

¿Qué tasa de descuento se debe usar para evaluar PROYECTOS DE INVERSIÓN en Venezuela?

Carlos Alberto Molina y Miguel Ángel Santos

Hoy no se puede dar por sentado que la capacidad de pago de un país está estrechamente relacionada con el desenvolvimiento de una empresa. Aunque la teoría financiera no ha llenado ese vacío, de una forma aceptada y practicable dentro de las limitaciones de los mercados emergentes, se han desarrollado aproximaciones a un método que arroje una cifra acorde con la intuición de riesgo de inversionistas y analistas.

ANTES TODO ERA MÁS SENCILLO. Para determinar la tasa de rendimiento que se le podía exigir a una inversión, se calculaba la tasa correspondiente en Estados Unidos y se le agregaba el riesgo soberano; es decir, la diferencia que los mercados financieros exigen a los títulos de deuda pública venezolana. Este procedimiento se basa en el supuesto de que los factores determinantes de la capacidad de pago de la deuda soberana están estrecha-

mente relacionados con el desenvolvimiento de la empresa. Durante mucho tiempo se ha estado suponiendo que si al Gobierno le va bien, si el precio del petróleo se mantiene alto y el déficit fiscal está bajo control, entonces no será necesario devaluar con propósitos fiscales, habrá menos presiones inflacionarias y los prospectos de la empresa se verán mejores. Mientras al Gobierno le vaya bien, a la empresa le irá bien, y viceversa.

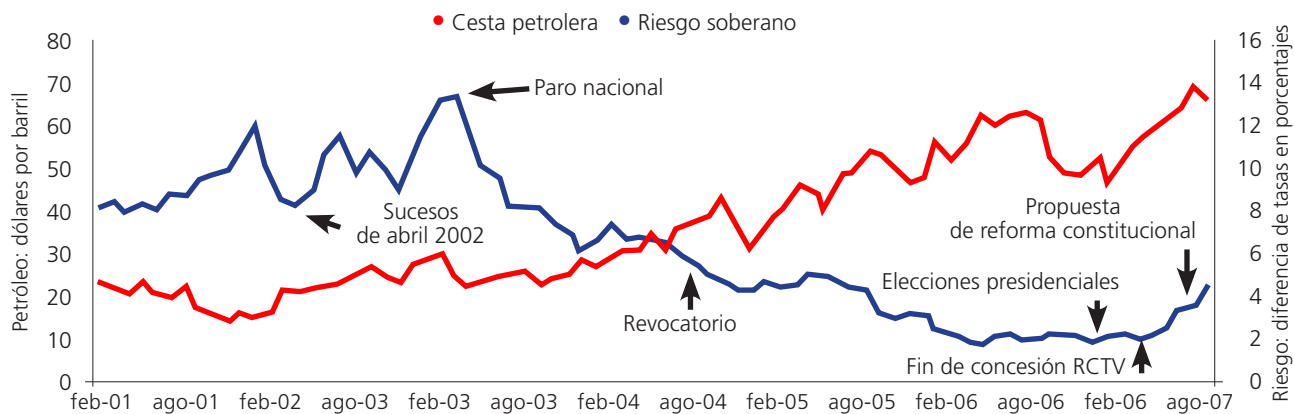
Los acontecimientos de los últimos cinco años han puesto a temblar los ya de por sí débiles cimientos de esa relación entre el riesgo soberano y el riesgo privado. Las señales de alerta no vienen sólo de Venezuela, aunque ciertamente este es un caso emblemático: cada vez es más evidente que al Gobierno le puede ir muy bien, mientras que el ambiente donde se desenvuelve la economía privada se deteriora. En la mayoría de los mercados emergentes han ocurrido cambios que obligan a revisar la concepción tradicional del riesgo privado. Entre 2002 y 2006, las quince economías emergentes más importantes del planeta redujeron a la mitad su relación entre endeudamiento externo y tamaño de la economía, sustituyendo gradualmente los vencimientos de deuda en moneda extranjera con nuevas emisiones en

moneda local. Esta estrategia ha incrementado su margen de maniobra y reducido tanto la percepción de riesgo de la deuda externa como esas diferencias que antes se consideraban aproximaciones al riesgo privado.

