

07 de junio de 2019

Notas sobre el Mercado Internacional

Aprovechando la transitoria calma del mercado local, en el *Resumen* de esta semana repasamos las principales novedades del mercado norteamericano. Para ello, entrevistamos a nuestros dos conocidos expertos en la materia, prestigiosos analistas internacionales, que para proteger su anonimato los llamaremos Licenciado Comprado y Licenciado Vendido. A continuación, la entrevista sobre diversos tópicos del mercado internacional. Sobre el final, nos regalan su visión foránea insesgada sobre el mercado argentino.

Periodista: *El 2018 se despidió con una brutal caída, el primer trimestre de 2019 nos trajo una radiante recuperación y desde entonces alternamos rachas positivas y negativas sin una tendencia clara ¿Qué nos espera para lo que resta del año en el mercado americano?*

Lic. Vendido: Creo que tendremos más de lo mismo pero con tendencia bajista. No veo un brutal desplome, pero sí un mercado que continuará depurando a la baja. Puramente una cuestión de “fundamentals”. Más allá de una leve corrección de las sobrevaluaciones en el último año y medio, los ratios continúan elevados para los parámetros históricos con una economía que pierde fuerza y un Presidente impredecible hasta por Twitter. El SPY cotiza en los mismos valores que hace un año y medio, lo que muestra la debilidad del mercado.

Lic. Comprado: Como de costumbre, discrepo. La pasividad del último año y medio es el principal signo de fortaleza, para nada una muestra de debilidad. Luego de una racha alcista de casi 10 años, el mercado prácticamente no recortó, no presentó caídas significativas. Luego del rally alcista más importante de la historia el mercado simplemente se tomó un descanso. Realmente no sé a qué debilidad usted hace referencia. No veo mejor escenario que las valuaciones corrijan sin sobresaltos, como viene ocurriendo.

Periodista: *En sus respuestas ambos mencionan las valuaciones. ¿En qué punto estamos en términos de ratios de valuación para el principal mercado del mundo?*

Lic. Vendido: Mi ratio preferido, al igual que Warren Buffet, es la capitalización bursátil sobre el PBI. Hoy la capitalización del S&P representa un 140% en relación a la economía norteamericana, casi en los máximos de 150% en octubre de 2018. Nivel que incluso supera los máximos previos a la crisis del 2009 y le pelea el podio al año 2000, unos meses después explotó la burbuja de las puntocom. Creo que alarmante.

Lic. Comprado: No tiene sentido tomar el indicador de forma aislada. Que yo sepa Mr. Buffet no está desarmando su posición de acciones.

Lic. Vendido: Lo invito a mirar los balances de Berkshire Hathaway, el holding de Buffet. Finalizó con U\$S112 mil millones líquidos el 2018, para tener una dimensión de esto, se podría comprar 4 veces Mercado Libre, la vedette del 2019. Si las valuaciones estuvieran en niveles aceptables ya hubiera salido de shopping. Nunca tomó ratios de forma aislada, vayamos al clásico, precio contra ganancias (P/E). Hoy ronda los 20, lo que indica que los precios cotizan en 20 veces las ganancias ajustadas de un año. Si corregimos el ratio por inflación, siguiendo la metodología del premio nobel de economía Robert Shiller, el indicador ronda los 29. Hay solamente dos registros tan altos. Uno fue meses antes del desplome del mercado en el 2001 (puntocom) y el otro en la crisis del 30. Saque sus conclusiones.

Lic. Comprado: Desde el 2015 los ratios rondan dichos niveles, mientras el mercado se mantiene firme. Dos cuestiones que usted no ve. La primera, es que el mercado mira para adelante, las ganancias y balance que vendrán, no los que pasaron. La segunda cuestión es que el mercado opera valor relativo y no absoluto. La tasa de diez años bajó de más del 3% a casi el 2% en sólo unos meses. Cuando las tasas se situaban en el orden del 3%, un P/E de 20 no parecía elevado, simplemente porque la inversa de este ratio es un retorno por beneficios del 5% (1 dividido 20), más los dividendos que reparten las compañías, súmele otro 2%, 7% en acciones vs 3% en bonos. Ahora con la tasa de los bonos del Tesoro en el orden del 2%, las acciones lucen todavía más atractivas todavía. Valor relativo, nunca lo olvide.

Lic. Vendido: No sería la primera vez que el mercado recorta de precio con tasas bajas. Si la

economía entra en recesión o la guerra comercial se encrucece, los precios presentarán una marcada caída, aún en un contexto de tasas a la baja.

