

# *Indice de Acciones y Expectativa Sistémica*

*Por Ricardo Schefer*

Durante los últimos años, se generalizó el uso de la prima de riesgo de los bonos soberanos como indicador de la disposición de los agentes económicos a invertir y a consumir bienes y servicios. La idea subyacente en su uso es que una prima de riesgo mayor (menor) revela la percepción de más (menos) riesgo sistémico, lo que afecta el costo de capital de los emprendimientos intra frontera. Cambios en la prima de riesgo conducirían a la implementación o suspensión de proyectos de inversión en el margen, e inducirían a la realización o postergación de consumos.

El procedimiento de su cálculo es el siguiente. Asumiendo, para simplificar, que los bonos soberanos son cupón cero, o letras:

$$\text{Prima de riesgo de bonos soberanos} = \text{Valor nominal} / \text{Precio} - 1 - r_f$$

$$\text{o bien } p = 100/P - 1 - r_f$$

donde:

$p$  = prima de riesgo

$r_f$  = tasa de bonos cupón cero a igual plazo sin riesgo de crédito. Para bonos emitidos en dólares, usualmente esta tasa corresponde a la de los bonos del tesoro de EE.UU

Este indicador de riesgo sistémico tiene la virtud de ser de cómputo fácil y ha mostrado tener correlación con la actividad económica. Sin embargo, padece de algunas limitaciones como indicador de la inclinación a invertir y consumir. La primera es que revela solo el riesgo percibido, pero no las expectativas sobre mejoras o caídas de los flujos de caja esperados de los emprendimientos. Los bonos de los que se deriva la prima de riesgo tienen flujos de pagos (cupones) con un valor nominal fijo y máximo. Es decir que si hubiera una visión más optimista (pesimista) de los agentes económicos respecto de sus ingresos futuros, al tiempo que percibieran un riesgo inalterado, la prima de riesgo de los bonos no captaría el nuevo optimismo. En otras palabras, existen emprendimientos que por un aumento en los ingresos esperados pasaran a tener un valor presente neto positivo, y, a igual tasa de descuento, no serían predichos por la prima de riesgo.

Otra limitación del uso de la prima de riesgo soberano es que a partir de la declaración de insolvencia del Tesoro, el valor nominal de los bonos, y su calendario de pagos, es desconocido. Por tanto ya no es válido comparar el precio de esos bonos con un valor nominal de 100 a determinada fecha para medir su riesgo de pago, porque su probable default se convirtió en una certeza. Para estimar el riesgo habría que considerar la prima de emisiones de bonos del tesoro no declaradas en default. Estos cotizan a precios que implican primas de riesgo significativamente inferiores.

Como contrapartida, el precio de las acciones refleja tanto el riesgo asociado a los flujos de ingresos de los emprendimientos, como también al tamaño de dichos flujos. Para simplificar, considérese una empresa madura que no requiere aumentar sus activos y que distribuye toda su ganancia. Su valor esta dado por:

$$P = E/k$$

donde:

P = valor de mercado de la empresa

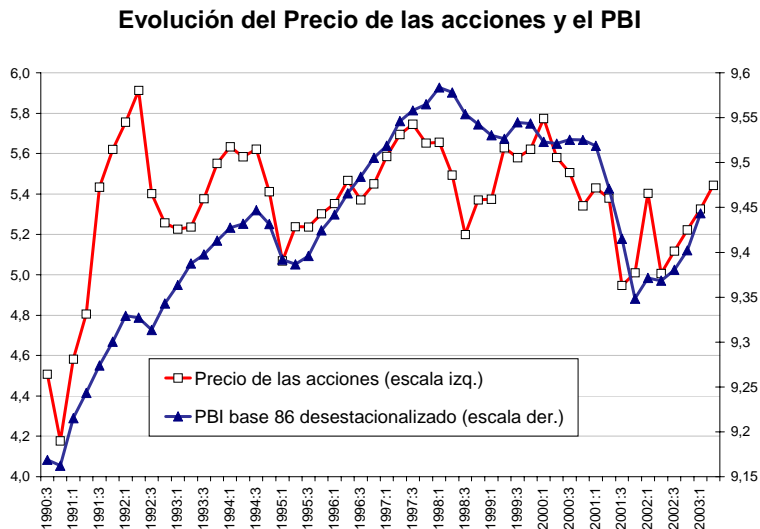
E = las ganancias (y dividendos) esperadas

