

LAS DIMENSIONES DEL RIESGO EN LAS DECISIONES FINANCIERAS DE EMPRESAS

Agüero, Juan Omar

Universidad Nacional de Misiones

Facultad de Ciencias Económicas

Ruta Nacional N° 12, Km. 7 ½ - (CP 3304) Miguel Lanús - Misiones - Argentina

E-mail: juanaguero@arnet.com.ar

RESUMEN

En las actuales condiciones del contexto, las decisiones financieras empresariales involucran cinco categorías de riesgo: Riesgo Global, Riesgo País, Riesgo de Mercado, Riesgo Empresarial y Riesgo Decisional. Estas categorías están siempre presentes en forma concéntrica, de lo más general a lo singular. Un proyecto de inversión, por ejemplo, implica un riesgo decisional por la posibilidad de variación de la inversión, de los ingresos y costos, de la tecnología, entre otros; pero, además, este riesgo está asociado a lo que pasa con la empresa, con el mercado donde opera la empresa, con el país donde funciona el mercado y con el sistema político, económico y financiero mundial. El riesgo global se origina en la interdependencia, transnacionalización y desregulación económica y financiera mundial, el riesgo país en las condiciones políticas, económicas y sociales de cada país, el riesgo de mercado en las características propias de cada mercado y el riesgo empresarial en la estructura de inversión y de financiamiento de la empresa. Se concluye de esto que una decisión financiera condensa y resume estas cinco categorías de riesgo, que convergen y se multiplican poniendo a prueba incluso los modelos teóricos de Markowitz y Sharpe, entre otros.

INTRODUCCIÓN

El riesgo en finanzas ha merecido una gran cantidad de estudios desde que esta disciplina se independiza de la economía a principios del siglo XX. Desde los trabajos pioneros de Irving Fisher, considerado por Pascale en cierta medida para las finanzas lo que Adam Smith es para la economía, hasta la década de 1940, predominan los estudios descriptivos. Sin embargo, finalizada la segunda guerra mundial y con el avance tecnológico y el desarrollo de técnicas cuantitativas matemáticas y estadísticas, cobran auge los estudios analíticos en finanzas, desarrollándose la teoría financiera durante las décadas de 1950, 1960 y 1970, principalmente en los Estados Unidos, hasta acercarse en gran medida a su configuración actual.

En estas tres décadas de oro de las finanzas, se desarrollan importantes estudios sobre presupuestación de capital, política de dividendos, costo de capital y estructura de financiamiento, valuación de empresas y capital de trabajo, entre otros. En lo que respecta específicamente al riesgo, son importantes las contribuciones de Markowitz sobre teoría del portafolio y asociación entre riesgo y retorno, de Von Neuman y Morgenstern sobre teoría de los juegos, de Tobin sobre preferencia por la liquidez, de Hillier sobre riesgo de las inversiones, de Hertz sobre simulación, de Litner sobre valuación de activos riesgosos y selección de inversiones de riesgo, de Miller y Orr sobre optimización de saldos de caja en condiciones de riesgo, de Sharpe sobre riesgo de mercado, de Black y Scholes sobre valuación de opciones, de Merton sobre temporalidad del modelo de valuación de activos de capital, de Ross y Roll sobre teoría del arbitraje en los mercados. En las décadas de 1980 y 1990 se desarrollan otros estudios sobre mercados financieros, derivados financieros, valor económico agregado, valuación de negocios, diagnóstico financiero y creación de valor.

Como fenómeno subyacente de todos estos estudios y desarrollos teóricos de carácter académico, encontramos en la globalización un proceso de mundialización de las relaciones

políticas, económicas y financieras a escala transnacional, que, como telón de fondo, está siempre detrás de las economías nacionales, intranacionales, regionales, sectoriales y corporativas. Los modelos matemáticos y estadísticos suponen que la realidad se mueve y actúa en un plano, un escenario donde determinadas variables pueden cruzarse y combinarse estableciendo regularidades y leyes casi “naturales”, que permite observar y predecir el comportamiento futuro de los fenómenos económicos y financieros. Sin embargo, no pudo predecirse, por ejemplo, las crisis del petróleo de 1973 y 1979, las crisis mexicanas de 1982 y 1994, la crisis del sudeste asiático de 1997, la crisis rusa de 1998, la crisis brasileña de 1999 y las continuas crisis argentinas de las décadas de 1980, 1990 y 2000, incluyendo el crack del sistema financiero de fines del año 2001 y la devaluación monetaria de principios del año 2002.

