

La necesidad de la administración del riesgo

Todo en la vida es la administración del riesgo,
no su eliminación.

*Walter Wriston,
ex presidente de Citicorp*

Las empresas participan en el negocio de la administración de riesgos. Las más competentes lo consiguen, otras fallan. Mientras que algunas empresas asumen pasivamente los riesgos financieros, otras intentan crear una ventaja competitiva a través de una exposición juiciosa a estos tipos de riesgos. En ambos casos, sin embargo, los riesgos financieros deberían ser vigilados cuidadosamente ya que significan un alto potencial de pérdidas financieras importantes.

Este capítulo trata de dejar en claro la necesidad de realizar una administración cuidadosa de los riesgos financieros. En la sección 1 se describen los tipos de riesgos que enfrentan las empresas y se sostiene que, a partir de la crisis del régimen de tipo de cambio fijo, los riesgos financieros se han incrementado rápidamente. Los mercados de derivados han crecido en respuesta a la necesidad de administrar estos riesgos, como se señala en la sección 2. El propósito principal de los sistemas de Valor en Riesgo (VAR, por sus siglas en inglés) es enfocarse en los riesgos de mercado. No obstante, las empresas están expuestas también a otros tipos de riesgos financieros, los cuales se consideran en la sección 3. Finalmente, la sección 4 es una breve introducción al VAR.

1 RIESGOS

¿Qué es exactamente el riesgo? El *riesgo* puede ser definido como la volatilidad de los flujos financieros no esperados, generalmente derivada del valor de los

activos o los pasivos. Las empresas están expuestas a tres tipos de riesgos: de negocios, estratégicos y financieros.

Los *riesgos de negocios* son aquéllos que la empresa está dispuesta a asumir para crear ventajas competitivas y agregar valor para los accionistas. Los riesgos de negocios, o riesgos operativos, tienen que ver con el mercado del producto en el cual opera la empresa y comprenden innovaciones tecnológicas, diseño del producto y mercadotecnia. El apalancamiento operativo, relacionado con el nivel de costos fijos y el nivel de costos variables, es también, en gran parte, una variable opcional. En cualquier actividad de negocios, la exposición racional a este tipo de riesgo es considerada como una "habilidad interna o ventaja competitiva" de la propia empresa.

En contraste, los *riesgos estratégicos* son los resultantes de cambios fundamentales en la economía o en el entorno político. Un ejemplo relativamente nuevo es la desaparición de la amenaza de la Unión Soviética a finales de los ochenta, que condujo al gobierno estadounidense a una reducción gradual de los gastos de defensa, afectando con ello directamente a las industrias de este ramo. Otro ejemplo fue la percepción negativa que empezó a manifestarse contra los derivados en 1992 y que condujo a una reducción en la actividad relacionada con estos productos, afectando a los intermediarios de los mismos. La expropiación y la nacionalización también son consideradas riesgos estratégicos. Estos riesgos difícilmente se pueden cubrir, a no ser por la diversificación a través de distintas líneas de negocios y de distintos países.

Los *riesgos financieros* están relacionados con las posibles pérdidas en los mercados financieros. Los movimientos en las variables financieras, tales como las tasas de interés y los tipos de cambio, constituyen una fuente importante de riesgos para la mayoría de las empresas. La exposición a riesgos financieros puede ser optimizada de tal manera que las empresas puedan concentrarse en lo que es su especialidad: administrar su exposición a los riesgos de negocio. En contraste con las empresas industriales, la función principal de las instituciones financieras es administrar activamente los riesgos financieros; los bancos, ahora, se han percatado que deben identificar y medir con precisión los riesgos para posteriormente controlarlos y evaluarlos de forma apropiada. Un entendimiento cabal del riesgo permite que los administradores financieros puedan estar en condiciones de planear adecuadamente la forma de anticiparse a posibles resultados adversos y sus consecuencias y, de este modo, estar mejor preparados para enfrentar la incertidumbre futura sobre las variables que puedan afectar sus resultados; esto, a su vez, les permite ofrecer mejores precios por administrar el riesgo que su competencia. La administración del riesgo es el proceso mediante el cual se identifica, se mide y se controla la exposición al riesgo. En suma, la administración del riesgo financiero se ha convertido en una herramienta esencial para la sobrevivencia de cualquier negocio.

1.1 El cambio: la única constante

La causa aislada más importante que ha generado la necesidad de administrar los riesgos y por lo tanto, el crecimiento de esta industria, es la creciente volatilidad de las variables financieras.

