

# EL ARRIESGADO NEGOCIO

Eduardo Pablo

## DE INVERTIR EN VENEZUELA

El riesgo país de Venezuela entre 1998 y 2009 ha estado determinado por factores tanto políticos como económicos: una percepción de gran riesgo político combinada con la variación del precio del petróleo. Mediciones cualitativas, como el Índice de libertad económica, corroboran el gran riesgo de invertir en Venezuela comparado con cualquier otro país latinoamericano.

EL «RIESGO PAÍS» es un concepto relativamente nuevo en finanzas. Thomas Krayenbuehl, autor de un libro clásico sobre el tema, lo definió en 1988 como la posibilidad de que un Estado o compañía privada no esté dispuesto o no sea capaz de cumplir sus obligaciones con acreedores externos. Desde entonces, el concepto ha sido aplicado no sólo al riesgo propio de instrumentos de deuda sino también a inversiones financiadas con capital patrimonial por parte de inversionistas externos.

Los académicos no están todavía del todo de acuerdo en cómo cuantificar el efecto neto del riesgo país sobre la rentabilidad exigida a una inversión y a qué tipo de empresas es aplicable. En finanzas está demostrada la relación entre riesgo y retorno: a mayor riesgo, mayor rendimiento exigido a una inversión. Este riesgo se define como incertidumbre acerca de los flujos de efectivos finales asociados con la inversión o, lo que es igual, volatilidad de los flujos de efectivo esperados. El concepto de riesgo país, sin embargo, se define de una manera más parecida a la usual en el sector de seguros: la posibilidad de un siniestro. En otras palabras, el riesgo país se asocia con situaciones o acontecimientos negativos que afectan los flujos de efectivo de un negocio estatal o privado, o la capacidad del Estado para pagar sus acreencias. Como resultado de esta inconsistencia en la definición del riesgo, surgen preguntas sin respuestas claras acerca de la manera óptima de incorporar el riesgo país al cálculo de la rentabilidad exigida a un proyecto o negocio, tal como lo señala Jaime Sabal, profesor del IESA, en su libro *Financial decisions in emerging markets* (Decisiones financieras en mercados emergentes). Dado que el riesgo país es diversificable o asegurable, la aplicación por igual del concepto a todo tipo de inversiones constituye un claro error de la práctica financiera en la actualidad.

### ¿Cómo se mide el riesgo país?

El riesgo país se calcula como la diferencia entre el costo del financiamiento en un país —Venezuela, por ejemplo— en un momento dado y el costo del financiamiento en Estados Unidos, que se usa como patrón de referencia. Específicamente, para Venezuela se suele utilizar un bono en dólares cuyo contrato de deuda sea lo más parecido posible al de otro bono en dólares emitido por el Gobierno de Estados Unidos. Dado que los bonos son «idénticos», la diferencia en el retorno al vencimiento (*yield-to-maturity*) entre ambos bonos sirve para predecir el componente que un inversionista extranjero exigiría por invertir en Venezuela, en comparación con una inversión en Estados Unidos.

La diferencia de tasas de rendimiento es una medida globalmente aceptada del riesgo país. Pero pueden darse ocasiones en que esta medida cuantifique de manera errónea un acontecimiento asociado con el riesgo país. Piense qué pasaría con la diferencia de tasas entre los bonos venezolanos y estadounidenses si el Gobierno venezolano, para proteger las reservas internacionales, aplicara un control de cambios. El control de cambios es un evento negativo que limita la capacidad de pago de las empresas venezolanas en el exterior y, por ende, debería aumentar el riesgo país. Sin embargo, dado que las reservas se protegen para garantizar el pago de la deuda en detrimento de otros demandantes de dólares que no tendrían acceso, el rendimiento exigido al bono venezolano disminuiría.

El riesgo Venezuela medido por el diferencial entre bonos se encontraba, para finales de junio de 2009, por encima de 1.300 puntos o 13 por ciento. Esto quiere decir que un inversionista exige 13 por ciento más en dólares por comprar un bono venezolano en vez de un bono emitido por el Gobierno estadounidense. Este diferencial era el mayor de todos los países latinoamericanos. Ni siquiera Argentina, que incumplió en años recientes los pagos de su deuda, tenía un riesgo país tan alto como Venezuela. ¿A qué se debió esto?

### ¿Cuáles son los determinantes del riesgo país?

Krayenbuehl divide los determinantes del riesgo país en políticos y económicos. La mayoría de los determinantes identificados por Krayenbuehl —diez años antes del comienzo del gobierno de Chávez— explican claramente el alto riesgo de invertir en Venezuela, y parecen aplicarse de manera directa al caso venezolano, pero es importante mencionar los más importantes desde 1998. Una combinación de factores económicos y políticos explica el alto riesgo de invertir en Venezuela desde 1998 hasta 2003. Los eventos asociados con los determinantes políticos y económicos no son necesariamente independientes.