La imposibilidad de predicción cuantitativa de estos cambios de la realidad constituye un problema que genera la necesidad de nuevos desarrollos teóricos que permitan abordar el problema del riesgo desde otras perspectivas. En este trabajo se trata de responder a la siguiente cuestión central: ¿De qué depende el riesgo de una decisión financiera corporativa en las actuales condiciones del contexto?. Esta cuestión se aborda en cinco dimensiones que dan lugar a sucesivos desarrollos en cada apartado del trabajo. En primer lugar, se analiza el fenómeno de la globalización y la vigencia del denominado nuevo orden económico mundial, que constituyen el gran escenario que sirve de marco a las economías nacionales y son generadores de riesgo global. En segundo lugar, se analiza el escenario nacional y los factores externos e internos constitutivos del riesgo país, que afecta a las economías sectoriales y regionales del mismo. En tercer lugar, se analizan estos sectores económicos y de qué manera son influidos por factores externos e internos constitutivos del riesgo sectorial o de mercado, que afecta a las empresas que operan en los mismos. En cuarto lugar, se analizan las empresas y los factores externos e internos que constituyen el riesgo empresarial y afectan a las decisiones financieras que se toman en las mismas. Finalmente, en quinto lugar, se analiza la unidad de decisión y los factores externos e internos generadores del riesgo decisional.

EL RIESGO GLOBAL

La globalización es un fenómeno complejo y multifacético. Andrew Glyn y Bob Sutcliffe lo definen de dos maneras: **a)** como *“la difusión geográfica de las relaciones de mercado capitalistas, así como a su expansión a nuevos ámbitos de la reproducción social”* y **b)** como *“la creciente interdependencia económica internacional y la creciente apertura, o sea, una creciente densidad de interconexiones que se realiza en el interior del mundo capitalista”*.

Es importante entender estas dos formas de concebir la globalización: como expansión de las relaciones de mercado a toda la vida social y como profundización de las interrelaciones dentro del sistema capitalista. La primera mirada es *hacia afuera*, como *expansión*, y la segunda *hacia adentro*, como *intensificación*, pero en ambas estamos hablando de *relaciones de mercado* constitutivas del modo de producción capitalista. La globalización es un elemento constitutivo del capitalismo. Es intrínseco a él, ya que las diversas etapas de desarrollo histórico del mismo muestran, precisamente, estos dos sentidos: de expansión continua hacia afuera y de intensificación continua hacia adentro.

En un trabajo anterior expongo con más amplitud este tema (Agüero, 1996). No obstante, desarrollaré algunos rasgos que nos permitan comprender este fenómeno a los efectos de este trabajo.

Podemos ubicar las *raíces de la globalización*, coincidiendo con Aldo Ferrer, en los orígenes mismos del capitalismo comercial de fines de la Edad Media y comienzos de la Modernidad. Pero también podemos ubicar dichas raíces en una fecha más reciente, como lo sostengo en mi trabajo mencionado, esto es, en la expansión económica mundial que se inicia luego de la finalización de la segunda guerra mundial. ¿Porqué esta ubicación más reciente y no aquella de comienzos de la modernidad?. Porque la globalización adquiere una dimensión enorme y un impacto inmediato a escala planetaria que no podía tener en la modernidad, ya que este efecto expansivo inmediato se da fundamentalmente por el nivel de desarrollo tecnológico alcanzado en materia de transmisión y reproducción de los flujos de información.

Entre 1945 y 1975 la economía mundial creció sostenidamente a una tasa promedio del 4 al 5% anual. El comercio mundial a una tasa mucho mayor. Tres aspectos son decisivos para este crecimiento y constituyen las *raíces de la globalización*: **a)** El desarrollo de las corporaciones transnacionales, **b)** El desarrollo de la banca mundial y **c)** El desarrollo tecnológico. Estos tres factores se interrelacionan y potencian mutuamente.

