

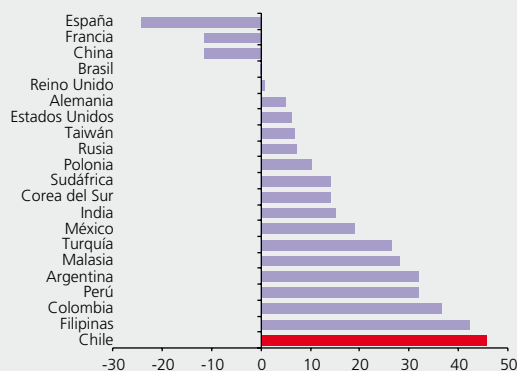
## Recuadro III.3: Determinantes de la evolución del mercado accionario local

El mercado accionario se ha caracterizado por un significativo aumento de los precios durante el presente año. El IPSA aumentó 38% y 46% medido en pesos y en dólares, respectivamente, al cierre estadístico de este *Informe*. En términos de valorización, la razón precio-utilidad (P/U) se situaba en noviembre del 2010 en 21,3 veces, algo superior al promedio del período 2005-07 (19 veces). Los mercados accionarios de otras economías emergentes también han mostrado un importante aumento (gráfico III.11).

El objetivo de este recuadro es evaluar los determinantes que explicarían la dinámica del mercado accionario en Chile. Para tales efectos, dada la incertidumbre respecto de cuál es el modelo correcto, el enfoque empleado considera diferentes modelos de valoración.

### Gráfico III.11

Rentabilidad bursátil 2010  
(índice en dólares, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

### Modelos

En primer lugar, se estima un modelo de determinación del IPSA basado en fundamentos económicos. El modelo relaciona el nivel del índice accionario con la evolución de la actividad —medida por el Imacec— y con los términos de intercambio medidos por la evolución del precio del cobre y del petróleo. También se controla por el nivel de precios y la tasa de interés real de largo plazo. Los resultados de

esta estimación muestran una diferencia positiva entre el IPSA observado y el estimado durante noviembre, la cual es estadísticamente diferente de cero con un nivel de confianza del 1% (gráfico III.12).

### Gráfico III.12

Evolución del IPSA según modelo de fundamentos económicos  
(valores diarios, índice)



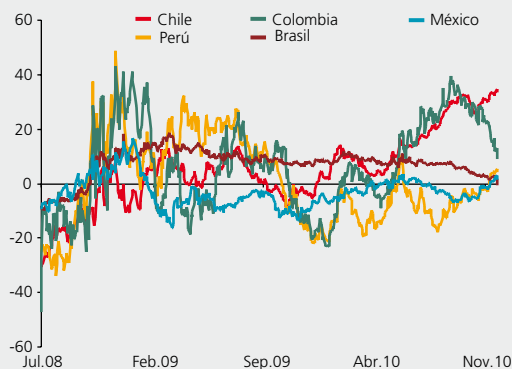
Fuente: Banco Central de Chile a base de información de Bloomberg.

El segundo modelo estima el nivel del IPSA considerando la evolución de un índice de precios de acciones regional medido en dólares (modelo CAPM), enfoque que se aplica a otras economías emergentes<sup>14/</sup>. Los residuos de tales estimaciones están asociados al componente no explicado del índice accionario local y, por ende, un valor positivo (negativo) sugiere sobrevaloración (subvaloración) (gráfico III.13). Los resultados confirman que el aumento del índice accionario durante el 2010 es, en parte, un fenómeno particular del caso chileno, obteniéndose también un componente no explicado mayor que cero, con un nivel de confianza del 1% en noviembre del 2010. Más aún, al cierre estadístico de este *Informe*, Chile es el país que exhibe el mayor componente no explicado en una muestra de diez economías emergentes.

<sup>14/</sup> La muestra incluye aquellas economías con mayor crecimiento bursátil durante el 2010 junto con otras de importancia sistémica: Brasil, Chile, China, Colombia, Corea del Sur, Filipinas, México, Perú, Tailandia y Turquía.