Periodista: *Usted tocó un punto clave, las posibilidades de una futura recesión en Estados Unidos. ¿Cuál es su pronóstico?*

Lic. Vendido: La curva de rendimientos de los bonos americanos es prácticamente plana y se ha invertido en varios segmentos. Recordar que antes de cada recesión (salvo dos), la curva americana se invirtió, los bonos cortos pasaron a rendir más que los bonos largos. La evidencia empírica confirma la relación, si bien las explicaciones en cuanto a los determinantes de la relación difieren, lo único cierto es que estamos frente a la alerta más infalible de recesión.

Lic. Comprado: La curva amagó con invertirse pero no llegó a hacerlo en todos los tramos. Además, hace falta que se invierta un determinado tiempo para anticipar una recesión y no solamente algunas ruedas puntuales, además de pesimista, usted es bastante ansioso. La curva chata, rendimientos similares a lo largo de la curva, no es una mala noticia. La FED sabe perfectamente los riesgos que genera la inversión de la curva sobre las expectativas. Con lo cual, no subirá las tasas de corto si las tasas de largo no convalidan, dado que estaría autogenerando una recesión. La inmensa Janet Yellen, ex Presidenta de la FED que Trump no quiso renovar el mandato, fue clara en este punto hace algunos meses.

Lic. Vendido: Lo invito a mirar el indicador adelantado del ciclo que elabora la Reserva Federal de Atlanta. El indicador GDPNow anticipaba un pobre crecimiento del 1.5% (anualizado) para el segundo trimestre de 2019. La desaceleración de la actividad es innegable.

Lic. Comprado: Coincido. Pero venimos en una locomotora a toda marcha, totalmente esperable cierta ralentización de la actividad. Es más, lo veo como un factor positivo. Una economía no recalentada y la baja en el precio del petróleo mantienen apaciguada la inflación. La amenaza de una suba de tasas está cada vez más lejos. Es más, el mercado estima que la FED tendrá que bajar las tasas en el futuro. Más combustible para los mercados.

Lic. Vendido: Más combustible pero seguimos atrapados en el mismo lugar desde hace 7 años. Los peligros de entrar a estos precios en acciones son marcados. Potenciales pérdidas de capital del 15%/20% como la experimentamos a fines del año pasado son un escenario posible. Hay que tener mucho estómago.

Lic. Comprado: Si no puede afrontar pérdidas de capital, si no puede ver bajar su cuenta, si es impaciente o cortoplacista, no puede participar de este juego. Compre departamentos, bonos del Tesoro o bonos corporativos grado A cortos.

Lic. Vendido: En esta coincidimos.

Periodista: *¿Entonces qué hacemos?*

Lic. Comprado: De largo plazo, veo todavía atractivas las acciones. Soy optimista.

Lic. Vendido: Soy moderado, pero por sobre todo paciente. Habrá tiempo de comprar con valuaciones más razonables, de hecho en diciembre pasado tuvimos una buena oportunidad. Los riesgos sistémicos hoy por suerte son menores, pero las valuaciones están caras. Espere, el mercado siempre brinda oportunidades de entrada.

Periodista: *Coincido con usted Lic. Vendido. Aprovechando su visión de los mercados internacionales y su falta de sesgo a la hora de analizar la economía argentina ¿Cuál es su reflexión sobre los precios de los activos argentinos?*

Lic. Comprado: Están prácticamente rifados. Tanto los bonos como las acciones. El riesgo país argentino supera en 300 puntos a los peores alumnos emergentes como Ecuador, Ucrania o Egipto. Ni hablar el castigo con respecto a sus pares latinoamericanos. En la Argentina se discuten cosas que en otras economías ya no se debaten. Tienen un problema antiguo para el mundo contemporáneo. Hace 75 años que están en la carrera del tipo de cambio contra la inflación. El resto de los emergentes tienen otros problemas, básicamente como crecer y desarrollarse, pero no la arcaica discusión de los argentinos. Los analistas locales discuten como bajar la inflación, como controlar el dólar, la recuperación de la actividad y el nivel de deuda como determinantes del precio de los activos. En cambio, debido al brutal castigo de

sus precios, las carteras globales centran su interés en la posibilidad del país en rolear su deuda en los mercados voluntarios. Con esto basta para ver la primera y significativa recuperación de precios. Por ello la importancia y la incertidumbre que traen aparejadas las elecciones. Hasta entonces, el riesgo país y el precio de los activos no podrán recuperarse robustamente. Tendremos sólo oportunidades de corto plazo.

Lic. Vendido: En esta coincido.

Periodista: *Muchas gracias.*