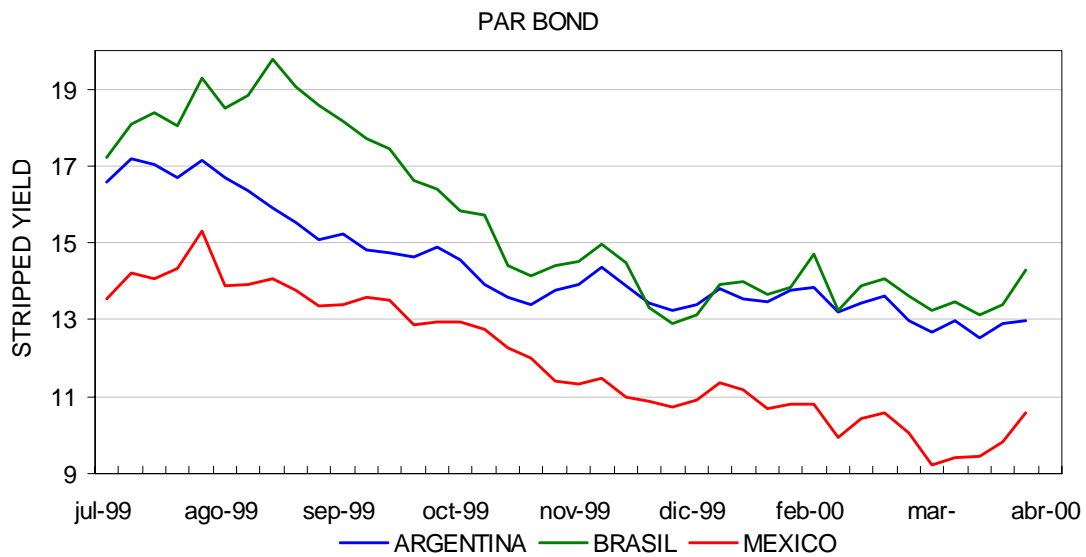


## EL AGUJERO EN EL ENFOQUE DE “RIESGO PAÍS”

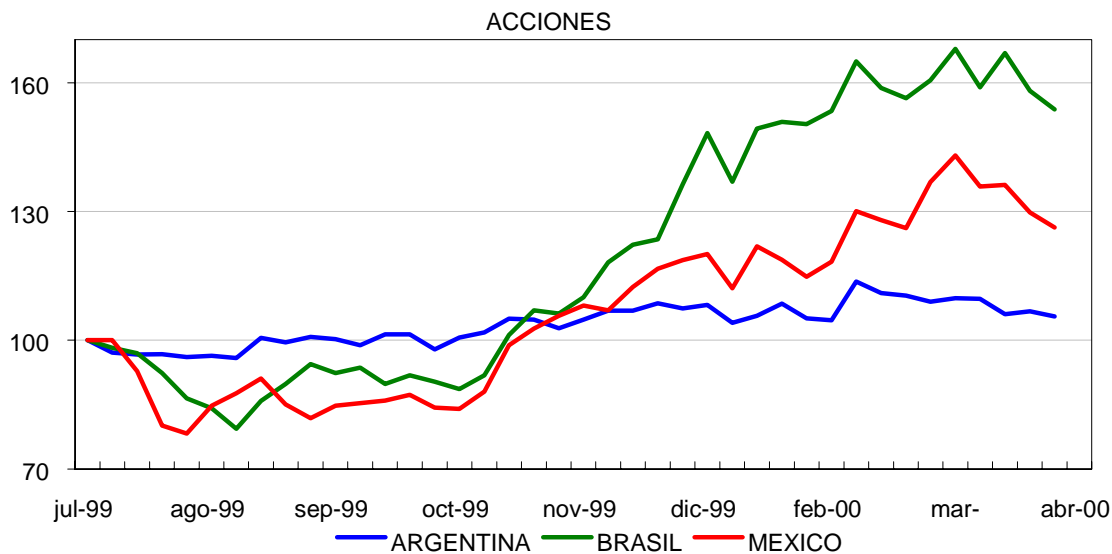
Dick Schefer

A partir de julio de 1999 los bonos soberanos de Argetina subieron ininterrumpidamente hasta fines de marzo. Esto representó una apreciable caída de la prima de riesgo soberano que fue destacada varias veces por los funcionarios del Gobierno, que lo interpretaron como un síntoma de confianza del mercado a los diferentes anuncios de política económica. Quizá se equivocan.

La primer sospecha surge al comprobar que los bonos argentinos no subieron más que los principales bonos soberanos de Latinoamérica:



La sospecha se confirma observando que las acciones argentinas quedaron totalmente al margen del bull market de acciones latinoamericanas, estancándose frente a subas de casi 30% en México y 50% en Brasil, como se observa en el siguiente gráfico:



A partir del mercado de acciones resulta una lectura pesimista acerca de la confianza en el crecimiento de Argentina.

¿Cómo se explica un aumento de los bonos soberanos y una caída simultánea en las acciones? Porque los bonos prometen pagar un cupón fijo mientras para las acciones se proyecta un flujo de caja variable según las circunstancias. Si bien una caída en la prima de riesgo soberano debiera favorecer el precio de los bonos y de las acciones simultáneamente porque cae el factor de descuento de los flujos de fondos esperados, los precios de las acciones pueden caer, si al mismo tiempo los flujos de caja que proyectan los inversores caen en una proporción elevada. Si los bonos suben, es porque se espera solvencia fiscal. Pero si la solvencia fiscal se espera que será lograda a expensas del consumo privado, entonces es natural que los inversores esperen una recesión con menores niveles de ganancia empresarial.

El comportamiento discrepante de los mercados de bonos y acciones argentinos podría haberse exacerbado a partir de la reciente reforma fiscal. Al ser tomada como una señal de compromiso con la disciplina fiscal, ésta habría permitido que los bonos argentinos participen del rally de la región. Pero al haber sido diseñada conjuntamente con una reducción del salario de bolsillo, se afectaría negativamente el consumo que compone cerca del 80% del PBI. Bajo esta óptica, la idea que se logra mayor inversión y crecimiento económico automáticamente a partir de la reducción del riesgo soberano es un grave error. El error se puede magnificar porque si a pesar de las medidas impositivas la recaudación fiscal sigue cayendo, al estancamiento de los bonos le puede seguir un aumento en la prima de riesgo soberano, y caerían también los bonos.

El divorcio entre el mercado de acciones y de bonos no es habitual en Argentina. El gráfico de abajo muestra una alta correlación histórica entre los cambios de precios de los dos mercados. Desde hace unos meses esto se alteró. La nueva relación de precios entre bonos y acciones revela buenas expectativas de rentabilidad para los prestamistas pero desaliento para la inversión real.

CORRELACION ENTRE RETORNOS DE ACCIONES Y BONOS