Para tratar de contextualizar lo anterior, considérense los siguientes acontecimientos:

- ❖ El sistema de tipo de cambio fijo se derrumbó en 1971, conduciendo a tipos de cambio flexibles y volátiles.
- ❖ Las crisis de los precios del petróleo, que comenzaron en 1973, vinieron acompañadas de inflación y de grandes oscilaciones en las tasas de interés.
- ❖ El lunes negro, 19 de octubre de 1987, las acciones estadounidenses cayeron en promedio 23 por ciento, lo que representó una pérdida de capital de un billón de dólares.
- ❖ El movimiento para la unificación económica y monetaria en Europa, se estancó con el colapso del Sistema Monetario Europeo en septiembre de 1992.
- ❖ En la debacle de los bonos en 1994, la Reserva Federal, después de haber mantenido bajas las tasas de interés durante tres años, inició una serie de seis alzas consecutivas que llegó a significar una pérdida de \$1.5 billones de dólares en capital global.
- ❖ Los precios de las acciones japonesas cayeron, observándose una caída en el índice Nikkei de 39,000 puntos a finales de 1989, a 17,000 puntos tres años después. La pérdida total de capital fue de 2.7 billones, lo que condujo a una crisis financiera sin precedentes en ese país.

La única constante en todos estos eventos fue su carácter impredecible. En cada evento, los analistas de los mercados se quedaron estupefactos ante la rapidez de los cambios. Estos acontecimientos tuvieron efectos profundos en los mercados financieros y en las empresas, tanto en el ámbito interno de cada país, como a nivel global. La administración del riesgo financiero proporciona una protección parcial contra las posibles implicaciones generadas por esa incertidumbre. Para ilustrar los cambios que se han observado en los últimos treinta años en las principales variables financieras, en las figuras 1-1 a la 1-4 se presentan los movimientos observados en el dólar estadounidense en relación con otras monedas, en las tasas de interés y en los precios del petróleo y las acciones desde 1962.

La figura 1-1 presenta los movimientos en el dólar estadounidense contra el marco alemán (DM), el yen japonés (JY) y la libra esterlina (BP). En 30 años, el dólar ha perdido alrededor de dos tercios de su valor contra el yen y el marco: la paridad yen/dólar se ha deslizado de 361 a menos de 100 y la paridad marco/dólar ha caído de 4.2 a 1.5. Sin embargo, el dólar se ha apreciado un 75 por ciento contra la libra en el mismo período. En este período, el dólar se ha elevado a niveles vertiginosos, sólo para caer a niveles sin precedente, creando por lo tanto tremendas oscilaciones en la ventaja competitiva de las naciones y pesadillas para las empresas sin cobertura.

La figura 1-2 muestra las grandes fluctuaciones observadas en los rendimientos de los bonos en los ochenta, reflejando crecientes presiones inflacionarias. Estos instrumentos fueron creados en los sesenta por los Estados Unidos con el fin de financiar la Guerra de Vietnam, así como un programa interno de asistencia gubernamental, y se difundieron a otros países a través del rígido mecanismo de tipos de cambio fijos. Sin embargo, la inflación estadounidense persistentemente alta condujo al derrumbe del sistema de tipo de cambio fijo y a un agudo desplome del valor del dólar. En octubre de 1979, el

