

Merval: La política hunde a nuestro mercado

* Por Leonardo Román Guidi



En esta semana para el olvido, tuvimos un mercado local que se desangró por tres razones en particular, una de ellas externa y las dos restantes locales. Vamos a verlas en profundidad:

- **La tasa del bono estadounidense a 10 años superó el 3%** ¿Y por qué esto nos afecta? Cuando uno compra una acción en el mercado no lo hace motivado por todo lo que esta empresa subió en el pasado sino por lo que estima que subirá en el futuro y por lo tanto, la pregunta que debemos hacernos es: ¿Cuánto estimamos que la acción subirá en el futuro? Respuesta: Eso dependerá de las ganancias que la empresa obtendrá durante los próximos años y para calcular eso, necesitamos establecer primero algunos supuestos en base al escenario futuro que consideramos como el más probable, para proyectar luego los flujos de fondos estimados y por último traerlos a valor presente descontándolos (dividiéndolos) por una tasa de interés que consideramos que refleja el riesgo que implica invertir en dicha empresa. ¿De qué depende la tasa de interés que elijamos para descontar los flujos? En realidad, depende de muchos factores pero principalmente, es un constructo que se hace en base a la tasa de interés libre de riesgo (en nuestro país suele utilizarse la tasa de los bonos de EEUU más el riesgo país, la tasa de los pases o la tasa de algún bono en dólares, según corresponda) a la cual hay que sumarle una tasa que depende de la estructura de capital de la empresa, la beta de la empresa (CAPM) o el costo promedio

ponderado de su capital. En base a lo anterior, podemos resumir la tasa a la cual descontaremos los flujos en: **Tasa libre de riesgo + tasa que representa el riesgo de invertir en esa empresa en particular** y por lo tanto, es natural concluir que si la tasa de los bonos del tesoro estadounidense sube, también subirá la tasa libre de riesgo argentina y por lo tanto, aun cuando el riesgo propio de la empresa no cambie, sus acciones caerán de precio en el mercado a causa de que la tasa de descuento de sus flujos habrá aumentado por cuestiones relacionadas con el país en general y no con la empresa en particular.

- **La oposición quiere retrotraer aumentos de tarifas e incluso volver a congelarlas.** Estando actualmente muy cerca de lograr el objetivo de acomodar las tarifas a sus valores reales, repentinamente, el gobierno de Macri se encontró con que hay varios proyectos de ley que la oposición está haciendo circular por el Congreso y que pretenden dar marcha atrás con los aumentos de tarifas que se hicieron durante los últimos dos años. A pesar de que el gobierno ya avisó que vetará cualquier ley que vote el Congreso y que pretenda retrotraer tarifas, eso no evitó que durante esta semana cayeran fuertemente los precios de las acciones que prestan servicios regulados, no sólo a causa de una posible reversión en las tarifas sino también por el hecho de que se teme que el oficialismo esté perdiendo poder de negociación.
- **Continuamos sin tener una nueva ley de mercado de capitales (financiamiento productivo).** Dentro de un mes y medio el MSCI decidirá si nuestro país volverá a ser considerado un 'mercado emergente' por los inversores internacionales pero para que eso llegue a ser una realidad, nuestro país debe cumplir con una serie de requisitos relacionados principalmente a la microestructura de su mercado y no tanto a la marcha de su economía. Por poner unos ejemplos, Grecia y Sudáfrica son considerados mercados emergentes y aunque sus economías no están funcionando particularmente bien desde hace años, eso no impide que continúen siendo emergentes porque lo que importa para serlo es la estructura de su mercado de capitales y el marco legal que los regula. Teniendo en cuenta esto, para terminar de hacer todo lo que el MSCI le ha solicitado a nuestro país que haga para volver a ser considerado 'emergente', es necesario que se promulgue una nueva ley de mercado de capitales que derogue a su vez la Ley 26.831 que tenía artículos muy perjudiciales en relación a la integridad y el normal funcionamiento de las empresas cotizantes (concretamente, el artículo 20, también llamado 'artículo Clarín'). Sin esa ley, resultará muy difícil que volvamos a ser 'emergentes' y a pesar de que la misma ya tiene media sanción en Senadores faltando sólo que Diputados la apruebe para que la misma sea promulgada, hace dos semanas

que los legisladores vienen postergando su tratamiento e incluso durante esta semana decidieron postergarlo hasta el 9 de Mayo. Todavía hay tiempo para que dicha ley sea promulgada ya que el MSCI recién emitirá su dictamen sobre Argentina el 19 de Junio pero el hecho de que la oposición no esté dispuesta a tratarla y que parezca que nuestros legisladores no entienden la importancia imperativa que esta ley tiene para el correcto funcionamiento de nuestro mercado de capitales provoca un malestar en el mercado que se ve evidenciado por estos días fuertemente bajistas que reflejan a su vez el hecho de que cada vez son más los inversores que consideran que no merecemos ser un mercado emergente y que la futura decisión del MSCI reflejará exactamente eso.

Todo lo dicho anteriormente provocó que en este momento nuestro mercado se desangre en un mar de pesimismo e histeria colectiva pero también, al mismo tiempo, está provocando que muchas de las acciones queden cotizando a precios de ganga y por lo tanto, esta crisis momentánea es también una gran oportunidad de compra para nosotros.