Los practicantes de las finanzas reaccionaron de inmediato. A fin de cuentas, la percepción del riesgo de un mercado y una actividad económica específica es un hecho de naturaleza intuitiva, que se desarrolla con la experiencia, y la fórmula que se utiliza es apenas un vehículo para expresar de manera más precisa esa intuición. La antigua concepción del riesgo soberano como aproximación del riesgo país ha caído en desuso, pero la teoría financiera no ha acudido aún a llenar ese vacío, al menos no de una forma universalmente aceptada, comprendida y practicable dentro de las limitacio-

Los mercados financieros han evaluado erráticamente la capacidad y la disposición a pagar del Gobierno venezolano

Precio de la cesta petrolera y riesgo soberano de Venezuela, febrero de 2001-agosto de 2007



Las cifras corresponden al último día hábil de cada mes.

Diferencia entre rendimientos de la deuda soberana de Venezuela y mercados emergentes, enero de 1998-septiembre de 2007 (porcentajes)

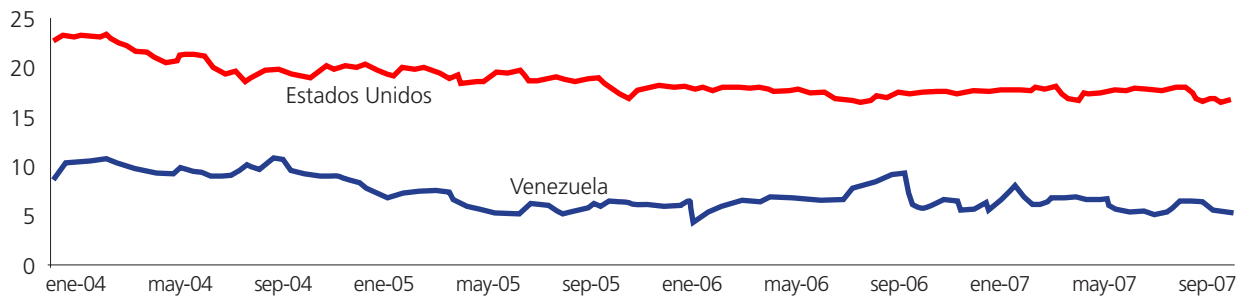


Las cifras corresponden al último día hábil de cada semana y se expresan en función del Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI, por las siglas en inglés de *Emerging Markets Bond Index*).

Fuente: Bloomberg.

Relación precio-utilidad de los activos empresariales en Venezuela y Estados Unidos, 2004-2007

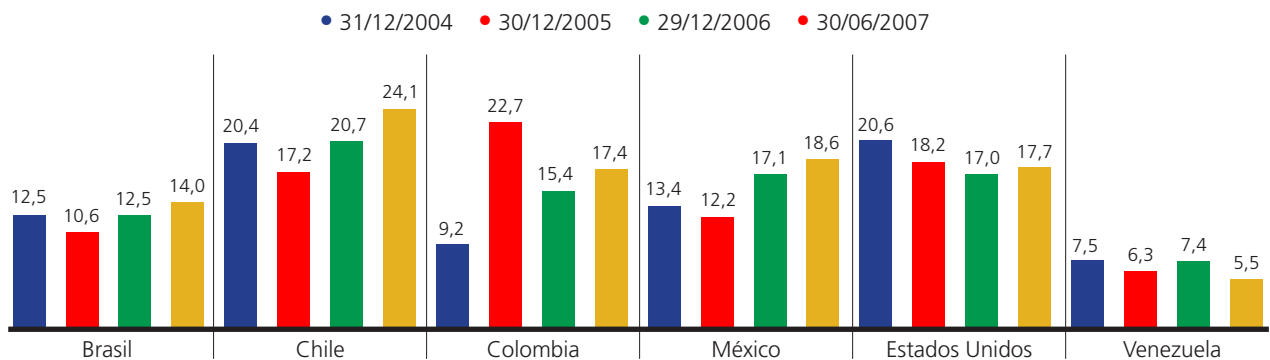
(porcentajes)



Nota: las cifras utilizadas para Venezuela corresponden al Índice de la Bolsa Valores de Caracas y para Estados Unidos al índice Standard & Poor's 500.

