

EL RIESGO PAÍS

Su incidencia en el cálculo del costo de capital

María Antonia Pedraza

Universidad Nacional de La Rioja

Para comentarios: m.pedraza@larioja.gov.ar

El riesgo país mide la capacidad de pago de un país de asumir sus compromisos financieros de deuda a nivel internacional. Es decir el riesgo que una institución financiera asume al confiar en un país determinado distinto del país del que ella misma procede.

El riesgo país se mide por un índice que elabora el Banco estadounidense CHASE-JP MORGAN llamado EMBI (Emerging Market Bond Index) y sus variantes EMBI+ y EMBI-Global y mide la confianza de los inversores hacia los países al calcular la sobretasa de los bonos de un Estado respecto a la de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos.

En fórmula

$$\text{TIR bono país emergente en u\$s} - \text{TIR T-bond} = \text{premio por riesgo soberano}$$

La calificación de riesgo país no solo implica un mayor costo de la deuda denominada en dólares, sino una reducción en los capitales disponibles dado que muchos acreedores no están dispuestos, a colocar sus fondos bajo calificaciones especulativas.

Cuanto más alto riesgo país, más caro es el crédito para el país que asume los compromisos y más costoso el tenor de la crisis.

Situación argentina. A partir del mes de junio de 2005, y tras la incorporación parcial de los bonos post-canje emitidos por el gobierno, el riesgo país cayó sensiblemente de 6.600 a 794 puntos básicos, (siendo 100 puntos básicos igual a 1 punto porcentual). En junio el riesgo argentino estaba mucho más alto porque aún no se habían retirado completamente de la composición del índice los viejos bonos en default. Al mes de agosto el riesgo país ronda los 410 puntos. Esto se puede observar en los siguientes gráficos.



Riesgo país y tasa de descuento. El riesgo país debe incluirse en el cálculo de la tasa de descuento que se utilice en la valuación de un mercado emergente.

Si consideramos el CAPM (CAPITAL ASSET PRICING MODEL O MODELO DE VALUACIÓN DE ACTIVOS DE CAPITAL) el rendimiento esperado de un activo se puede traducir como:

$$\text{Rendimiento esperado} = \text{rendimiento libre de riesgo} + \text{prima por riesgo}$$

Utilizando símbolos nos queda:

$$R_j = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

donde:

R_f : es la tasa libre de riesgo

β : es el riesgo sistemático o de mercado

R_m : es la tasa de mercado.

La tasa libre de riesgo que debe utilizarse depende de la evaluación que se está realizando, por ejemplo si se trata de un Activo de corto plazo, se utiliza el Rendimiento a corto plazo de letras del tesoro de EE UU, por otro lado si el análisis es de largo plazo, debemos utilizar el Rendimiento de un título del tesoro de EE UU a largo plazo.

El Riesgo País se suma como un premio extra en la tasa de descuento, de modo que la fórmula nos quedaría de la siguiente manera:

$$R_j = R_f + \text{Riesgo País} + \beta (R_m - R_f)$$

Si se incluye el Riesgo País en países en Default, como el nuestro hasta junio de 2005, los resultados pueden arrojar a veces tasas muy elevadas, por ejemplo con un riesgo país de 6000 puntos básicos, tenemos ya un 60% a incorporar en el cálculo de la tasa.

Analizando por ejemplo la TIR de dos bonos:

Bono del tesoro de Estados Unidos a 10 años : TIR = 4,17% anual (inversión libre de riesgo por definición)

Bono del gobierno argentino BODEN 2012: TIR = 7,99 % anual (inversión riesgosa)

Ahora descompongamos la TIR de estos bonos en sus premios:

Inversión	TIR	Premio por esperar	Premio por arriesgarse
Bono de EEUU	4,17%	4,17%	0%
Bono argentino	7,99%	4,17%	3,82%

Ahora se preguntarán a que se debe la diferencia de tasas. La respuesta es esta: el gobierno de EEUU es considerado el pagador mas solvente del mundo, por lo tanto prestarle dinero en forma de un bono a EEUU esta prácticamente libre de riesgo, la tasa que pagan los bonos de EEUU, es la tasa libre de riesgo que se usa como referencia. El gobierno argentino es considerado un pagador muy poco solvente, por lo tanto prestarle dinero en forma de un bono es considerado arriesgado, en nuestro ejemplo la magnitud de ese riesgo se mide por la sobretasa que paga Argentina con respecto a EEUU que en el ejemplo es del 3,82% , esta tasa es el famoso RIESGO PAIS.