Estados Unidos lleva adelante el Plan Marshall de reconstrucción europea de posguerra, crea el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) y establece la paridad oro del Dólar Estadounidense como medio de pago y reserva internacional, respaldado en el hecho de que tenía en su poder el 52% del oro mundial. Las empresas norteamericanas se expanden en Europa y en América Latina y, detrás de ellas, se expanden los bancos norteamericanos. Si bien existían bancos nacionales, coloniales y extranjeros que actuaban en un determinado país, la expansión de la banca norteamericana genera el surgimiento de grandes bancos que reúnen a esos tres tipos, para conformar, primero, bancos internacionales; luego, bancos multinacionales y, por último, bancos transnacionales. Este proceso expansivo del capital es favorecido, a su vez, por el desarrollo de la física (particularmente la electrónica), la química y la matemática, la invención de la computadora, el desarrollo de las telecomunicaciones y los programas científico-tecnológicos aeroespaciales, incentivados a su vez por la *guerra fría* entre Rusia y sus aliados del bloque socialista soviético nucleados en el Pacto de Varsovia y Estados Unidos y sus aliados de la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN).

Las crisis del petróleo de 1973 y 1979 provocan el fin de este crecimiento económico mundial de tres décadas. Este fenómeno marca el *nacimiento de la globalización*, ya que su impacto se extiende inmediatamente a todo el mundo político, económico, financiero y social, a escala planetaria, sin distinción de sistemas económicos o de grados de desarrollo de los países. El petróleo crudo, principal insumo energético de los países industrializados del mundo capitalista, que costaba entre U\$S 0,10 y U\$S 0,20 el barril, se incrementa más del 400% entre fines de 1973 y comienzos de 1974, poniendo en jaque todo el aparato productivo de los países desarrollados, por las implicancias en los costos de producción.

En 1974 los países productores de petróleo obtienen más de 100.000 millones de dólares de ingresos. La economía mundial entra en una profunda recesión con efecto inflacionario. Esta masa de petrodólares es depositada en bancos norteamericanos e ingleses, que a su vez lo vuelven a poner en circulación otorgando préstamos a los gobiernos para absorber las subas de precios de los insumos y productos industriales y los déficits de sus balanzas de pagos. Esto genera un enorme crecimiento de la deuda externa de los países no desarrollados, que no pueden absorber los flujos negativos de capital aumentando el precio de sus productos, como lo hacen los países industrializados, que logran de esta manera transferir a los demás países los costos de las crisis del petróleo.

La economía mundial entra en una etapa de transformación del sistema de producción, que pasa de estar en un mismo país o lugar a estar dividido en diferentes países y regiones del mundo. Esta forma de producción, de tipo modular y flexible, se basa en la reducción constante de costos, aprovechando las ventajas comparativas de cada país o región y los beneficios de las políticas de promoción industrial y desgravación impositiva. Este proceso se ve favorecido por la apertura comercial y la desregulación de la economía mundial impulsada por Estados Unidos.

En las décadas de 1970 y 1980 la globalización se desarrolla al separarse los flujos de capitales financieros de los flujos comerciales y generando el surgimiento, la expansión y la consolidación de los mercados financieros internacionales. Se desarrollan e integran los cuatro mercados básicos especializados que operan en el mundo: mercado de dinero (money market), mercado de divisas (security forex exchange market), mercado de derivados (derivatives market) y mercado de capitales (capital market).

En la década de 1990 la globalización se expande definitivamente con la caída del régimen socialista soviético, la mundialización del sistema capitalista, la consolidación de los bloques económicos y la expansión del dinero electrónico. Se instala en el mundo un *nuevo orden económico*, cuyo significado político-ideológico lo revela la intervención de Estados Unidos y sus aliados en la *guerra del golfo* para defender la paz y sancionar militar y económicamente a aquellos países que la violan, como lo hace Irak al invadir Kuwait. Estados Unidos, Canadá, Alemania, Francia, Italia, Inglaterra, Japón y Rusia conforman el Grupo de los

Ocho Países más desarrollados del mundo conocido por su sigla G-8. Este grupo de países se erige en una especie de directorio que conduce la economía y la política mundial, estableciendo sanciones a los países que no siguen o acatan sus directivas.