Relación precio-utilidad en los mercados de valores de Estados Unidos y América Latina, 2004-2007

(porcentajes)



Fuente: Bloomberg.

nes de liquidez y de información de los mercados emergentes. A falta de mejor cosa se han desarrollado adaptaciones, variaciones y permutaciones de la fórmula tradicional en la búsqueda de un método que arroje una cifra más acorde con la intuición de riesgo desarrollada por los practicantes.

Riesgo soberano y riesgo privado

El riesgo soberano —la diferencia entre los rendimientos exigidos a una cesta de bonos de deuda externa venezolana y una de características similares en Estados Unidos— depende de la percepción de capacidad y disposición a pagar del Gobierno. Esa relación, a la sombra del incremento sostenido en el precio de la cesta petrolera venezolana, cayó de 13,41 por ciento (en marzo de 2003, al finalizar el paro nacional) a apenas 1,71 por ciento (en abril de 2006). Después vino un periodo de relativa estabilidad, durante el cual el riesgo soberano llegó a estar incluso por debajo de las diferencias presentadas por el conjunto de mercados emergentes, que se extendió hasta el fin de la concesión de RCTV y la introducción de la propuesta de reforma constitucional. A partir de entonces ha mostrado una tendencia al alza (4,54 por ciento en agosto de 2007), aunque todavía muy lejos de los porcentajes registrados a comienzos de 2003.

Los fundamentos de la economía venezolana no han variado tanto en apenas unos meses: el precio del petróleo ha seguido subiendo y la política económica mantiene la misma orientación general. Estos movimientos de precios de la deuda soberana se relacionan, quizá, con un cambio de la percepción de la disposición a pagar, más que con la capacidad para hacerlo. En cualquier caso, los mercados financieros se han desempeñado de forma bastante errática al evaluar el desempeño del Gobierno venezolano y sus consecuencias sobre las perspectivas de la deuda soberana: reaccionaron positivamente tanto a la breve salida de Hugo Chávez durante la crisis de abril de 2002 como a su victoria en el revocatorio de agosto de 2004; también reaccionaron positivamente a su victoria en la elección presidencial de diciembre de 2006, para luego corregir (como se diría en la jerga de los practicantes) con el fin de la concesión de RCTV y la introducción de la reforma constitucional (ambas medidas reveladas al público como promesas durante la campaña electoral).

Mientras todo esto ocurre en el mercado de bonos soberanos, los descuentos de los activos venezolanos que se cotizan en los mercados de valores se han mantenido relativamente estables, en relación con sus contrapartes de América Latina y Estados Unidos. Durante los últimos cuatro años el Índice

de la Bolsa de Valores de Caracas (IBVC) ha presentado una relación precio/utilidad entre 58 y 68 por ciento menor que su contraparte en Estados Unidos (el índice Standard & Poor's 500). Este descuento se mantiene cuando se comparan los índices de los mercados de valores de América Latina.

La estabilidad relativa de las diferencias en la relación entre el precio y la utilidad con respecto a estos mercados, durante los últimos cuatro años, contrasta con la volatilidad de la deuda soberana. Pareciera que en Venezuela, al valorar los activos que se cotizan en el mercado de valores, los agentes económicos tuvieran una percepción del futuro bastante menos volátil que la exhibida por los mercados internacionales cuando valoran la deuda soberana. Debido a las restricciones cambiarias y otras

La antigua concepción del riesgo soberano como aproximación del riesgo país ha caído en desuso

que se imponen a la propiedad de activos locales por parte de extranjeros, el IBVC y los activos que allí se cotizan han sido retirados de la composición de varios portafolios diversificados de mercados emergentes, por lo que la mayoría de los inversionistas que participan en la Bolsa de Caracas son nacionales.

Aun con las deficiencias de la relación entre el precio y la utilidad (por ejemplo, no toma en cuenta las diferencias en la relación deuda/capital en los diferentes mercados), sigue siendo una aproximación al valor del capital en años de utilidad. En Venezuela, el punto máximo de los últimos cuatro años ha sido 7,45 (en 2004). Esto significa que el mercado está dispuesto a adquirir el capital de las empresas que cotizan en la Bolsa de Caracas por un valor equivalente, en promedio, a 7,45 años de la última utilidad reportada. Tanto Estados Unidos como los mercados de América Latina se ubican en un intervalo, en junio 2007, entre 12,03 (Argentina) y 24,13 (Chile); para ese momento Venezuela apenas alcanzaba 5,48.