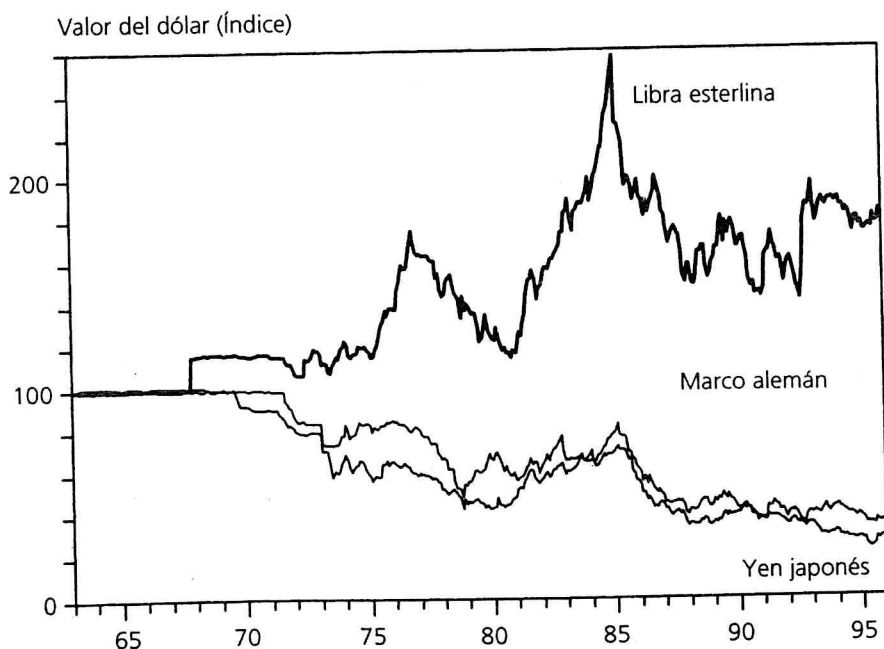
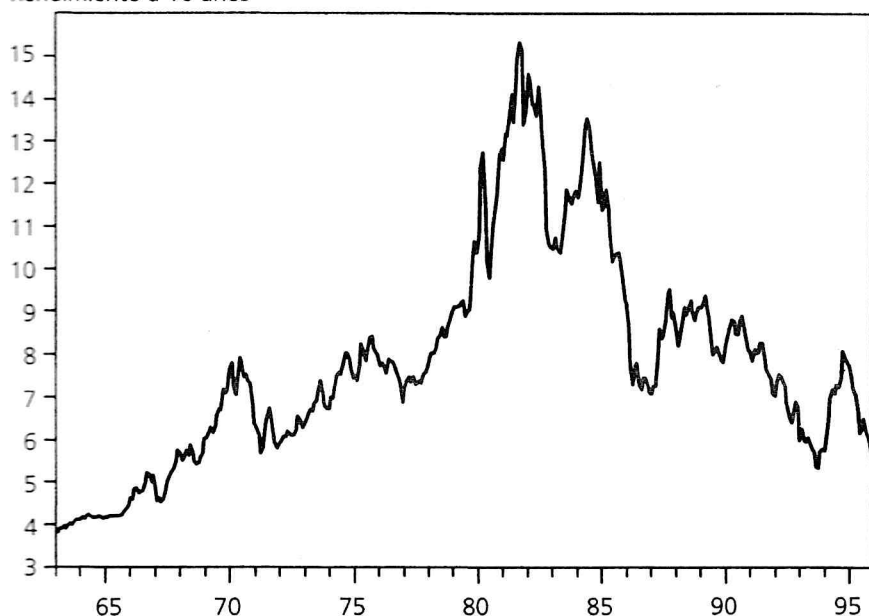


FIGURA 1-1 Movimientos en el dólar.

Rendimiento a 10 años

**FIGURA 1-2** Movimientos en las tasas de interés estadounidenses.

Banco de la Reserva Federal intentó aplastar enérgicamente la inflación. Las tasas de interés se dispararon al alza de inmediato, adquirieron una mayor volatilidad y condujeron a una apreciación sostenida del dólar. Los rendimientos de los bonos se incrementaron de 4 por ciento a principios de los sesenta a 15 por ciento en el punto más alto de la presión monetarista sobre la oferta de dinero, generando por lo tanto estragos en las instituciones de ahorro y préstamo que habían hecho préstamos de largo plazo, básicamente para vivienda, utilizando financiamiento de corto plazo.

La figura 1-3 muestra la correlación de los altos incrementos en el precio del petróleo en los setenta con los incrementos en los rendimientos de los bonos. Estos incrementos tuvieron también impacto en el valor de los mercados accionarios nacionales, como se muestra en la figura 1-4.¹ El gran período de mercado sólido de 1974-1975 fue un suceso global desencadenado por un incremento

¹ La gráfica muestra los índices Morgan Stanley del mercado accionario, en moneda local y sin ajuste por dividendos.

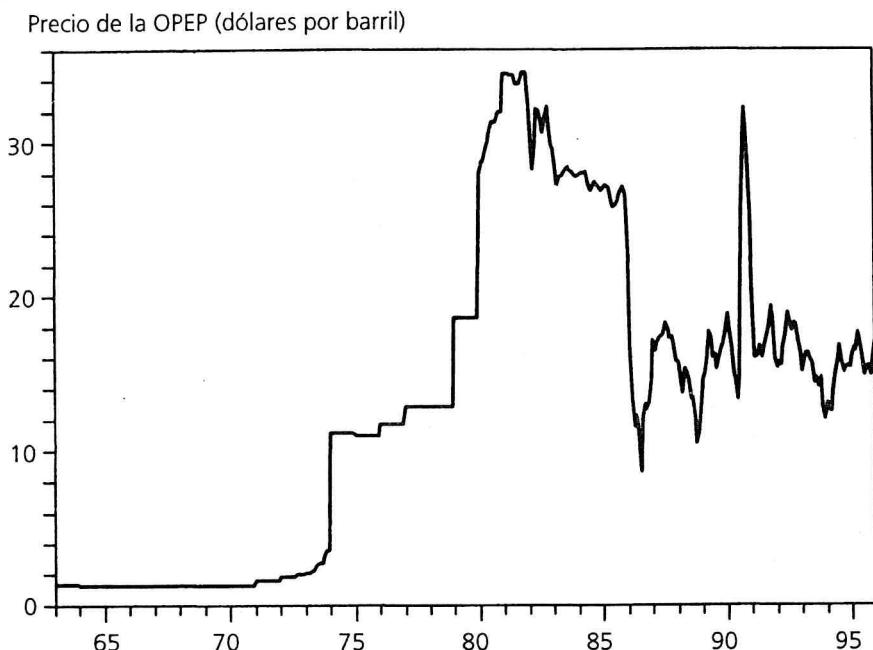


FIGURA 1-3 Movimientos en los precios del petróleo.

triple en el precio del petróleo crudo. Este episodio demuestra que entender el riesgo financiero es difícil si no se comprende el vínculo entre las tasas de interés, los tipos de cambio, los precios de los productos físicos y los mercados accionarios.

Además de esta volatilidad sin freno, las empresas generalmente se han vuelto más sensibles a los movimientos de las variables financieras. Antes de los setenta, los bancos se encontraban duramente regulados o cómodamente agrupados en la mayoría de los países industrializados. Las regulaciones como los topes a las tasas de interés de los depósitos protegieron efectivamente a los banqueros de movimientos en las tasas de interés. Las empresas industriales, que operaban principalmente en los mercados internos, no se preocuparon mucho por los tipos de cambio.

El despertar a la realidad llegó con la desregulación y la globalización. La desregulación obligó a las instituciones financieras a poner más atención en los mercados financieros. La globalización del comercio forzó a las empresas a reconocer la verdadera naturaleza internacional de la competencia. Como resul-

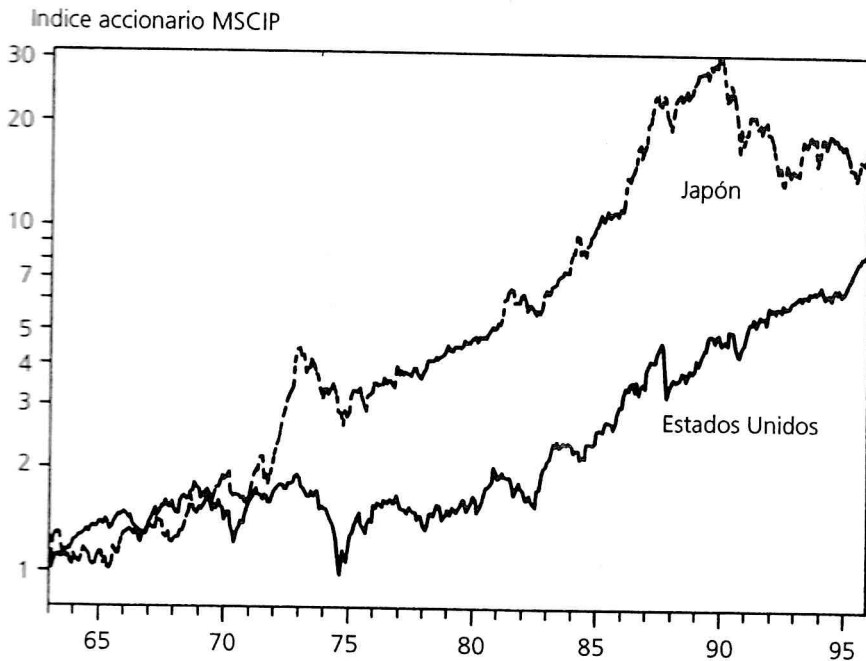


FIGURA 1-4 Movimientos en los mercados accionarios.

tado, las empresas ya no pueden permitirse el seguir ignorando los riesgos financieros.

1.2 Administración del riesgo

El incremento en la volatilidad de las principales variables financieras ha creado un nuevo campo, la *ingeniería financiera*, cuyo objetivo es proporcionar alternativas creativas para protegerse contra los riesgos financieros o para especular con ellos. La tabla 1-1 muestra cómo han aumentado las herramientas de administración del riesgo a partir del inicio de la década de los setenta.

Estos *derivados* brindan un mecanismo a través del cual las instituciones pueden cubrirse eficientemente contra los riesgos financieros. La cobertura de los riesgos financieros es similar a la adquisición de un seguro; proporciona protección contra los efectos adversos de las variables sobre las cuales no tienen control ni los agentes (negocios) ni los países. El otro aspecto de la cobertura es que algunas de las contrapartes pueden ser especuladores, que confieren liquidez al mercado con la esperanza de obtener ganancias de sus transacciones. Por lo tanto, el riesgo ha generado los derivados.