Riesgo propio de un negocio. Continuando con el ejemplo anterior agreguemos una tercera opción: invertir en un negocio (por ejemplo fabricar autos) en la Argentina. La TIR de esta inversión la suponemos del 20% anual. Armemos la misma tabla que en el punto anterior:

Inversión	TIR	Premio por esperar	Premio por arriesgarse
Bono de EEUU	4,17%	4,17%	0%
Bono argentino	7,99%	4,17%	3,82%
Negocio	20%	4,17%	15,83%

Como se ve el premio por arriesgarse es mayor en el negocio que en el caso del bono, si analizamos como se compone el premio por arriesgarse del negocio vemos esto:

$$\text{Premio por arriesgarse negocio en Argentina} = 15,83\% = \text{Riesgo país (7,99\%)} + \text{Riesgo propio del negocio (7,84\%)}$$

Como se puede ver existe un premio por el riesgo propio del negocio, esta tasa es propia de la actividad y varia muy poco con el paso del tiempo. También se puede ver que el riesgo país influye en el premio por arriesgarse a hacer el negocio en Argentina, entonces se llega a la conclusión que si el riesgo país es alto entonces el premio por arriesgarse a hacer un negocio en Argentina deberá ser alto. Cuanto más alto es este premio demandado por el mercado, menos proyectos de inversión son capaces de tener una rentabilidad acorde a esto, por lo tanto se llega a la conclusión que un nivel alto de riesgo país perjudica la concreción de inversiones y por lo tanto el crecimiento de la economía será menor, trayendo como consecuencia desocupación y bajos salarios.

Riesgo país y flujos de efectivo. Por ello para realizar un análisis más exhaustivo, debemos considerar algunos factores macroeconómicos del país en el que se producen los ingresos o se radicará la inversión, creando ciertos escenarios como por ejemplo:

- Inflación
- Déficit fiscal
- Evolución del PBI
- Tipo de cambio
- Tasa de interés

Estas variables a su vez deben relacionarse coherentemente. Por ejemplo el crecimiento y la inflación son variables que normalmente influyen en el tipo de cambio. Si proponemos un escenario con una inflación hipotética debemos asegurarnos de que el tipo de cambio refleje esa inflación en el largo plazo. En un escenario de atraso cambiario podría pensarse en un estancamiento de las exportaciones. De igual manera con respecto a las tasas de interés, estas también son afectadas por la inflación de forma tal que debemos pensar en tasas de interés reales de largo plazo. Otro aspecto a tener en cuenta es la existencia de un déficit fiscal y la forma en que será financiado por el Estado, ya que si es financiado con deuda, debemos analizar el impacto de la colocación de los bonos sobre la tasa de interés.

En definitiva cada una de las variables macroeconómicas conduce a un cambio en el flujo de efectivo, cuyos rubros más afectados resultan ser las ventas, los gastos, el capital de trabajo, los activos fijos y los servicios de la deuda. En conclusión la utilización del riesgo país en el flujo de efectivo tiene las siguientes consideraciones a favor:

- **Diversificación:** Los inversores pueden diversificar mejor el riesgo atribuible a los países emergentes, tales como expropiación, devaluación, guerras civiles etc.
- **Idiosincrasia:** El riesgo país no afecta a todas las industrias en la misma forma. Un exportador se beneficia con la devaluación, y el importador se ve afectado.
- **Desarrollo temporal del flujo de efectivo:** el título o los títulos utilizados para el cálculo del riesgo país suelen no coincidir con el flujo de efectivo de la firma.
- **Ingresos en otros países:** a veces las empresas se localizan en un País distinto al que genera los ingresos, en estos casos el análisis debe incluir el riesgo del país donde se producen los ingresos.