Mientras mayor sea la relación entre el precio y la utilidad más futuro se percibirá: mayores perspectivas de crecimiento y menor descuento (y viceversa). Los precios del conjunto de los activos privados que se cotizan en la Bolsa de Caracas, con las limitaciones de liquidez y de representatividad del caso, llevan implícitos un riesgo mucho mayor que el indicado por la diferencia del rendimiento de la deuda soberana en comparación con otros mercados. Este hecho, fácil de verificar para el pequeño conjunto de empresas que cotizan en la Bolsa de Caracas, se puede extrapolar al resto de la economía venezolana: entre 2005 y 2006 el riesgo soberano se redujo en 1,3 por ciento mientras que, en la clasificación del clima de negocios elaborada por el Banco Mundial, Venezuela pasó del lugar 144 al 164 entre 175 países. A raíz de los hechos recientes que han puesto en evidencia las distintas naturalezas del riesgo privado y el riesgo soberano, la clasificación del clima de negocios está siendo utilizada por algunas bancas de inversión, entre otros factores que ayudan a explicar la percepción del riesgo privado en mercados emergentes.

Evaluación del clima de negocios de Venezuela, 2005-2006

(posición ocupada entre 175 países)

| | 2005 | 2006 | Cambio |
|---------------------------|------|------|--------|
| Evaluación general | 144 | 164 | -20 |
| Registrar propiedades | 48 | 75 | -27 |
| Procesar licencias | 107 | 98 | 9 |
| Comercio internacional | 110 | 116 | -6 |
| Iniciar un negocio | 124 | 129 | -5 |
| Hacer cumplir contratos | 125 | 129 | -4 |
| Obtener créditos | 59 | 143 | -84 |
| Cerrar negocios | 141 | 144 | -3 |
| Protección de inversiones | 162 | 162 | 0 |
| Emplear trabajadores | 167 | 165 | 2 |
| Pagar impuestos | 167 | 167 | 0 |

Fuente: Banco Mundial (www.doingbusiness.org).

La percepción de un riesgo privado superior al riesgo soberano tiene una correspondencia estadística fácil de verificar: los movimientos del precio de la deuda pública externa y del IBVC han estado cada vez menos correlacionados en los últimos cinco años. Esta pérdida de correlación también se registra en otras economías emergentes; en particular en América Latina, debido principalmente a la estrategia de sustituir deuda pública externa por deuda interna.

Deuda externa de países de América Latina, 2000-2006

(porcentajes del producto interno bruto)

| | Argentina | Brasil | Ecuador | Perú | Venezuela |
|------|-----------|--------|---------|------|-----------|
| 2000 | 29,8 | 19,0 | 88,0 | 36,0 | 19,1 |
| 2001 | 35,0 | 26,7 | 67,8 | 35,2 | 19,2 |
| 2002 | 87,3 | 35,3 | 65,1 | 36,3 | 29,0 |
| 2003 | 77,8 | 48,8 | 63,4 | 37,0 | 29,5 |
| 2004 | 73,1 | 35,1 | 56,5 | 35,1 | 24,8 |
| 2005 | 60,1 | 22,6 | 53,0 | 28,1 | 22,1 |
| 2006 | 47,6 | 15,6 | 47,9 | 23,5 | 15,0 |