El bajo precio del principal producto de exportación de Venezuela, junto con una combinación de «crisis de Gobierno» y «calidad de Gobierno» incidieron de manera importante en el nivel de riesgo asociado con el país. En cuanto al factor «calidad de Gobierno», hasta mediados del año 2003 el Gobierno enfrentó fuertes grupos de presión tanto en los partidos políticos tradicionales como en la sociedad civil. Entre finales del año 2002 y el primer semestre de 2003 ocurrieron varios hechos asociados con el factor «crisis de Gobierno», entre ellos la salida del presidente Chávez en abril de 2002, disturbios, asesinatos políticos, entre otros. A partir del primer trimestre de 2003 el riesgo Venezuela bajó, producto del aumento del precio del petróleo en los mercados internacionales y una mejora en el factor «calidad de Gobierno», dado que los grupos de presión políticos y de la sociedad civil perdieron fuerza. El riesgo Venezuela disminuyó de cerca del quince por ciento a valores mínimos durante 2006 en la vecindad del tres por ciento. El principal factor explicativo del comportamiento del diferencial de tasas entre los bonos venezolanos y estadounidenses es el precio del petróleo.

Desde principios de 2007 comienza un incremento sostenido del riesgo Venezuela en dos fases: una desde inicios de 2007 hasta mediados de 2008 y otra mucho más pronunciada a partir desde mediados de 2008 hasta comienzos

## El riesgo Venezuela

(diferencia entre las tasas de los bonos venezolanos y los estadounidenses, del 31 de julio de 1998 al 28 de julio de 2009; porcentajes)



Fuente: Reuters 3000 Xtra Hosted.

## ¿Qué determina el riesgo país?

### Determinantes políticos

Ambiente constitucional	Independientemente de que la constitución garantice derechos políticos y civiles, se busca la aplicación de estos principios
Partidos políticos	En regímenes democráticos, se desea el pluripartidismo sin personalismo
Calidad del Gobierno	¿Puede el Gobierno actuar o su acción se encuentra bloqueada por grupos de presión? ¿Cuál es el tamaño de la burocracia?
Crisis de Gobierno	Atentados, golpes de Estado, revoluciones internas, disturbios
Política externa	Pertenencia o no a determinado grupo económico u organización
Sistema económico	Tamaño de la economía controlada por el Estado
Estructura social y demográfica	Tasa de analfabetismo, distribución del ingreso, estructura poblacional
Diferencias religiosas y étnicas	¿Constituyen causas de inestabilidad?
Regulación de inversiones extranjeras	Libre entrada y salida de bienes y servicios, reciprocidad
Intervención foránea en asuntos internos	Contrabando de armas, desarrollo de células guerrilleras
Actos discriminatorios	Embargo financiero internacional, bloqueos comerciales
Conflictos bélicos	Participación del país en cualquier tipo de guerra

### Determinantes económicos

Inflación y política cambiaria	Factores directamente relacionados con la capacidad de obtención de divisas para cancelar los compromisos externos
Políticas económicas	Independencia del Banco Central, disposición a emitir dinero inorgánico
Usos de fondos externos	¿Son utilizados para generar renta futura o para cubrir consumo del período?
Exportaciones e importaciones	En particular, es deseable que las exportaciones netas sean positivas
Recursos naturales	Inventario factible de recursos naturales
Gerencia de la deuda	Gerencia de amortizaciones, pago de intereses, refinanciamiento y nuevos créditos a la nación
Movimiento de capitales	Ingreso o egreso neto de divisas producto de inversiones, transferencias unilaterales, fuga de capitales
Barreras comerciales	Tanto cuantitativas como cualitativas
Precios de materias primas	A mayor precio mayor capacidad de pago
Tasas de interés	A mayor tasa de interés en los mercados globales, menor capacidad de pago
Catástrofes naturales	Desviación de recursos de la deuda o cumplimiento de otros compromisos
Costos de transporte	Al aumentar disminuyen los ingresos de los países productores de materias primas
Condiciones de mercado	La liquidez del mercado y las expectativas sobre tasas de interés limitan o favorecen la capacidad de negociación
Fondos de organismos multilaterales	¿Cuál es la capacidad y disposición de ayuda de organismos multilaterales?

Fuente: Krayenbuehl (1988).

de 2009. El incremento inicial del riesgo Venezuela se debe a una combinación de factores políticos: ambiente constitucional (percepción de incumplimiento de varios artículos de la Carta Magna y otras leyes de la República por parte del Gobierno), partidos políticos (un solo partido en la Asamblea Nacional que otorga poderes especiales al presidente), calidad del Gobierno y sistema económico (el tamaño de la burocracia aumenta exponencialmente con la nacionalización de varias empresas privadas, lo cual incrementa la importancia económica del Estado frente al sector privado), y política externa (intensificación de la asimetría entre los principales socios económicos y los principales socios políticos). Además, los factores económicos de política cambiaria (mayores restricciones para obtener divisas al precio oficial) y políticas económicas (percepción de dependencia del Banco Central y aumento de la inflación) contribuyeron a incrementar el riesgo Venezuela de tres a ocho por ciento.