k = tasa retorno exigida

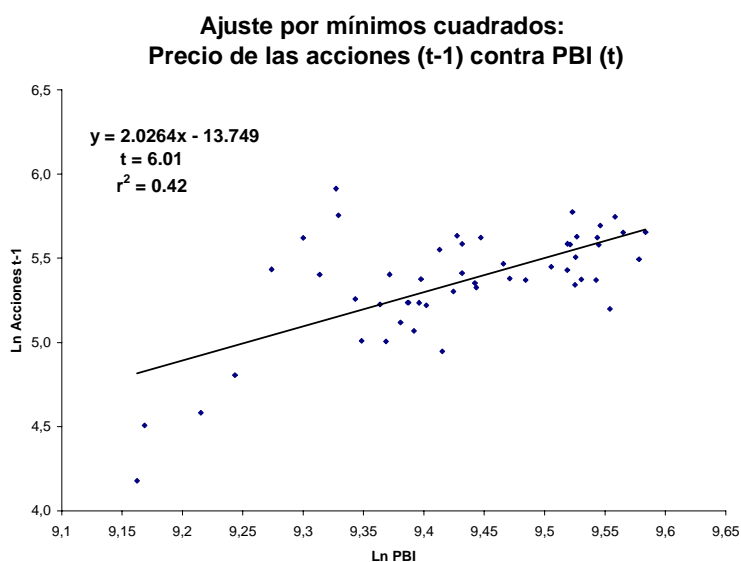
Por tanto, si se observa que el precio cambia, esto puede atribuirse tanto a variaciones de la tasa de retorno exigida por cambios en la percepción del riesgo, como a cambios en los flujos de ganancias esperados. Por ejemplo, si el índice de precios de una cartera de acciones sube, se puede deber tanto a una caída de la tasa exigida como a un aumento de las ganancias esperadas, o a ambas.

Teniendo en cuenta lo anterior, el índice de precios de la cartera de las acciones cotizables de empresas residentes proveerá una muestra que refleja la expectativa sobre el conjunto de las empresas, anulando los sesgos de empresas individuales. De esta manera un índice de precios de acciones locales es un indicador de la expectativa de la performance sistémica.

Para ilustrar esto, en el siguiente gráfico se muestra la evolución en el tiempo del índice de acciones locales y el PBI.



En general, se observa una correlación positiva entre precios de acciones y evolución del PBI trimestral, con un adelanto de un trimestre. Es decir que si en el presente trimestre el valor del índice está aumentando (cayendo) respecto del anterior, entonces puede interpretarse que la expectativa es que el PBI aumente en el trimestre próximo.



Existen razones para que la predicción se cumpla de modo imperfecto. La primera es que los precios reflejan expectativas corrientes, formadas en base a la información disponible en el momento. Si posteriormente se producen hechos relevantes para las ganancias o el riesgo, las expectativas anteriores pueden no materializarse. La segunda es que no hay una razón para que el índice de precios se adelante al PBI. Podría ser coincidente, o por el contrario, más adelantado aún. Esto depende de la mayor o menor velocidad de implementación o cancelación de las decisiones de inversión física o de consumo. Por último, puede influir en la calidad de la expectativa revelada la cantidad de acciones que componen el índice, y su dispersión en los distintos sectores que componen el PBI.

En conclusión, tanto por razones analíticas y por los datos correlacionados, el seguimiento del precio de las acciones argentinas residentes revela razonablemente las expectativas de los agentes económicos respecto de la performance sistémica.

**Notas:**

Para el PBI se usó la serie trimestral a precios constantes desestacionalizada.

Para el precio de las acciones locales se usó el promedio diario trimestral deflactado por el IPC.

**Fuentes:**

Centro de Economía Aplicada UCEMA, Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Morgan Stanley Capital International, INDEC.