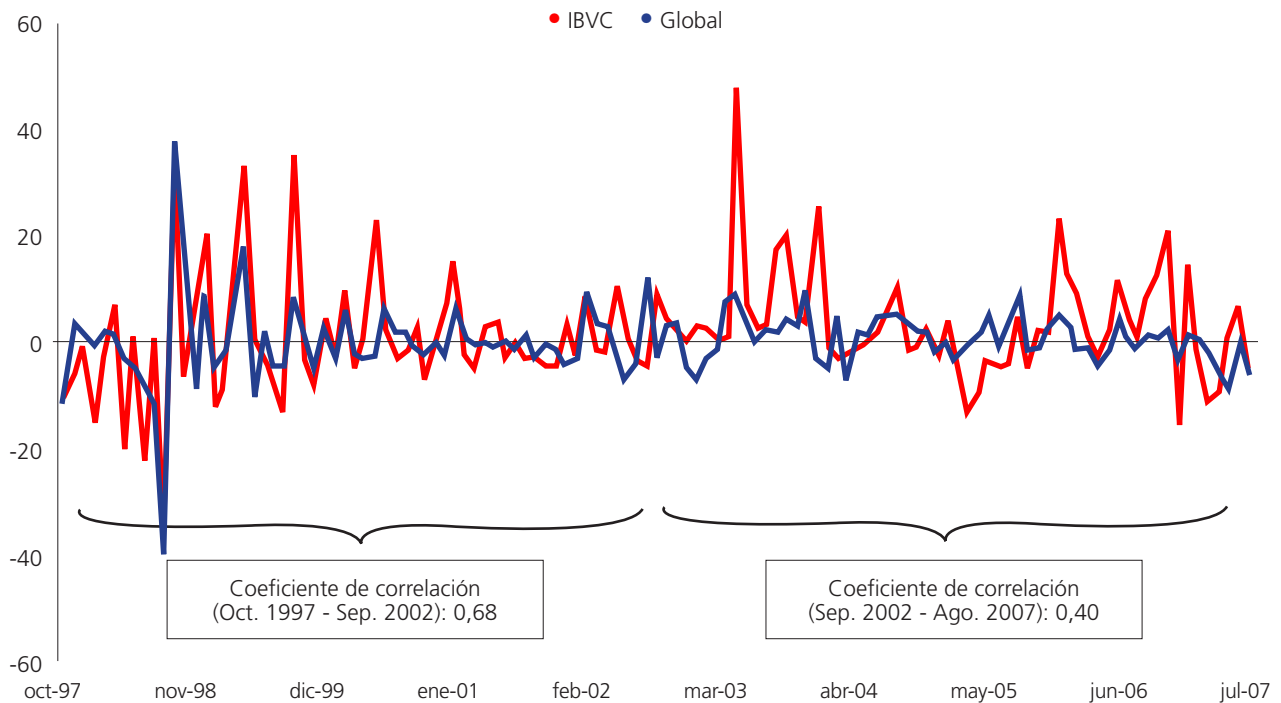
Fuente: Bloomberg.

¿Qué tasa se debe usar para evaluar proyectos de inversión?

Los acontecimientos recientes han puesto en evidencia las debilidades del enfoque tradicional para calcular el rendimiento requerido de inversiones de capital privado, utilizando el riesgo soberano como aproximación. Los practicantes de las finanzas han venido ajustando la fórmula utilizada más comúnmente para calcular retornos requeridos de inversiones de capital: el modelo de valoración de activos de capital (CAPM, por sus siglas en inglés). La búsqueda de algún elemento que represente mejor el verdadero riesgo de las inversiones de capital privado no ha sido una tarea fácil. Si bien es cierto que el uso del riesgo soberano como aproximación al riesgo privado arroja tasas de rendimiento requerido muy bajas (que subestiman la verdadera exposi-

Variaciones del retorno mensual del Bono Global 2027 y del Índice de la Bolsa de Valores de Caracas, octubre de 1997-agosto de 2007

(porcentajes)



Nota: el coeficiente de correlación mide el grado de coincidencia entre los cambios ocurridos en dos variables. En este caso, entre 1997 y 2002 los movimientos de la deuda soberana (representada aquí por los Bonos Globales) y el Índice de la Bolsa de Valores de Caracas coincidieron en un 68 por ciento; durante los últimos cinco años (2002-2007) ese grado de coincidencia cayó a 40 por ciento.

Fuente: Bloomberg.

ción de los inversionistas), incorporar la volatilidad del mercado de valores venezolano tampoco es la panacea: la Bolsa de Caracas es pequeña, muy poco representativa del ámbito empresarial venezolano y tiene poca liquidez.

Algunas fórmulas que tratan de solucionar el problema provienen de los teóricos de las finanzas; y otras, directamente de los practicantes. Aquí se ilustra su aplicación para dos sectores: banca y telecomunicaciones.

