |
| AF8 Otras cuentas por cobrar/pagar                                   | 51%     | 30%            | 18%                 | 3%                                | 13%                       | 90%     | 29%           | 22%            | 6%                       |  |
| Pasivo Financiero                                                    | 100%    | 100%           | 100%                | 100%                              | 100%                      | 100%    | 100%          | 100%           | 100%                     |  |

Fuente: elaboración propia

### Cuadro N°32

Indicadores macroeconómicos de Chile, Colombia y Venezuela  
Millones

|                                                              | Chile      |            | Colombia   |            | Venezuela  |            |
|--------------------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                                                              | 2005       | 2011       | 2005       | 2011       | 2005       | 2011       |
| Población (en millones)                                      | 16.147.064 | 16.993.354 | 43.285.634 | 45.918.097 | 26.784.161 | 29.028.033 |
| PIB nominal (en millones de USD)                             | 99.211     | 218.538    | 117.082    | 287.018    | 112.742    | 392.208    |
| Ingreso Nacional Disponible Bruto (en millones de USD)       | 92.144     | 207.543    | 119.437    | 282.200    | 74.792     | 362.984    |
| Ingreso Disponible Bruto de los Hogares (en millones de USD) | 68.176     | 141.633    | 93.334     | 193.117    | 103.082    | 364.021    |
| Exportaciones (en millones de USD)                           | 10.690     | 23.662     | 21.392     | 45.739     | 40.811     | 111.898    |

Fuente: OECD, DANE, Banco Central de Chile, Banco Central de Venezuela

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Arias, F. (2006). *El proyecto de investigación: introducción a la metodología científica*. Madrid: Editorial Episteme.
- Australian Bureau of Statistics. (2012). *Australian System of National Accounts: concepts sources and methods*. Canberra: ASNA Publications.
- Balza Guanipa, R. (2014). *Las reservas excedentarias y la reforma de la Ley del BCV del 19.11.14*. Caracas.
- BCV. (2010). *Curso de estadísticas monetarias y financieras*. Presentación al Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA).
- BCV. (2013). *Sistema de Cuentas Nacionales de Venezuela*. Caracas: Departamento de Cuentas Macroeconómicas. Banco Central de Venezuela.
- BCV. (2014). *Nota metodológica de Estadísticas del Sector Externo*. Caracas .
- BCV. (2014). [www.bcv.org.ve](http://www.bcv.org.ve). Obtenido de ABC Económico: [www.bcv.org.ve/c1/abceconomic.asp](http://www.bcv.org.ve/c1/abceconomic.asp)
- Cardozo, E. (2015). *Fondos y trasfondos de la petrodiplomacia*. Caracas: Trabajo presentado en Venezuela 2015: economía, política y sociedad. Editorial UCAB.
- Carlson, K. (1991). *The U.S. Balance sheet: what is it and what does it tell us?* St. Louis: Board of Governors of Federal Reserve Bank of St. Louis .
- Catacora, F. (2012). *Contabilidad: la base para las decisiones gerenciales*. Venezuela: Red Contable Publicaciones.
- Cerovic, S., & Saboin, J. (2016). *Dominican Republic: Sectoral financial positions and macroeconomic vulnerabilities*. Washington: International Monetary Fund Working Papers.

- Craig, S. (2014). *Risks and spillovers: the uses of national balance sheets data*. Washington D.C. : Strategy, Policy and Review Department of the International Monetary Fund.
- Decreto con fuerza de ley de reforma de la Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras*. (2008). Caracas.
- Díaz, S. (2017). *Financiamientos desde el Fondo Conjunto Chino-Venezolano*. Caracas: A Medium Corporation.
- El Universal. (2011). *El Fonden ha recibido \$81.096 millones para financiar 405 proyectos*.  
Obtenido de [www.eluniversal.com](http://www.eluniversal.com):  
[www.eluniversal.com/economia11102/fonden-ha-recibido-8109632-millones-para-405-proyectos](http://www.eluniversal.com/economia11102/fonden-ha-recibido-8109632-millones-para-405-proyectos)
- Feenstra, R., & Taylor, A. (2012). *Macroeconomía internacional* . Barcelona: Editorial Reverté.
- Goldsmith, R. (1966). *The uses of National Balance Sheets*. New Haven: Yale University Press.
- Goldsmith, R. (1982). *The National Balance Sheets of the United States, 1953-1980*. Chicago: National Bureau of Economic Research.
- Griece, A. (1999). *New data on financial derivatives for the UK national accounts and the balance of payments*. Bank of England.
- Guzmán, P. (2003). *El Sistema de Cuentas Nacionales (1993): un enfoque resumido*. Caracas: Publicaciones Banco Central de Venezuela.
- Hagino, S., & Caviarés, L. (2011). *OECD Financial statistics for measuring the structure and size of the shadow banking system*. OECD Statistics Directorate.
- Henderson, J. (1972). *The possible uses and scope of a National Balance Sheet for Australia*. Canberra: Australian National University.

