

Efectos de la tasa de riesgo país en análisis de proyectos de inversión

Por José Pablo Dapena

Dentro del área de valuación corporativa y evaluación de proyectos de inversión existe en este momento un gran desconcierto respecto de la tasa de costo de capital relevante a los efectos del descuento del flujo de fondos*.

Los componentes que conforman cualquier tasa de descuento esperada son la tasa libre de riesgo r_f y el premio por riesgo no diversificable λ (que usualmente se puede computar a través de un modelo CAPM $\lambda = \beta (ER_m - r_f)$). Si la valuación tiene como objeto una inversión en un activo de una economía emergente (como puede ser el caso de Argentina), numerosos autores sugieren incorporar una sobretasa σ (de "riesgo país"), de manera que la tasa de descuento se construye como:

$$\text{Costo de capital o tasa de descuento} = r_f + \lambda + \sigma$$

La tasa libre de riesgo generalmente corresponde a un bono del gobierno. En muchos casos se utilizan los rendimientos de los T-Bonds estadounidenses (de 3.9% a 10 años actualmente). En Argentina se puede utilizar esta tasa como base (recordar que es una tasa en dólares), o en su defecto utilizar una tasa en pesos relativamente libre de riesgo. Como activo libre de riesgo en Argentina se puede asociar las letras del Banco Central (Lebacs) ya que al estar en pesos, y emitir el Banco Central su propia moneda, nunca le debieran faltar la misma para cumplir su obligación, es decir que su cobro está asegurado.

Respecto de la prima de riesgo de la economía, numerosos autores de libro de textos en valuación sugieren que debe ser aproximada utilizando lisa y llanamente la prima de riesgo soberano del país en la suma. Si esto fuese así, significa que un proyecto de inversión en Argentina debiera rendir, solo por este componente, más del 50% en dólares!!. Dado que es prácticamente imposible encontrar estos rendimientos, entonces dicho hecho debiera verse convalidado con una ***inexistencia total*** de inversiones. Las mismas han caído, pero no en el extremo sugerido por esta hipótesis, de modo que el mismo no es relevante en este monto.

Técnicamente la prima de riesgo país mide la sobretasa que pagan los bonos soberanos de una país por sobre bonos similares de Estados Unidos, aproximando las posibilidades de default en el repago de dicha deuda soberana, o dado el default, que no tenga previsto un plan de reiniciación de pagos. En decisiones de inversión en el sector privado, este componente se asocia a la sobretasa que debieran pagar los flujos de fondos por el riesgo de la economía emergente, pero su uso sería solo aplicable en condiciones de acceso voluntario al mercado de capitales internacionales, es decir cuando la prima de riesgo país no supera los 1.000 puntos básicos; si este límite es superado por cierto tiempo, los mercados de capitales voluntarios se cierran, y queda solamente disponible el crédito de organismos multilaterales. En situaciones de default como la argentina, pierde gran parte de su objetivo.

Cual será la sobretasa aplicable entonces? Entendiendo este componente en proyectos privados como el premio que se debe pagar porque eventualmente el inversor puede no acceder a los

fondos prometidos, no por riesgo del negocio, sino por riesgos de expropiación en la economía o falta de predecibilidad en la forma de cambios inesperados en las reglas de juego (subas de retenciones a las exportaciones, subas y/o creaciones de impuestos específicos, incumplimientos de contratos, efectos de una justicia ineficiente, etc.), de incluir la tasa de riesgo país en la tasa de descuento sería cargarle a un proyecto privado el costo del incumplimiento del Estado de sus obligaciones, lo que puede penalizarlo injustamente. Existirá un sobre costo que un proyecto deba afrontar por este motivo, pero este efecto no será simétrico para todos los proyectos, algunos estarán mas expuestos que otros.

Al evaluar este componente entonces en proyectos, se deberá tener en cuenta cual es el grado de exposición que tienen los flujos de fondos a cambios en las reglas de juego (fuente del riesgo país). En la medida que ese efecto sea pequeño, el impacto que tiene este "riesgo adicional" será bajo y no valdrá la pena castigar tanto el valor del proyecto; en el otro extremo encontraremos inversiones altamente expuestas (como los propios bonos del gobierno, cuyo pago depende de su discrecionalidad) que deberá cargar con el total de este costo.

* Inclusive motiva que un grupo de MBA del CEMA escribiese su trabajo final en dicho tema. Ver "El Riesgo País y El Método de Flujo de Fondo Descatados para Argentina" de Guido Meldini, Rodrigo Martínez y Mariano Ubiña (2003).