**Gráfico III.13**

Componente no explicado del IPSA según modelo CAPM (\*) (porcentaje)



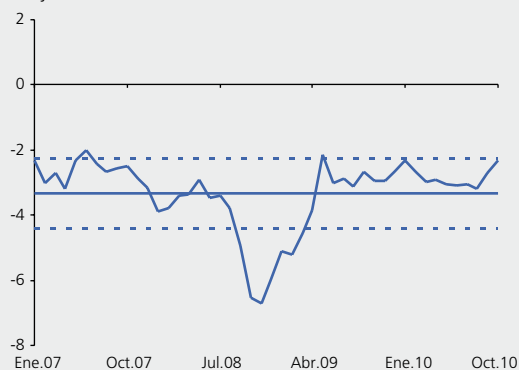
(\*) Corresponde a la diferencia entre el valor estimado según el modelo CAPM y el valor efectivo del IPSA.

Fuente: Banco Central de Chile a base de información de Bloomberg.

El tercer modelo entrega una visión complementaria a las estimaciones econométricas anteriores. Conocido como el “modelo de la Fed”, supone que existe una relación estable entre la rentabilidad de un bono de gobierno de largo plazo y la razón utilidad-precio de las empresas<sup>15/</sup>. Cuando la diferencia entre estas variables está sobre el promedio, se considera que los precios de las acciones están por sobre su valor de largo plazo. Esta situación es, precisamente, la que se observa en el caso chileno a partir de enero del 2010, aunque la discrepancia es menor que una desviación estándar (gráfico III.14).

**Gráfico III.14**

Exceso de retorno según modelo de la Fed (\*) (porcentaje)



(\*) BCU10 menos razón utilidad esperada-precio del IPSA. Las líneas punteadas corresponden a +/- 1 desviación estándar respecto del promedio.

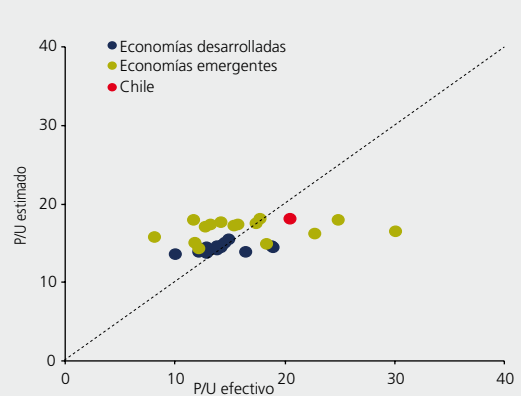
Fuente: Banco Central de Chile a base de información de Bloomberg.

<sup>15/</sup> Federal Reserve Board (1997).

Por último, el cuarto enfoque estima la razón P/U como función de la inflación y del crecimiento del producto para un corte transversal de países<sup>16/</sup>. En base a este modelo, se estima que la relación P/U efectiva para Chile, a septiembre del 2010, se encontraría por sobre su nivel estimado de largo plazo, con un nivel de significancia estadística de 1% (gráfico III.15).

**Gráfico III.15**

Razón precio-utilidad efectiva y estimada según análisis de corte transversal a través de países (\*) (veces)



(\*) Datos a septiembre del 2010.

Fuente: Banco Central de Chile a base de información de Bloomberg.

En resumen, tres de los modelos apuntan, aunque en diversos grados, a que el IPSA se encontraría algo por sobre el nivel sugerido por los distintos enfoques. No obstante lo anterior, la magnitud de tales desviaciones, así como antecedentes del apalancamiento accionario de hogares y empresas, sugieren que los riesgos para la estabilidad financiera asociados a una potencial corrección del precio de este activo son, por el momento, acotados.

<sup>16/</sup> Silva (2007), basado en un modelo estándar de crecimiento, estima una relación estadísticamente significativa y positiva para el crecimiento del PIB y negativa para la inflación, interpretando esta última variable como una proxy asociada a la tasa de descuento.