- Hernández Sampieri, R. (2014). *Metodología de la investigación*. México DF: McGraw Hill .
- Hernández, J., Leone, F., & Vásquez, A. (2016). *Metodología para la construcción de las fichas automáticas* . Caracas: Trabajo no publicado de la Oficina de Investigaciones Económicas del BCV.
- Hernandez, J., Leone, F., & Velásquez, A. (2014). *Estimación del patrimonio de los sectores institucionales a partir de las Hojas de Balance del CN: un insumo para el modelo CGE real-financiero*. Caracas: Banco Central de Venezuela.
- Israel Central Bureau of Statistics. (2009). *National Balance Sheets Accounts*. Tel Aviv: Central Bureau of Statistics Publications.
- Lima, J. M. (2006). *Sectoral Balance Sheet mismatches and macroeconomic vulnerabilities in Colombia*. Washington DC: International Monetary Fund Publications.
- Mark, A. (2002). *Balance Sheet Approach to financial crisis*. Washington DC: International Monetary Fund Publications.
- Murtin, F., & Mira d'Ercole, M. (2015). *Household wealth inequality across OECD countries: new OECD evidence*. Paris: OECD statistics brief.
- OECD. (2015). *National Accounts of OECD Countries, Financial Balance Sheets*. Geneva: Organization for Economic Cooperation and Development.
- OECD. (2016). *National Accounts of OECD Countries - Financial Accounts and Financial Balance Sheets*. Geneva: OECD Publications.
- OECD. (2017). *Financial balance sheets - consolidated - SNA 2008*. Geneva: Organization for Economic Cooperation and Development.
- Olivo, V. (2014). *La economía venezolana entre 2003-2011: una visión alternativa*. Caracas: CEDICE Libertad.

- Piketty, T. (2014). *Capital in the twenty first century*. Massachusetts: The Belknap of Harvard University Press.
- Ravell, J. (1963). *The national balance sheet of the United Kingdom*. London: Review of Income and Wealth, Blackwell Publishing.
- Reuters. (26 de Septiembre de 2012). *Reporte especial-FONDEN: la caja negra de Hugo Chávez*. Recuperado el 2017, de [mx.reuters.com/article/businessNews/idMXL1E8KO6CV20120926](http://mx.reuters.com/article/businessNews/idMXL1E8KO6CV20120926)
- Riutort, M. (2009). *Ingreso, desigualdad y pobreza en Venezuela*. Caracas: Publicaciones UCAB.
- Ruggles, N. (1987). *Financial Accounts and Balance Sheets: Issues for the Revision of SNA*. Review of Income and Wealth.
- Rushbrook, T., & Wells, J. (1987). *National and sector Balance Sheets in concept and in practice*. London: United Kingdom Central Statistical Office.
- Russian Central Bank. (2011). *Methodological notes on the financial accounts and the financial balance sheets of the system of national accounts of the Russian Federation*. Moscow: RCB Publications.
- Santos, M. Á. (2016). *Agenda para la Transición Económica*. Caracas: Presentación en el grupo de discusión sobre la Agenda para la Transición Económica auspiciado por la Academia Nacional de Ciencias Económicas.
- SCN. (2008). *System of National Accounts*. (I. M. United Nations, Ed.) New York: United Nations Publications.
- Statistics Canada. (2016). *Financial indicators from the National Balance Sheets accounts: update*. Ontario: Stats Canada Publications.
- Torrealba, O. (2015). *La ley del BCV y sus cinco modificaciones*. Caracas: CEDICE: observatorio económico-legislativo.

- UK Office for National Statistics. (2004). *National Balance Sheet*. London: ONS Publications.
- UN. (2003). *National Accounts: a practical introduction*. New York: Handbook of National Accounting.
- United Nations; European Central Bank. (2015). *Financial production, flows and stocks in the System of National Accounts*. New York: United Nations Publications.
- UNSTATS. (1977). *Provisional International Guidelines on the National and Sectoral Balance Sheet and Reconciliation Accounts in the SNA*. New York: UN Publications.
- UNSTATS. (2017). *Historic Versions of the System of National Accounts*. New York: United Nations Statistics Division .
- UPEL. (2000). *Normas APA-UPEL*. Caracas: Universidad Nacional Experimental Libertador (UPEL).
- Urbaneja, D. B. (2012). *La política venezolana desde 1958 hasta nuestros días*. Caracas: Publicaciones UCAB.
- Yoshino, K. (2005). *Notes on the treatment of employee stock options in financial accounts*. Bank of Japan.
- Zambrano Sequín, L. (2012). *El contexto Político-Institucional y el proceso inflacionario durante el régimen chavista: 1999-2010*. Caracas: Academia Nacional de Ciencias Económicas .
- Zambrano Sequín, L. (2013). *Gestión fiscal, señoreaje e impuesto inflacionario en Venezuela* . Caracas: Academia Nacional de Ciencias Económicas y Sociales.
- Zambrano Sequín, L. (2015). *Petróleo y política macroeconómica en Venezuela*. Caracas: Academia Nacional de Ciencias Económicas .