A raíz de la crisis mundial que se desencadena a partir de julio y agosto de 2008 se incrementa exponencialmente la percepción del riesgo de invertir en mercados emergentes y llega a un veinte por ciento en el caso venezolano. A partir de finales de 2008 y hasta la fecha los mercados internacionales han observado que, en promedio, los mercados emergentes se han comportado de manera más estable que en otras ocasiones, debido a políticas macroeconómicas serias adoptadas y mantenidas en la mayoría de los países. Esto ha hecho que el riesgo país promedio de los mercados emergentes —incluyendo a Venezuela— haya disminuido algo. Sin embargo, el riesgo de invertir en Venezuela a la fecha es el mayor de todos los países latinoamericanos.

### Libertad, facilidad para hacer negocios y gobernabilidad

Existen otros indicadores de riesgo país, basados en apreciaciones cualitativas más que cuantitativas. Ejemplos de ellos son el índice de libertad económica publicado por la Heritage Foundation y los informes del Banco Mundial *Doing business 2009* (Hacer negocios 2009) y los indicadores mundiales de gobernabilidad 1996-2008. El índice de libertad económica está integrado por varios subíndices: libertad para comerciar, sistema fiscal, tamaño del Gobierno, sistema monetario, libertad de inversión, respeto a los derechos de propiedad, corrupción, mercado laboral y libertad para establecer un negocio en cualquier actividad. Según este índice, en 1998 Venezuela ocupaba el puesto 98 entre 156 países. Superaba a Nicaragua (100), Brasil (108), Haití (129) y Cuba (152). Para 2009, Venezuela ocupa el puesto 174 (entre 179 países), sólo mejor que Eritrea, Birmania, Cuba, Zimbabwe y Corea del Norte. A modo de comparación, el siguiente país latinoamericano por encima de Venezuela es Haití (147), 27 posiciones más arriba.

Algo similar sucede con el informe *Doing business* del Banco Mundial. Venezuela ocupa el lugar 174 de 181 países evaluados. Comparados con Venezuela, sólo en Chad, Sao Tomé, Burundi, República del Congo, Guinea-Bissau, República Central de África y República Democrática del Congo, es más difícil y costoso hacer negocios. El país se ubica por detrás de naciones que han sido devastadas por guerras o sufrido largas dictaduras, como es el caso de Cuba, Zimbabwe, Irak o Afganistán.

Venezuela también ocupa un lugar muy bajo en la clasificación de gobernabilidad elaborada por el Banco Mundial, que evalúa el desempeño mediante seis indicadores: voz y rendición de cuentas, inestabilidad política y ausencia de

violencia, efectividad del Gobierno, imperio de la ley, calidad regulatoria y control de la corrupción. Ha pasado del percentil 35 en 1998 (es decir, mejor que el 35 por ciento de los países del mundo) al percentil 13 en 2008 (sólo 13 por ciento, o 21 de 181 naciones, tenían indicadores de gobernabilidad inferiores). De hecho, si se conjugan la facilidad

## El riesgo de invertir en Venezuela es el mayor de todos los países latinoamericanos

para hacer negocios con la gobernabilidad, Venezuela ocupa uno de los lugares más desaventajados de América Latina, una posición que coincide con la escasa inversión extranjera registrada por el país.

### ¿Qué depara el futuro inmediato?

Lamentablemente, en términos relativos, Venezuela seguirá valorada durante los próximos años como uno de los países con mayor riesgo en la región. Países como Perú y México llevan años con políticas claras de promoción de inversiones extranjeras y estabilidad regulatoria e institucional. El inversionista nacional o extranjero exigirá una prima adicional de rendimiento para compensar el riesgo de operar un negocio en Venezuela. Esto indudablemente desincentiva la inversión, porque el rendimiento exigido en países con menor riesgo es menor y por lo tanto se explotan oportunidades de inversión que estimulan la economía y crean riqueza para la sociedad.

Venezuela pasó de ser uno de los países latinoamericanos con mejor reputación en lo que respecta a la seguridad de las inversiones a tener la peor reputación. Recuperar la posición perdida no es tarea fácil. Sin embargo, otros países latinoamericanos lo han hecho y Venezuela no debería ser la excepción. ■

### REFERENCIAS

- Céspedes, J., C. Molina, E. Pablo y M.A. Santos (2009): «Empresas venezolanas: una década operando en entornos adversos». M. Penfold y R. Vainrub (editores): *Estrategias en tiempos de turbulencia*. Caracas: Ediciones IESA.
- Krayenbuehl, T.E. (1988): *Country risk: assesment and monitoring*. Cambridge: Woodhead-Faulkner.
- Miller, T. y K. Holmes (2009): *Index of economic freedom*. Washington: Heritage Foundation.
- Sabal, J. (2002): *Financial decisions in emerging markets*. Oxford: Oxford University Press.

**Eduardo Pablo**  
Profesor del IESA