

Tasa libre de riesgo para inversiones en España

La elevada volatilidad de las variables financieras introduce incertidumbre en la valoración de los activos tanto financieros como empresariales. En concreto, la valoración de empresas está condicionada por la tasa de descuento empleada, uno de cuyos principales parámetros es la tasa libre de riesgo, que se aproxima mediante la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo. El presente artículo pretende analizar la tasa libre de riesgo que consideramos adecuada para valorar actualmente inversiones en España teniendo en cuenta la fuerte volatilidad que ha afectado a la deuda pública española en los últimos tiempos.

Pablo Mañueco



[Stockbyte/Thinkstock]

La tasa de descuento utilizada para descontar los flujos de caja futuros de una empresa es una de las variables críticas dentro del proceso de valoración. La tasa utilizada debe ser coherente con el tipo de *cash flow* que vaya a ser descontado y con el riesgo asociado a ese *cash flow*.

La tasa utilizada para descontar el *cash flow* libre para los recursos propios es el coste de los recursos propios (*ke*), mientras que el *cash flow* libre de explotación se descuenta al coste promedio ponderado del capital (WACC), que pondera el coste de los recursos propios y el coste de la deuda en función de su utilización en la estructura financiera de las compañías.

El *ke* o coste de las acciones es la rentabilidad exigida por el accionista a la inversión, esto es: el mínimo de rentabilidad razonable que un inversor objetivo exigiría según el nivel de riesgo percibido en la inversión propuesta.

La fuerte volatilidad registrada por la deuda pública española añade incertidumbre en la valoración y exige plantearse el nivel razonable que, en un escenario de medio y largo plazo, debería ser exigible a proyectos de inversión en España

La tasa de rentabilidad exigida dependerá del riesgo de la inversión. Así, la rentabilidad exigida vendrá determinada por dos factores:

- Tasa libre de riesgo (*rf*): es la rentabilidad que es capaz de obtener un inversor sin que ésta dependa de ningún nivel de incertidumbre económica. Aunque estas premisas no se cumplen totalmente en ningún caso, en la práctica, se suele utilizar como tasa libre de riesgo la rentabilidad de los bonos del Estado a largo plazo.
- Prima de riesgo: se añade a la tasa libre de riesgo en el caso de que el proyecto analizado tenga un mínimo de riesgo y abarca, por tanto, todos los proyectos de tipo empresarial. Por riesgo se entiende la probabilidad de que la rentabilidad se aparte de lo esperado. La prima de riesgo de la empresa provendrá tanto de las condiciones intrínsecas de la actividad que realiza (riesgo de negocio) como del grado de apalancamiento financiero o endeudamiento (riesgo financiero).

$$ke = rf + \text{prima de riesgo de la empresa}$$

La TIR del bono español a 10 años ha experimentado un fuerte crecimiento desde principios de 2010. Así, la TIR aumentó desde el 3,9% registrado en enero de 2010 hasta alcanzar niveles de 6,4% en agosto de 2011, lo que supuso un incremento de 250 puntos básicos. Este incremento estuvo fundamentado básica-

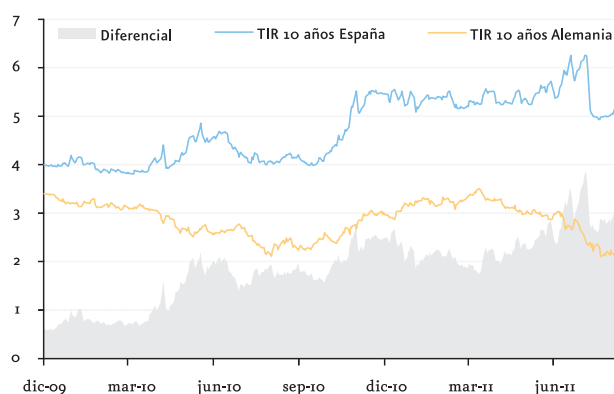
mente en la mayor percepción de riesgo país por parte de los inversores. De esta forma, el diferencial de la TIR del bono español frente a la del bono alemán se incrementó desde los 58 puntos básicos de enero de 2010 hasta los 410 puntos básicos que llegó a alcanzar durante el mes de agosto de 2011.

El presente artículo pretende exponer la tasa libre de riesgo que consideramos adecuada en la fecha actual para valorar empresas e inversiones situadas en España. La fuerte volatilidad registrada por la deuda pública española, que ha llevado la prima de riesgo frente al bono alemán a máximos históricos, añade incertidumbre en la valoración y exige plantearse el nivel razonable que, en un escenario de medio y largo plazo, debería ser exigible a proyectos de inversión en España.

ESTIMACIÓN DE LA TASA LIBRE DE RIESGO

Consideramos que la tasa libre de riesgo adecuada para valorar inversiones en España debería situarse en el entorno del 5%, en línea con la TIR de los bonos del Estado español a 10 años registrada a fecha de 13 de octubre de 2011 (4,94%).

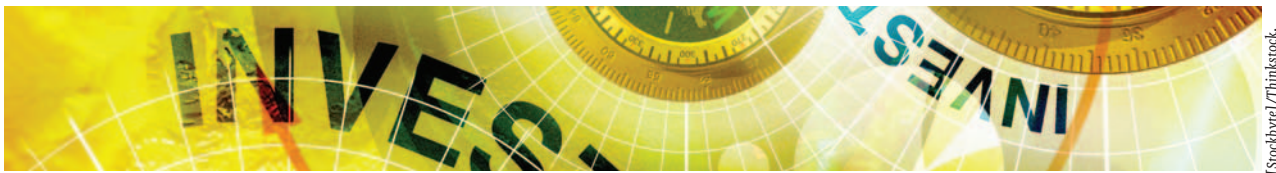
TIR España 10 años. Diferencial frente a Alemania



Fuente: elaboración propia.

En nuestra opinión, esta referencia es la más adecuada como tasa libre de riesgo por las siguientes razones:

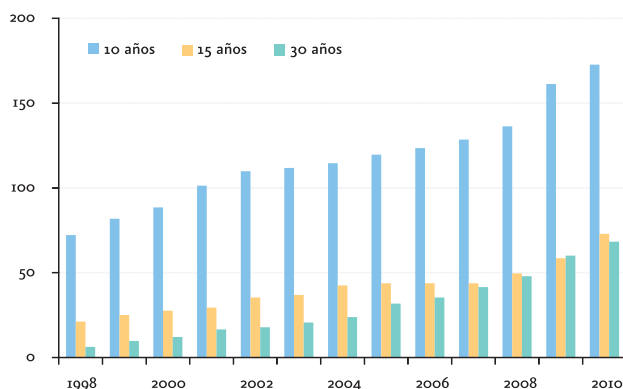
- La rentabilidad de los bonos del Estado español incorporan una prima por «riesgo país» (diferencial frente al bono alemán) que debe considerarse en la tasa de descuento de una inversión en España. El diferencial respecto al bono alemán a 10 años se sitúa en 290 puntos básicos a 13 de octubre de 2011.
- Pese a que existen bonos a más largo plazo, consideramos que el bono a 10 años es el que mejor refleja la rentabilidad exigida a una inversión a largo plazo, como lo demuestra que su negociación



[Stockbyte/Thinkstock]

es significativamente superior a la de las otras referencias a largo plazo (15 y 30 años). La elevada liquidez del bono a 10 años aconseja su utilización como referencia a largo plazo, frente al 15 y 30 años, cuya rentabilidad puede estar afectada por la menor liquidez de las emisiones.

Deuda del Estado en circulación (importe nominal de la deuda viva al final de cada período en miles de millones de euros)



Fuente: Banco de España.

La TIR de los bonos de los Tesoros de los países europeos periféricos ha experimentado un incremento significativo a lo largo de los últimos meses debido a dos razones principales:

- Las dificultades de Grecia, Irlanda y Portugal para hacer frente a sus compromisos de deuda y para captar nueva financiación en los mercados.
- La falta de cohesión a nivel interno en el área euro a la hora de establecer mecanismos de rescate para las economías con problemas de liquidez y financiación y la falta de fomento de la estabilidad de los mercados.

España e Italia no han sido ajenas a este deterioro de los costes de financiación, aunque el incremento de los tipos de interés ha obedecido, en mayor medida, a las dudas que se derivan de la falta de reacción a nivel institucional en el área euro.

Así, ambas economías, aunque a mayor coste, han logrado seguir financiándose en los mercados mayoristas en todos los plazos de la curva de tipos de interés, hecho que no había ocurrido en el caso de Grecia, Irlanda o Portugal, que habían visto restringida su capacidad de financiación a los plazos más cortos (12 meses e inferiores).

En el caso concreto de España y a lo largo de 2011, el diferencial frente a Alemania ha cotizado, en media, en torno a 250 pb, consistente con un tipo de interés a 10 años en el 5,50%. Para los próximos años, preveemos que el tipo de interés de la deuda a 10 años del Reino de España se sitúe, en promedio, en cotas del 5%, consistente con un diferencial situado en 200 pb. Las razones que explican nuestra previsión de estabilidad del bono español a 10 años en estos niveles, consistente con un diferencial frente a Alemania situado en 200 pb, son las siguientes:

- Desde un punto de vista coyuntural, el activo papel del BCE en los mercados adquiriendo deuda pública en el mercado secundario de aquellos países más castigados y retrasando las subidas de tipos de interés para acomodarse a un escenario de consolidación fiscal muy agresivo y de débiles perspectivas de crecimiento e inflación.

Consideramos que la tasa libre de riesgo adecuada para valorar inversiones en España debería situarse en el entorno del 5%

- Desde un punto de vista estructural, la definitiva concreción de los mecanismos de rescate, de su financiación y de sus capacidades de actuación en los mercados financieros en situaciones de emergencia (ello permitirá reforzar la confianza de los inversores en la supervivencia del euro); la apuesta por una mayor integración fiscal desde las instituciones europeas, que permitirá llevar a cabo un mejor seguimiento de las cuentas públicas en las economías que integran la unión económica y monetaria, y la introducción de nuevas reglas de disciplina fiscal en las economías del área euro, que deben reforzar la confianza de los inversores en la capacidad y voluntad de los Gobiernos de mantener la estabilidad presupuestaria.

España, concretamente, a diferencia de otras economías de la periferia, está consiguiendo respetar los límites de déficit establecidos para el conjunto del año, siendo las comunidades autónomas los únicos organismos que ostentan un riesgo significativo de desviarse. Esta circunstancia debe reforzar la confianza de los inversores en la capacidad para alinear el déficit con los objetivos establecidos por la Comisión Europea para 2013 (en niveles del 3%) ::