CAPM: el modelo de base

El CAPM se basa en una fórmula que añade a la tasa libre de riesgo una prima de riesgo del mercado multiplicada por un factor (beta) que mide la volatilidad del activo particular en relación con el resto de mercado. Lamentablemente no se puede aplicar este modelo con datos del mercado de capitales venezolano. Por ello se recurre a los datos de la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE, por sus siglas en inglés). Utilizando referencias norteamericanas y factores beta promedios para los sectores banca y telecomunicaciones en Estados Unidos, se obtienen rendimientos requeridos (en dólares) de 10,50 por ciento para la banca y 12,2 por ciento para telecomunicaciones. Estos serían los rendimientos

mínimos, de aceptarse el CAPM como modelo válido, que requeriría un inversionista para arriesgar su dinero en empresas con operaciones en Estados Unidos.

Los cálculos se basan en empresas con 33 por ciento de endeudamiento sobre activos (50 por ciento de razón deuda a capital) y tasas impositivas de 34 por ciento. Los valores de tasas libres de riesgo en Venezuela y Estados Unidos, y sus diferencias, corresponden al 30 de agosto de 2007. Las correlaciones históricas han sido calculadas para períodos de cinco y diez años, entre septiembre de 1998 y agosto de 2007. La prima histórica de mercado que se ha utilizado es 4,5 por ciento, según datos de Eloy Dimson, Paul Marsh y Mike Staunton.

La versión más utilizada en mercados emergentes

Una variación del modelo básico agrega, al rendimiento exigido al capital propio en Estados Unidos, la diferencia de riesgo soberano entre las obligaciones del país particular (Venezuela) y Estados Unidos. Al ser esta diferencia de 4,88 por ciento, los rendimientos requeridos anteriores (en dólares) quedarían en 15,35 y 17,08 por ciento para los sectores banca y telecomunicaciones. Este es el método más utilizado

y aceptado, es fácil de calcular y de comunicar. Si un inversionista requiere 10,50 por ciento de rendimiento en dólares para invertir en el sector bancario de Estados Unidos, entonces estaría dispuesto a invertir por 15,35 por ciento en la banca de Venezuela.

Este método es aceptable siempre y cuando exista una alta correlación entre las percepciones de riesgo soberano y riesgo privado. No reconoce que existen ocasiones en las que el riesgo de la deuda soberana puede ser muy distinto al riesgo percibido por los accionistas del sector privado.

Pareciera que en Venezuela, al valorar los activos que se cotizan en el mercado de valores, los agentes económicos tuvieran una percepción del futuro bastante menos volátil que la exhibida por los mercados internacionales cuando valoran la deuda soberana

Adicionalmente, incorporar el riesgo soberano a la fórmula del CAPM supone que ese riesgo es sistemático, cuando en realidad (por ser específico del país) una buena parte se puede diversificar. Finalmente, no todos los proyectos o industrias están sujetos a los mismos grados de riesgo país.

Las versiones de Damodaran y Sabal

Dos académicos que han dedicado esfuerzos a resolver algunos de los problemas de la versión anterior, utilizada en mercados emergentes, son los profesores Aswath Damodaran, de la Escuela de Negocios Stern de la Universidad de Nueva York, y Jaime Sabal, de la escuela de negocios ESADE de la Universidad Ramón Llull de Barcelona, España.

Damodaran aconseja multiplicar la diferencia del riesgo soberano por el factor beta de la industria. Esta fórmula es fácil de calcular, pero su uso no está tan extendido como el de la versión anterior. Sufre del mismo problema: el riesgo de la deuda soberana puede ser muy distinto al riesgo percibido por los accionistas del sector privado.

Sabal sugiere que se utilice la versión original del CAPM (sin añadir la diferencia por riesgo soberano), pero que las betas tomadas del mercado norteamericano sean multiplicadas por otra beta, derivada de la relación que existe entre ese mercado y el mercado venezolano. De esta forma se corrige el hecho de que no todo el riesgo de Venezuela es sistemático y se procura incorporar a la fórmula de riesgo país sólo aquella fracción que efectivamente no puede ser diversificada.