El liderazgo del G-8 lo ejerce Estados Unidos, por su incidencia en la economía mundial al representar su Producto Bruto Interno entre el 25 y el 30% del Producto Bruto Interno Mundial. Este liderazgo lo ejerce además respecto a la política seguida por los organismos financieros internacionales, al tener la mayor participación como país miembro y el poder suficiente como para influir en las decisiones que se adoptan en lo que hace a la orientación general de la economía mundial.

El nuevo orden económico mundial es unipolar y multipolar. Los grandes bloques económicos constituyen espacios de integración regional de los países como estrategia política para incrementar el poder económico y la competitividad a escala global. El North American Free Trade Agreement (NAFTA), liderado por Estados Unidos e integrado además por Canadá y México y la Unión Europea (UE), liderada por Alemania y Francia e integrada por más de dos decenas de países del continente europeo, constituyen los dos bloques hegemónicos del mundo y antagónicos entre sí. La disputa entre estos dos bloques es fuerte y en varios campos: paridad cambiaria entre el dólar y el euro, ciencia y tecnología, subsidios agrícolas, alianzas con terceros países y regiones, posicionamiento político en los organismos internacionales, entre otros.

El nuevo orden económico mundial es transnacional e implica el debilitamiento de las soberanías nacionales de los países y de la capacidad de fijar políticas que respondan a intereses nacionales sin la injerencia de los países hegemónicos del mundo. El riesgo global se origina, precisamente, en esta vulnerabilidad de los demás países ante la presencia hegemónica de un grupo muy reducido de países que gobierna el mundo y establece el rumbo político y económico fuera de las fronteras nacionales y a escala global, respondiendo sólo a sus propios intereses.

EL RIESGO PAÍS

Los países son influidos de muy distinta manera por el riesgo global. ¿De qué depende esta variación? La respuesta está dada por un conjunto de condiciones internas que se dan al interior de cada país y que obedecen a una multiplicidad de factores que se combinan para generar ciertos rasgos que sirven como indicadores de una mayor o menor presencia de riesgo país.

El análisis de las condiciones internas de un país puede realizarse identificando un *núcleo crítico* de grandes categorías relevantes para la evaluación del riesgo país y sus principales factores generadores. Estas grandes categorías son: **(1)** la situación política, **(2)** la situación económica y **(3)** la situación social.

1. La *situación política* de un país puede vincularse a 6 factores críticos: **1.1.** la estabilidad política, **1.2.** la legitimidad política, **1.3.** la gobernabilidad, **1.4.** la transparencia pública, **1.5.** la seguridad jurídica y **1.6.** el grado de cumplimiento de la ley.

1.1. La *estabilidad política* hace referencia a la continuidad en el tiempo de un determinado sistema de gobierno. Esta continuidad se evalúa **(a)** por la ausencia de rupturas del sistema de gobierno y **(b)** por el grado de institucionalización del mismo en la sociedad. En el caso argentino, se observa una estabilidad política en torno del sistema democrático, desde el 10 de Diciembre de 1983 en adelante. Se han sucedido varios gobiernos democráticos en forma pacífica y legitimados por el voto del electorado.

1.2. La *legitimidad política* tiene que ver con **(a)** el origen del poder, **(b)** la forma de ejercicio del poder y **(c)** la representación del interés de los gobernados. En el caso argentino, el Presidente actual asume el gobierno con algo más del 22 % de votos del electorado, es decir, con escasa legitimidad de origen, pero el ejercicio del poder desde el 25 de Mayo de 2003 y la representación del interés de la mayoría de los argentinos le permite al Presidente gozar actualmente de un alto nivel de legitimidad política.

