

05 de enero de 2018

Un mercado al rojo vivo

La foto de la economía argentina es bastante compleja. Déficit gemelos, atraso cambiario, altísima presión impositiva, fuerte informalidad laboral, serios problemas de competitividad y casi un 30% de la población en situación de pobreza. Con una visión de largo plazo, quizás los datos más preocupantes son el deterioro relativo en nuestro capital humano (educación básica fundamentalmente) y físico (infraestructura) y la demografía, que nos jugará todavía a favor en las próximas dos décadas para luego vernos envejecer como país, donde el crecimiento potencial cae bruscamente.

Desde una óptica bastante más optimista, el mundo comienza a recuperarse mostrando un crecimiento más difundido, el comercio internacional se reactiva y las condiciones financieras continúan siendo muy favorables. Si se mantienen estas condiciones globales, con una gestión más eficiente de la política económica nuestro país podría mostrar una foto más saludable en el futuro. Con esto me refiero a un racional déficit fiscal, menor inflación, bajar moderadamente la presión impositiva, tener una dinámica de deuda sostenible y disminuir los riesgos asociados a nuestro déficit externo.

Una economía más sana aumenta la probabilidad de crecer en forma estable y sostenida. Para nuestros parámetros históricos, crecer por varios años a tasas moderadas (3%) sería todo un logro.

Con lo cual, aun siendo optimista (personalmente lo soy), la Argentina podría crecer sostenidamente a tasas del 3%. Un crecimiento más dinámico sería prácticamente imposible dada nuestra restricción externa. No podemos generar las divisas suficientes para pagar las importaciones que acarrea un crecimiento mayor al 3%.

Ahora volvamos a lo nuestro. Desde que asumí el nuevo gobierno la renta variable mostró un rally de precios impresionante. Básicamente, el comportamiento de las acciones debería reflejar el potencial de crecimiento futuro de las empresas y su capacidad para generar retornos para sus accionistas. Para esto, naturalmente las

empresas necesitan una buena dinámica macroeconómica. Claramente, observando las cotizaciones, el mercado está siendo muchísimo más optimista que la media de los analistas.

Durante el 2017 el Merval creció un 75% en pesos y un 50% en dólares. Más aún, considerando la composición heterogénea del índice en cuanto a las acciones que lo componen y sus ponderaciones, encontramos rendimientos considerablemente mayores, dado que el sector petrolero le restó dinámica al índice.

Sin entrar en el detalle por empresa, analicemos algunos números (con absoluta simpleza) para dimensionar la suba del mercado en el último tiempo. Desde el cambio de gobierno el MSCI Argentina (para comparar índices accionarios en dólares de la misma fuente) creció 112%. En el mismo periodo, el MSCI Latinoamérica escaló un 59%, mientras que el MSCI para economías emergentes subió un 49%. También en el mismo periodo, el mercado americano (S&P) saltó un 49%. Haciendo números redondos, la mitad de la suba del mercado local se explica por la simple correlación con los mercados globales, mientras que la otra mitad corresponde a factores domésticos.



Fuentes: Estimaciones propias en base a datos de Bloomberg.

En el mismo sentido, cuando uno analiza la correlación entre la cotización de las acciones y el riesgo país, la misma es muy alta. Como se puede observar en el gráfico a continuación, la dinámica del Merval en dólares es prácticamente una reproducción de la evolución del riesgo país (su inversa). En principio, esto no es otra cosa que el incremento de la confianza en la capacidad de pagos y en el sendero político, económico e institucional. Recién en el último trimestre estas

dos variables mostraron algún desacople, el Merval mostró un incremento considerablemente mayor a la caída en el riesgo país.



Fuentes: Estimaciones propias en base a datos de Reuters.

Primera conclusión, llama mucho la atención la exuberancia en las cotizaciones frente a la complejidad del escenario macroeconómico. Reitero, aún para los optimistas. Ahora bien, observando un gráfico de más largo plazo uno podría entender ciertos comportamientos del mercado. Las cotizaciones en dólares prácticamente lateralizaron entre el 1992 y 2015, con nuestra volatilidad característica. Desde mediados del 2013, el Merval comenzó el actual rally alcista. Pero recién a fines del 2014 el índice en dólares alcanzó los picos previos de junio de 1992, septiembre de 1997 y enero de 2011. Marcando una tendencia de largo plazo, recién en 2015 el mercado comienza a mostrar un crecimiento genuino.



Fuentes: Estimaciones propias en base a datos de Reuters.

Separemos el mercado en dos componentes. El primero es la tendencia de largo plazo o el comportamiento estructural. Como remarcamos, desde una óptica más amplia, el mercado local

está recuperando el terreno perdido prácticamente en una década y media. Sin entrar en detalle, lo dejamos para un próximo *Resumen*, las valuaciones del mercado local en el último tiempo alcanzaron niveles similares en relación a otros mercados en desarrollo. Durante un largo tiempo, las valuaciones mostraban niveles irrisorios producto de nuestro altísimo riesgo país. Segunda conclusión, que no invalida la primera, recientemente las valuaciones lograron niveles más razonables.

El segundo componente es el cíclico, asociado a la típica volatilidad de las acciones en plazos más cortos. Las subas, la toma de ganancias, los rebotes, etc. Imposible predecir estos comportamientos, dado que las cotizaciones no dejan de ser una variable aleatoria. Lo que uno sí podría hacer es bajar el nivel de riesgo de la cartera y ser prudente en determinados contextos. Cambiar renta variable por activos de renta fija, con menor volatilidad.

En este contexto, donde las acciones en promedio subieron casi un 25% en dólares en los últimos tres meses, parece más que prudente saber tomar (parte) de la ganancia. Más aún, dada la volatilidad de nuestro mercado, probablemente nos brinde oportunidad de recomprar más barato en un futuro no tan lejano.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe