

Un error de aplicación con la prima de riesgo país

por Ricardo Schefer

Circula la creencia que ninguna inversión debe tener un rendimiento esperado menor que la tasa de interés más la prima de riesgo soberano, o riesgo país. La prima de riesgo soberano se obtiene calculando el spread que pagan los bonos soberanos sobre bonos triple A, tomando a ambos de igual plazo al de la inversión. Esto significaría que si se evalúa un proyecto de inversión a 2 años en Argentina entonces la tasa mínimamente aceptable sería hoy de aproximadamente el 13%, dado que esa es la tasa interna de retorno de un bono del tesoro argentino a dicho plazo.

Sin embargo, la realidad del comportamiento de los inversores falsea esta regla. Según la revista especializada de CREA de Diciembre 2000, la tasa de retorno esperada de una actividad de invernada de hacienda a un plazo similar es hoy entre 7% y 11% según la zona, antes de impuestos a las ganancias. Los avisos clasificados de los diarios nos informan que comprar un departamento y alquilarlo rinde aproximadamente 10% anual, antes del impuesto a las ganancias. No es razonable pensar que ni invernadores ni inversores inmobiliarios desconozcan la TIR de invertir en bonos. Tampoco que son irracionales. El error está en la regla enunciada arriba.

En primer lugar debe aclararse que la TIR de los bonos riesgosos no es su rendimiento esperado. La TIR de un bono es el máximo rendimiento a vencimiento que se obtendría si se cobra en tiempo y forma. De la misma manera que un invernador proyecta un rendimiento esperado con probabilidades de valores finales por encima o por debajo del mismo, los inversores en bonos riesgosos no desconocen que hay una probabilidad de no cobrar en tiempo y forma, y ninguna posibilidad de cobrar más. El hecho de que el mundo no corra a comprar bonos del tesoro argentino así lo demuestra.

Sin embargo, comparar el rendimiento esperado de una inversión con el rendimiento esperado de un bono riesgoso no es tarea fácil, ya que este último número no es observable.

La segunda aclaración es que es posible que en un mercado existan inversiones con menor riesgo percibido que el de sus bonos soberanos. En este caso sería racional que se les exija un rendimiento menor al de los bonos. Los ejemplos de arriba podrían constituir un par de esos casos. La regla de exigirle a cualquier inversión en el mercado una rentabilidad igual a la TIR de un bono soberano puede llevar a descartar inversiones aceptables, por una errónea estimación de su costo de oportunidad. La forma apropiada de identificar la tasa de costo de oportunidad del capital no se determina con referencia a un bono soberano, sino al conjunto de inversiones del mercado:

$$k = r_f + b \times \text{spread de cartera diversificada del mercado}$$

donde:

k es el costo de oportunidad del capital

r_f = la tasa de interés de un bono seguro

b = sensibilidad de la rentabilidad de la inversión con respecto a la rentabilidad de la cartera diversificada del mercado