1.3. La *gobernabilidad* hace referencia a las posibilidades reales y concretas que posee un gobernante para ejercer el poder y tomar decisiones de gobierno que cuenten con la

aceptación y el apoyo de los ciudadanos. En el caso argentino, en varias oportunidades el sistema presidencialista tuvo sus crisis de gobernabilidad. Ello ocurrió cuando los presidentes no contaron con el respaldo mayoritario del congreso nacional, como por ejemplo después de las elecciones nacionales de 1987 cuando fueron electos la mayoría de gobernadores y de miembros del Congreso Nacional de signo político distinto al del Presidente

1.4. La *transparencia pública* se vincula con el principio republicano de publicidad de los actos de gobierno, rendición de cuentas y no involucramiento de los gobernantes y de los funcionarios públicos en actos de corrupción. Un aspecto clave en la evaluación de este ítem es la confianza pública de que gozan los gobernantes y funcionarios de gobierno. Para el caso argentino, éste es uno de los mayores problemas por los que han atravesado los gobiernos civiles y militares, que no han podido mejorar la transparencia pública de la gestión.

1.5. La *seguridad jurídica* se refiere a la continuidad en el tiempo de una norma jurídica o de un sistema normativo determinado. En el caso argentino, las leyes impositivas, por ejemplo, sufren continuas modificaciones, al igual que otras normas básicas como las de seguridad social, el derecho laboral, previsional y penal, entre otras, afectándose de esta manera la seguridad jurídica y la confianza en el país.

1.6. El *grado de cumplimiento de la ley* hace referencia a la independencia del poder judicial y a la eficacia y eficiencia de éste para la administración de justicia y el juzgamiento y castigo de quienes infringen las leyes. Son aspectos claves en este ítem la forma de selección de los jueces y la organización del sistema judicial. En el caso argentino, hay numerosos reclamos de los ciudadanos por incumplimientos de normas constitucionales y leyes que regulan derechos claves como el de propiedad, incluso por parte del propio Estado y organismos oficiales como el Banco Central de la República Argentina.

2. La *situación económica* de un país puede vincularse a 6 factores críticos: **2.1.** el crecimiento económico, **2.2.** la distribución del ingreso, **2.3.** el nivel de empleo, **2.4.** la situación fiscal, **2.5.** la estabilidad monetaria y **2.6.** la situación externa.

2.1. El *crecimiento económico* es el principal exponente de buena perspectiva económica para un país. Está vinculado **(a)** al concepto de inversión, **(b)** de capacidad de ahorro, **(c)** de nivel de consumo de una población, **(d)** de gasto público y **(e)** de nivel de

exportaciones e importaciones. Permite evaluar el nivel de actividad económica y la capacidad de un país para generar riqueza. La falta de crecimiento económico, como en el caso argentino de los últimos 5 años, aumenta el riesgo país, por la expectativa de no poder atender las necesidades económicas mínimas de la población y la demanda de fuentes de trabajo, con las consecuencias sociales que ello trae aparejado no sólo en términos de disminución de la calidad de vida sino de aumento de la pobreza y exclusión social.

2.2. La *distribución del ingreso* permite evaluar de qué manera la riqueza producida por un país es distribuida entre los factores que contribuyeron a generarla. Una equitativa distribución de la riqueza produce el desarrollo armónico y equilibrado de un país. Por el contrario, una injusta distribución de la riqueza producirá transferencias de ingresos entre diferentes grupos y sectores sociales, favoreciéndose la concentración económica y el aumento de la pobreza y la desigualdad social. En el caso argentino, estudios muy recientes comprueban la ocurrencia de esta situación durante la década de 1990.

2.3. El *nivel de empleo* permite evaluar de qué manera la economía de un país es capaz de generar puestos de trabajo y de esta manera mejorar el ingreso y el consumo de la población. Altos niveles de desempleo, como en el caso argentino a partir de mediados de la década de 1990, aumentan el riesgo país, por la imposibilidad de generar capacidad de ahorro, consumo e inversión y por las consecuencias sociales que trae aparejada la falta de trabajo.

2.4. La *situación fiscal* permite evaluar el rol del Estado en la economía de un país. Son aspectos importantes en este sentido **(a)** el análisis de la recaudación fiscal, **(b)** el nivel y la composición del gasto público, **(c)** el déficit fiscal, **(d)** el endeudamiento público interno y externo y **(e)** los niveles de reservas monetarias del país. En el caso argentino, son factores generadores de riesgo país el alto endeudamiento público, los elevados niveles de evasión fiscal, las bajas reservas monetarias del país y la persistencia de altos niveles de déficit fiscal.