La fórmula de Sabal presenta, sin embargo, problemas que nos devuelven al dilema inicial. El mercado venezolano, si bien posee una volatilidad en sus rendimientos mensuales

tres veces mayor que la del mercado norteamericano (medido por el índice S&P500), muestra también una correlación muy baja con el mercado de Estados Unidos, calculada para los últimos diez años en 21,25 por ciento. Esta baja correlación entre los mercados venezolano y norteamericano hace que los rendimientos requeridos en Venezuela, según la fórmula de Sabal, ¡sean menores que los exigidos en Estados Unidos! La correlación entre los dos mercados resulta en una beta del mercado venezolano con respecto al norteamericano de sólo 0,58. Al ser inferior a la unidad, este factor disminuye cualquier beta que se utilice como referencia del mercado norteamericano, lo que conduce a menores rendimientos requeridos para Venezuela.

Posibles soluciones y sugerencias

Una posible solución al problema planteado consiste en aplicar a las versiones anteriores un factor que tome en cuenta el riesgo privado, reconociendo el hecho de que los activos privados corren algo del riesgo del Gobierno pero sufren también de otro tipo de volatilidad. Una forma de tomar en cuenta ambos factores es aplicar un factor de ajuste (FA) a la prima por riesgo del mercado, dejando al mismo tiempo el diferencial de rendimientos de la deuda soberana:

$$E(R_i) = R_{i,USA} + (R_{i,VZLA} - R_{i,USA}) + B_{i,USA} [E(R_{m,USA}) - R_{i,USA}] * FA$$

El factor de ajuste (FA) equivale a las diferencias de las volatilidades de las bolsas en cuestión, lo cual, tomando datos entre 1998 y 2007, es de 2,72. Esto equivaldría a rendimientos requeridos de 25,46 por ciento la banca y 30,19 por ciento para el sector telecomunicaciones.

$$FAI = (\sigma_{VZLA} / \sigma_{USA}) = 2,72$$

$$\begin{aligned} \sigma_{USA} &= 4,26\% \\ \sigma_{VZLA} &= 11,62\% \end{aligned}$$

Esta fórmula tiene la ventaja de reconocer que el sector privado está expuesto a un tipo de riesgo que va más allá del riesgo soberano: incorpora en el riesgo país tanto el riesgo soberano como la mayor volatilidad del mercado local. Ahora bien, podría criticarse por contabilizar dos veces el riesgo país, ya que considera el riesgo soberano e incluye un factor de ajuste por el diferencial de volatilidades en los mercados de valores respectivos (en alguna medida ambos factores están correlacionados).

Una solución a este problema consistiría en disminuir proporcionalmente el factor de ajuste por la correlación que pudiese haber entre el mercado local de valores y la deuda soberana. La correlación entre los bonos de la deuda venezolana y el IBVC, calculada con datos entre 1998 y 2007, es de 0,40. Al incluir ambos factores completos se estaría

sobrestimando el riesgo en 40 por ciento aproximadamente. El factor de ajuste quedaría entonces en 1,63 en lugar de 2,72, calculado de la siguiente forma:

$$FAII = (\sigma_{VZLA} / \sigma_{USA}) * (1 - \rho_{bonosvzla,BVC}) = 2,72 * (1 - 0,4020) = 1,63$$

$$\begin{aligned} \sigma_{USA} &= 4,26\% \\ \sigma_{VZLA} &= 11,62\% \\ \rho_{bonosvzla,BVC} &= 0,4020 \end{aligned}$$

Con este factor de ajuste los rendimientos requeridos (en dólares) serían 19,02 y 21,88 por ciento para la banca y telecomunicaciones, respectivamente. Otra opción sería no considerar el diferencial de la deuda soberana como medida de riesgo país, y utilizar la totalidad del factor de ajuste por el diferencial de volatilidades de los mercados (FA=2,72). De esta forma, los rendimientos requeridos para ambos sectores serían 20,58 y 25,30 por ciento.

Estas soluciones incorporan la volatilidad del mercado local de acciones como indicador de riesgo privado. En consecuencia, sufren de la poca representatividad de la Bolsa de Valores de Caracas para calcular el riesgo privado venezolano.

¿Se puede expresar la percepción de riesgo en una fórmula?


