

EL RIESGO PAIS Y LAS OPORTUNIDADES DE NEGOCIOS

por Jose Pablo Dapena

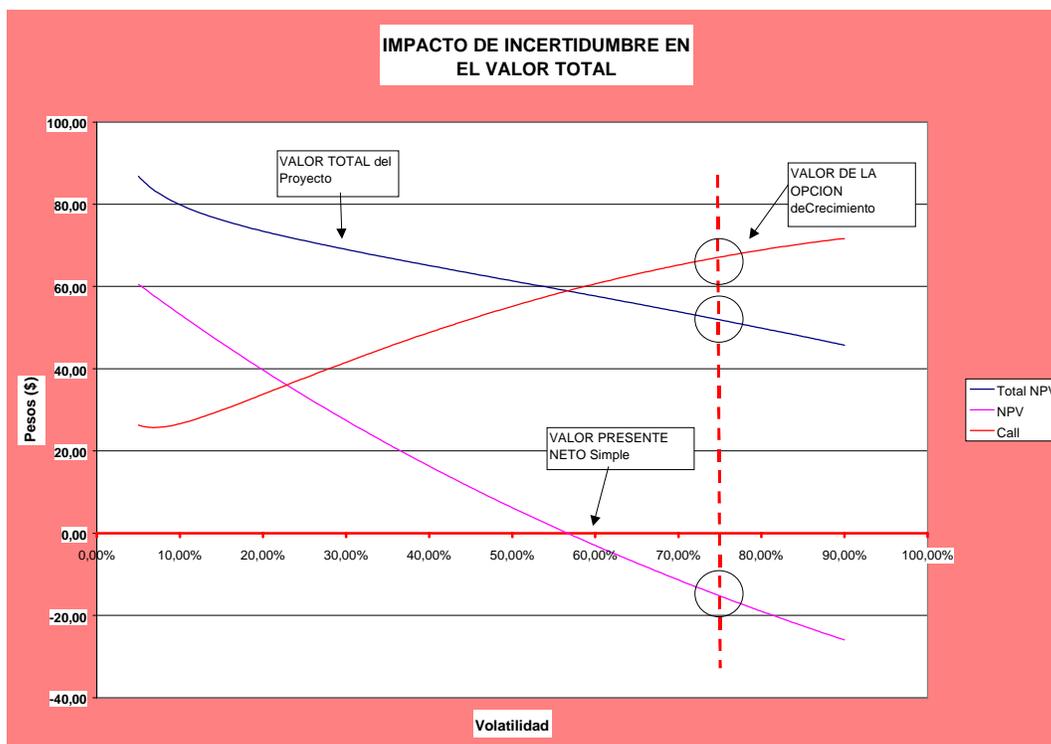
A partir de las circunstancias económicas y profundizado por diversos artículos y papers, el tema del análisis de riesgo país se ha instalado progresivamente en el set de variables que monitorean los managers en su proceso de toma de decisiones y asignación de recursos. Se entiende al riesgo país como un proxy del grado de incertidumbre que rodea a la economía. En la medida que el futuro es mas incierto (sobretudo con respecto a la evolución de las cuentas nacionales), los inversores exigen para comprar activos argentinos una prima por sobre el retorno de activos con rendimientos mas seguros, ajustando de esa manera el retorno del activo argentino por su riesgo inherente. Si bien el riesgo país está ligado principalmente a la evolución de la economía del sector público (medido por el spread de retornos entre títulos de deuda pública de similar duración de EEUU y Argentina), su nivel afecta enormemente al sector privado ya que salvo situaciones excepcionales (de empresas que por condiciones particulares pueden mejorar su perfil de riesgo), sirve de base para los retornos que debieran tener los activos financieros y reales del sector privado. A mayor nivel de riesgo país, mayor retorno requerido, menor inversión (las oportunidades que se generan se diluyen por el alto costo del financiamiento). Vale decir que esta variable afecta el valor de gran parte de los activos bajo administración de las empresas (cabe aclarar que no nos referimos a picos que puede tener el nivel de riesgo país, que mas bien se deben a fluctuaciones de corto plazo, sino al nivel fundamental que va evolucionando en el mediano y largo plazo).

Como ya fuera motivos de análisis en la serie de artículos que se han venido ofreciendo en esta publicación, recordamos que toda oportunidad de inversión posee en mayor o menor medida dos elementos constitutivos: el valor corriente de los activos y las opciones de crecimiento que se abren. Estas últimas pueden ser reflejadas a través de una analogía con opciones financieras (derechos de compra o "calls"), donde la empresa, llegado el momento (si el crecimiento del mercado y el éxito de su producto lo justifican), realiza inversiones adicionales para generar más ingresos. Como bien se dice, esta es una opción que posee la empresa, que ejercerá según se den o no las condiciones. Esta opción, desde el enfoque de opciones reales, es equivalente a ejercer un call (derecho de compra), en el que la empresa adquiere el valor esperado del incremento de flujos de fondos (valor del activo adquirido) invirtiendo un monto determinado (precio de ejercicio). Completa el requerimiento de información para el análisis la volatilidad de los flujos de fondos, el período de vencimiento de la oportunidad y la tasa libre de riesgo. Resumiendo, el valor de las oportunidades se puede considerar como

Valor = Valor Presente del Flujo de Fondos + Valor de la Opción de Crecimiento

El valor del primer componente se reduce al aumentar la incertidumbre (por efecto del mayor riesgo sobre la tasa de descuento y su impacto sobre el valor). El valor del segundo componente se incrementa con la incertidumbre (a mayor incertidumbre, mayor valor de la opción; algo característico de los derivados). Es decir que, dados los valores del resto de los parámetros, un incremento en la incertidumbre tiene un efecto ambiguo, donde el valor de la opción de

crecimiento aumenta con la incertidumbre (tomando la volatilidad como proxy), mientras que el valor esperado de los flujos corrientes disminuye (por la mayor tasa de descuento). Un negocio con valor presente neto simple negativo (por efecto de la alta incertidumbre) puede tener un gran componente de valor de opción, que compensa y en la suma de ambos lo coloca en positivo, justificando el negocio. Esto se observa en la línea entrecortada en el gráfico.



Es por ello que ante un incremento de la incertidumbre, se detienen inversiones (“wait and see”) hasta tanto se cuente con mejor información sobre los prospectos de evolución de las variables involucradas, dado que invertir significa ejercer una opción de compra, pero con la mayor incertidumbre esperar (mantener la opción de inversión “viva”) pasa a tener mayor valor, por lo que no conviene ejercer.

Que tipo de activos pueden beneficiarse de frente a esta situación y bajo nuestro análisis, es decir que ante un mayor riesgo incrementen su valor?

Las opciones, y dentro de la economía real, **opciones son derechos**. Vale decir que los activos que han incrementado su valor de un año a esta parte son los que representan derechos:

- derechos de explotación,
- derechos de comercialización,
- derechos de realizar inversiones,
- derechos ganados en licitaciones,
- derechos de distribución de bienes y servicios,
- derechos de cancelación anticipada de créditos,

- derechos de devolución de bienes o servicios comprados, garantías,
- etc;

en resumen, todos aquellos que permiten mantener la flexibilidad en la toma de decisiones, que ante un cambio en las condiciones de mercado pueden ser ejercidos. Si eventualmente Ud. esta pensando en la estrategia de su empresa, el camino que debiera evaluar en cuanto a alternativas generadoras de valor en la actual situación es la posibilidad de adquirir activos que representen derechos. Este es el momento adecuado, y no necesariamente los precios de los mismos se han ajustado reflejando su mayor valor.