2.5. La *estabilidad monetaria* muestra el grado de credibilidad de la moneda de un país y la preferencia de los habitantes por utilizarla como medio de pago en las transacciones corrientes. Permite evaluar la confianza que genera la economía de un país y las expectativas favorables en torno a la misma. Una moneda estable favorece la disminución del riesgo país, mientras que las variaciones de precios y del valor de la moneda incentivan el crecimiento del

riesgo país, por la desconfianza que ello genera. En el caso argentino, durante la mayor parte de la década de 1990 la moneda del país permaneció estable y ello contribuyó al bajo nivel de riesgo país, aunque por otros factores –por ejemplo el alto endeudamiento público externo– éste tendiera a subir.

2.6. La *situación externa* de un país muestra las relaciones de éste con el mundo. Son aspectos importantes de este ítem **(a)** la vulnerabilidad externa del país, **(b)** el grado de apertura de la economía, **(c)** el volumen físico y monetario de las exportaciones e importaciones, **(d)** el saldo de la balanza de pagos y de la balanza comercial y **(e)** la composición, el origen de las importaciones y el destino de las exportaciones del país. La dependencia de flujos externos de capitales genera vulnerabilidad externa del país y por lo tanto aumenta la influencia del riesgo global como componente del riesgo país. Una alta participación del total de exportaciones e importaciones en el producto bruto interno de un país muestra un alto grado de apertura económica hacia el mundo y de intercambio con otros países. Esto es favorable para el país si el saldo de la balanza comercial es favorable, pero es un indicador de vulnerabilidad en el caso contrario. El análisis de volúmenes físicos de bienes muestra el esfuerzo productivo del país y el análisis de volúmenes monetarios la influencia de los precios internacionales sobre los cuales el país no tiene ninguna influencia ni control. El análisis de los saldos de la balanza comercial permite evaluar la capacidad de generación de reservas que tiene el país. En el caso argentino, desde mediados del año 2002 los saldos favorables de la balanza comercial influyen en la estabilización de la moneda doméstica y del tipo de cambio respecto al dólar estadounidense, aunque ello no consigue disminuir el nivel de riesgo país, que continúa alto por razones no económicas.

3. La *situación social* de un país puede vincularse a 6 factores críticos: **3.1.** las características de la población, **3.2.** el nivel de calidad de vida, **3.3.** el grado de desarrollo humano, **3.4.** la justicia y equidad social, **3.5.** el capital social y **3.6.** la resolución de los conflictos sociales.

3.1. Las *características de la población* incluye aspectos como pirámide poblacional, crecimiento, distribución de la población, composición étnica, culturas, creencias religiosas, valores, formas de vida y modos de socialización. La edad de la población y la tasa de

crecimiento son factores claves para analizar el perfil de la oferta laboral y de la demanda de bienes y servicios. La distribución de la población es un factor importante para analizar la ocupación del espacio territorial y el equilibrio entre las distintas regiones de un país. Los aspectos étnico-socioculturales de una población son importantes para conocer los comportamientos sociales y los factores generadores de identidad, integración y cohesión social.

3.2. El *nivel de calidad de vida* hace referencia a la disponibilidad y posibilidades de acceso a un conjunto de bienes, servicios y condiciones básicas indispensables para la supervivencia, el bienestar y la reproducción social: salud, alimentación, vivienda, servicios públicos, educación, tiempo libre, trabajo y ambiente de vida. Los bajos niveles de calidad de vida, vinculados con situaciones de pobreza y marginalidad social, aumentan el riesgo país por las consecuencias sociales que traen aparejados.

3.3. El *grado de desarrollo humano* permite evaluar las expectativas de vida y las necesidades de crecimiento y desarrollo de la población. Son aspectos importantes **(a)** los niveles de educación alcanzados, **(b)** los niveles de integración social, **(c)** los estadios de desarrollo cultural y social, **(d)** la demanda de bienes y servicios culturales, **(e)** las iniciativas individuales y grupales y **(f)** la integración y estabilidad familiar.

3.4. La *justicia y equidad social* hacen referencia al modo de vinculación entre lo económico y lo social. Son aspectos importantes **(a)** el grado de vigencia efectiva y reconocimiento de los derechos humanos, políticos, económicos y sociales, **(b)** la atención de las situaciones sociales problemáticas y **(c)** la asistencia, protección y promoción de los grupos sociales vulnerables.