Los resultados obtenidos mediante este conjunto de fórmulas han sido contrastados con las tasas de rendimiento requerido que están siendo utilizadas en Venezuela. En los casos escogidos aquí a manera de ilustración, las tasas exigidas a comienzos de 2007 estaban entre 18 y 20 por ciento para la banca y entre 19 y 21 por ciento para telecomunicaciones (según se considere telefonía fija o móvil, respectivamente). El contraste entre las diferentes adaptaciones de la fórmula CAPM y lo que efectivamente exige el mercado arroja tres conclusiones principales.

En primer lugar, existe cierto consenso alrededor de la idea de que si bien utilizar el riesgo soberano como aproximación al riesgo privado produce tasas de rendimiento requerido muy bajas, a las que nadie está dispuesto a invertir, también es cierto que incorporar toda la volatilidad de la Bolsa de Valores de Caracas produce tasas muy altas, superiores a las que se están utilizando en el mercado. En todos los casos las fórmulas con enfoques mixtos —utilizar el riesgo soberano dentro de la prima de mercado o tomar en cuenta el riesgo soberano y la volatilidad de la bolsa corrigiendo por la correlación entre ambos— se aproximan mucho más a las tasas que se utilizan en el mercado que los enfoques más extremos (utilizar sólo el riesgo soberano o incorporar sólo la volatilidad de la BVC).

En segundo lugar, el tamaño importa. Entre el conjunto de empresas estudiadas para conocer las tasas de rendimiento requerido de sus inversiones, las más pequeñas tendieron a utilizar tasas de descuento mucho mayores que las más grandes, aun en los casos en que ambas pertenecían

a la misma industria. Para el conjunto de empresas pequeñas, las fórmulas que utilizaban la totalidad de la diferencia de volatilidad entre los mercados de valores de Venezuela (IBVC) y Estados Unidos (S&P500) no estuvieron tan lejos de las tasas utilizadas en empresas pequeñas como en los demás casos.

En tercer lugar, pareciera que la dificultad para calcular la tasa de rendimiento requerido para el capital propio en Venezuela ha producido cierta convergencia alrededor de un intervalo de tasas (entre 20 y 25 por ciento), independientemente de que las empresas pertenezcan a industrias con grados muy diferentes de sensibilidad a los movimientos del mercado.

Todo lo anterior parece confirmar que la percepción de riesgo al que se encuentra expuesta una inversión particular en Venezuela se desarrolla intuitivamente, con la experiencia y con el estómago. Cualquier fórmula que se utilice es apenas un mecanismo para expresar de manera más específica esa intuición. Puede que no tenga fundamento técnico; pero, después de todo, ¿qué fundamento puede tener fórmula alguna en un mercado donde se cotizan muy pocos activos, no existe suficiente liquidez, predominan unos pocos inversionistas y existe un estado de derecho muy débil y muy pocas provisiones para proteger a los accionistas minoritarios? 

Referencias

- Damodaran, A. (1999a): *Applied corporate finance: a user's manual*. Nueva York: Wiley.
- Damodaran, A. (1999b): «Estimating equity risk premiums». <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/riskprem.pdf>. Consulta: 11 de agosto de 2006.
- Dimson, E., P. Marsh y M. Staunton (2003): «Global evidence on the equity risk premium». *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 15. No. 4.
- Espinosa, R. (s/f): «A practical approach to calculating emerging market costs of equity». Unit of Global Risk Analysis, Bank of America.
- Godfrey, S. y R. Espinosa (1996): «A practical approach to calculating costs of equity for investments in emerging markets». *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 9. No. 3.
- Newman, G. y D. Volberg (2006): «Latin America: rethinking country risk». Morgan Stanley Global Economic Forum. Septiembre. 15 de Mayo 2007, <http://www.morganstanley.com/views/gel/archive/2007/20070515-Tue.html>. Consulta: 25 de marzo de 2008.
- Sabal, J. (2002): *Financial decisions in emerging markets*. Nueva York: Oxford University Press.
- Siegel, J.J. (2002): *Stocks for the long run: the definitive guide to financial market returns and long-term investment strategies*. Nueva York: Mc-Graw Hill.

Carlos Alberto Molina y Miguel Ángel Santos
Profesores del IESA