3.5. El *capital social* implica el desarrollo de la conciencia social, de la solidaridad y de la capacidad de acción organizada para la resolución de los problemas que afectan a determinados grupos humanos. Son aspectos importantes **(a)** la existencia de organizaciones sociales, **(b)** las acciones de capacitación y desarrollo comunitario, **(c)** el asociativismo, el cooperativismo y el mutualismo, **(d)** el fortalecimiento de la sociedad civil y **(e)** los movimientos sociales.

3.6. La *resolución de los conflictos sociales* tiene que ver con los mecanismos institucionales y los dispositivos que se ponen en marcha para la resolución de los conflictos que emergen en los diferentes grupos sociales. Estos conflictos son de diferente naturaleza en cada grupo y emergen por diversas cuestiones, motivos, intereses y propósitos. La capacidad de resolución de los conflictos sociales disminuye el riesgo país al institucionalizarse estos mecanismos que resultan aptos para la negociación y la búsqueda de soluciones a los distintos problemas.

EL RIESGO SECTORIAL O DE MERCADO

Un sector económico reúne a todas las empresas que se dedican a una misma actividad económica y que, por lo tanto, son pares entre sí. Lo que diferencia a un sector de otro es el tipo de actividad que desarrollan estas empresas. Dentro de un mismo sector los riesgos son similares o equivalentes y se originan en el riesgo global, en el riesgo país y en la naturaleza de las actividades propias del sector.

Podemos afirmar que el riesgo global y el riesgo país atraviesan las actividades del sector y, por lo tanto, el riesgo originado en dichas actividades constituye una condensación de aquellos dos riesgos. Si bien analíticamente se separan el riesgo global, el riesgo país y el riesgo sectorial, en la realidad este último es el resultado de la síntesis y condensación de los otros dos.

El modelo de Porter para el análisis estructural de los sectores industriales mantiene su vigencia en lo que hace a identificar las amenazas que afectan por igual a todo el sector, pero que afectan diferenciadamente a cada empresa, dependiendo ello de las habilidades que desarrolle la gerencia para enfrentar dichas amenazas. En este modelo, las amenazas constituyen el riesgo que afecta al sector.

Todos los sectores económicos de un país están afectados igualmente por el riesgo global y por el riesgo de ese país, pero cada sector tiene su propio riesgo, en función a la naturaleza y características de las actividades del mismo.

En forma genérica, las actividades económicas primarias son más riesgosas que las actividades industriales, en cualquier país, por varias razones:

- Por razones vinculadas con la naturaleza
- Por el período de inmovilización de la inversión
- Por la menor reversibilidad de la inversión
- Por las condiciones del mercado

Las actividades primarias están vinculadas directamente a la naturaleza y por lo tanto influyen en ellas las condiciones del suelo, fauna, flora, clima, entre otros. En cambio en las actividades industriales la vinculación es con los insumos. El proceso de producción en este caso es cerrado y controlado, en cambio en las actividades primarias el proceso es abierto y escasamente controlado.

Las actividades primarias requieren largos períodos de inmovilización de capital. La producción ganadera, por ejemplo, tiene un horizonte de inmovilización en capital de trabajo de 2 á 3 años. En cambio, en las actividades industriales, la duración del ciclo operativo generalmente no excede el año.

Es más difícil desinvertir en las actividades primarias que en las actividades industriales. Un alambrado en un campo, por ejemplo, no se realiza para deshacerlo al poco tiempo, sino para que resista el transcurso del tiempo. La decisión de explotar un campo implica inmovilizar recursos por largos períodos de tiempo, en cambio en la industria estos períodos son más breves y puede deshacerse la inversión en cualquier momento.

Finalmente, las condiciones de mercado para las actividades primarias son más difíciles que para las actividades industriales, porque se generan compromisos comerciales diferentes y las variaciones de precios son frecuentes, al igual que las condiciones de entrega. En la industria los contratos son más estables y las variaciones de precios y condiciones de entrega menos cambiantes.

EL RIESGO EMPRESARIAL

Una empresa tiene una estructura de inversión y una estructura de financiamiento. La primera está constituida por el conjunto de activos que integran el capital fijo y el capital de trabajo. La segunda por el conjunto de fuentes de financiamiento con capital propio y con capital de terceros. La estructura de inversión genera riesgo económico, porque se vincula con los mercados reales, los clientes, las ventas, los proveedores, los costos, los gastos. La estructura de financiamiento, en cambio, genera riesgo financiero, porque se vincula con los mercados financieros, los proveedores de fondos, el costo de capital, los intereses, los impuestos.

El riesgo empresarial es una condensación del riesgo económico y del riesgo financiero, además del riesgo sectorial, del riesgo país y del riesgo global.

El empresario propietario asume todos estos riesgos con la expectativa de obtener algún tipo de retorno que compense los mismos y el valor tiempo del dinero. Pero esta expectativa es de naturaleza residual, ya que la empresa debe cumplir con el pago a los acreedores independientemente de que obtenga o no excedentes de fondos, mientras que para retribuir a los propietarios primero debe abonarse a los acreedores y luego, si existieren excedentes de fondos, retribuir a los mismos.

El sector económico afecta por igual a todas las empresas integrantes del mismo, pero el riesgo de una empresa en particular depende, además, de la forma de combinación de las estructuras de inversión y financiamiento y de las condiciones de los mercados de bienes y financieros.

La variación del resultado operativo antes de intereses e impuesto a las ganancias, ante una variación determinada de las ventas, se mide con el leverage operativo, que sirve de medida del riesgo económico de la empresa. En cambio, la variación del resultado operativo neto, ante una variación determinada del resultado operativo antes de intereses e impuesto a las ganancias, se mide con el leverage financiero, que sirve de medida del riesgo financiero de la empresa.

EL RIESGO DE UNA DECISIÓN FINANCIERA EMPRESARIAL

Las decisiones financieras de las empresas son fundamentalmente de tres tipos: inversión, financiamiento y distribución de dividendos. Estas decisiones se toman en condiciones de riesgo derivadas de la propia naturaleza de la decisión y de la influencia del riesgo empresarial, del riesgo del sector económico donde opera la empresa, del país al que pertenece dicho sector y del riesgo global.

Las decisiones financieras condensan todos estos tipos de riesgo, sin posibilidad alguna de separación o de discriminación en la realidad, ya que están implícitos, formando parte constitutiva de las decisiones. Siempre las decisiones financieras tienen riesgo y siempre contienen en si mismas estos cinco niveles de riesgo.

La mayor parte de la literatura financiera sobre el riesgo no distingue estos niveles, sino que aborda el problema como un único riesgo individual, aplicando las conocidas herramientas estadísticas de medición y evaluación.

CONCLUSIONES

El abordaje de la problemática del riesgo en las decisiones financieras empresariales no se agota en el uso de herramientas matemáticas y estadísticas, por más sofisticadas que éstas fueran. Por el contrario, deben complementarse con el análisis no cuantitativo de otras cuestiones, tales como las expuestas en este trabajo en forma muy sintéticas. Esto mejorará, sin dudas, la calidad de las decisiones financieras, al incorporar otros elementos que comúnmente no son considerados al momento de ponderar el riesgo de tales decisiones.

Este trabajo sólo pretende plantear esta cuestión. No constituye por lo tanto un modelo teórico ni un marco interpretativo del problema. Por el contrario, las cuestiones planteadas en el mismo deben elaborarse y fundamentarse empíricamente mediante procesos investigativos que serán encarados en el futuro.

BIBLIOGRAFÍA

- Agüero, J. (1996) *La Globalización de los Mercados Financieros*, UBA-FCE, Buenos Aires.
- Brealey, R., Myers, S. y Marcus, A. (2004) *Fundamentos de Finanzas Corporativas*, McGraw-Hill, México.
- Bromley, S. (1996) *Globalization*, Radical Philosophy, N° 80, London.
- Kitchen, R. (2003) *Finance for the Developing Countries*, John Wiley and Sons, London.
- Weston, J. y Copeland, Th. (1995) *Finanzas en Administración*, 9ª edición, McGraw-Hill, México.