En momentos como este, en los que miramos nuestra cuenta comitente y la vemos derretirse día a día mientras nos sentimos impotentes, es cuando debemos recordar que detrás de las acciones hay empresas que no cambiaron tanto en sus fundamentos durante los últimos tres meses.

Cuando Benjamin Graham, el mentor de Warren Buffett, tenía que explicarle a los demás el comportamiento, a veces irracional y exagerado, de los precios de las acciones, usaba la siguiente analogía: él decía que debemos pretender que existe un Señor Mercado (Mr. Market) que a veces se pone eufórico y compra lo que sea a precios ridículamente altos pero que a veces está muy deprimido y vende sus acciones a precios ridículamente bajos. Si tenemos en cuenta los balances que están por venir en las empresas argentinas, podemos decir que en Enero, Mr. Market estaba eufórico y pagaba precios exageradamente altos por algunas acciones cotizantes mientras que ahora está muy deprimido y decepcionado, razón por la cual está prácticamente 'regalándonos' acciones de muy buenas empresas que tiene muy negocios a precios irrisoriamente bajos. Por supuesto que, cuando Mr. Market está deprimido hay que tener mucha estabilidad emocional para saber llevarle la contraria debido a que, en días como estos, su comportamiento negativo es tan fuerte que diariamente nos hace dudar de que estemos haciendo lo correcto al quedarnos con acciones cuyos precios no paran de caer. Afortunadamente, como bien nos dice Benjamin Graham, a la larga, Mr. Market recupera la cordura y los precios de las acciones se acomodan con sus fundamentos. Esto sucedió varias veces, como bien sabemos, durante los últimos dos

años y con toda seguridad volverá a suceder cuando quede atrás todo este ruido político que golpea a nuestro mercado y que lo está haciendo comportarse de una forma ridículamente pesimista, si es que tenemos en cuenta los buenos fundamentos que todavía tienen la mayoría de las empresas cotizantes.

Si en Febrero una empresa estaba cotizando con margen de seguridad positivo (es decir, con un precio de mercado menor al valor que realmente tenía), eso quiere decir que, en este momento, ese margen de seguridad que juega a nuestro favor en el caso de que compremos una empresa por menos de lo que vale se ha ampliado gracias al hecho de que su cotización ha continuado cayendo en el mercado pero al mismo tiempo y por lo tanto, como su negocio no ha cambiado demasiado durante los últimos dos meses eso quiere decir que una inversión en ella es ahora más atractiva que antes, no menos.

Tomemos, por ejemplo, el caso de TRAN que en Enero llegó a costar \$65 por acción y que hoy cotiza a \$51, un 20% menos. Mi pregunta es: ¿Estaba barata en ese momento en relación a lo que realmente valía? ¿Tenía margen de seguridad? ¿Las perspectivas de ganancias de esta empresa continúan siendo las mismas (o similares)? Si la respuesta a estas preguntas es Sí, entonces en este momento TRAN luce más atractiva que antes, no menos, porque el margen de seguridad y la ganancia potencial que obtendremos si la compramos a estos precios es un 20% mayor a la que teníamos si la comprábamos en Enero.

De la misma manera que nos preguntamos esto con TRAN podemos preguntarnos lo mismo en relación a muchas de las otras empresas cotizantes.

En definitiva, la pregunta que debemos respondernos a la hora de tomar la decisión de comprar o vender en un contexto nacional como este es:

- ¿Creemos que los fundamentos de las empresas cotizantes van a cambiar para mal dentro de los próximos meses?
- ¿Creemos que la economía argentina volverá a entrar pronto en recesión?
- ¿Creemos que la nueva ley de mercado de capitales (financiamiento productivo) no llegará a promulgarse?
- ¿Creemos que la oposición logrará retrotraer los aumentos de tarifas e incluso volver a congelarlas?

Si tu respuestas a estas preguntas es sí, entonces será mejor que vendas todo y busques otras alternativas de inversión pero si pensás lo contrario, entonces no es momento de salir sino de esperar pacientemente a que esta tormenta política pase y que los ánimos se calmen o incluso de aprovecharla para comprar acciones baratas gracias a que Mr. Market está pasando por un momento de decepción y desesperación

y las está mal vendiendo a precios de ganga, dándonos así la oportunidad de que, cuando se le pase la depresión y recupere el optimismo, podamos vendérselas a precios altos dentro de unos meses.

Pasando ahora al aspecto técnico, vemos que el Merval cayó durante esta semana hasta detenerse en la media móvil de 200 ruedas y en el 61,8% de Fibonacci así que, si existe un piso en el cual podemos esperar un rebote es este aunque, si desafortunadamente esta baja continúa, entonces tendremos la confirmación de la figura de triángulo descendente que vemos en el gráfico y cuya ruptura a la baja nos habilitará una potencial caída de nuestro índice hasta los 26.000 puntos, donde vemos que está pasando la línea de tendencia alcista de largo plazo. En mi opinión este es un escenario muy poco probable, sobre todo si tenemos en cuenta que pronto comenzarán a llegar los balances que, en mi caso, estimo que vendrán muy bien pero aun así, es un escenario que debemos considerar a la hora de operar, sobre todo teniendo en cuenta que la política en este momento está jugando en contra de nuestro mercado de capitales y en cualquier momento nos pueden salir con más malas noticias.

Wall Street: La suba de las tasas golpeó pero rápidamente el mercado recuperó

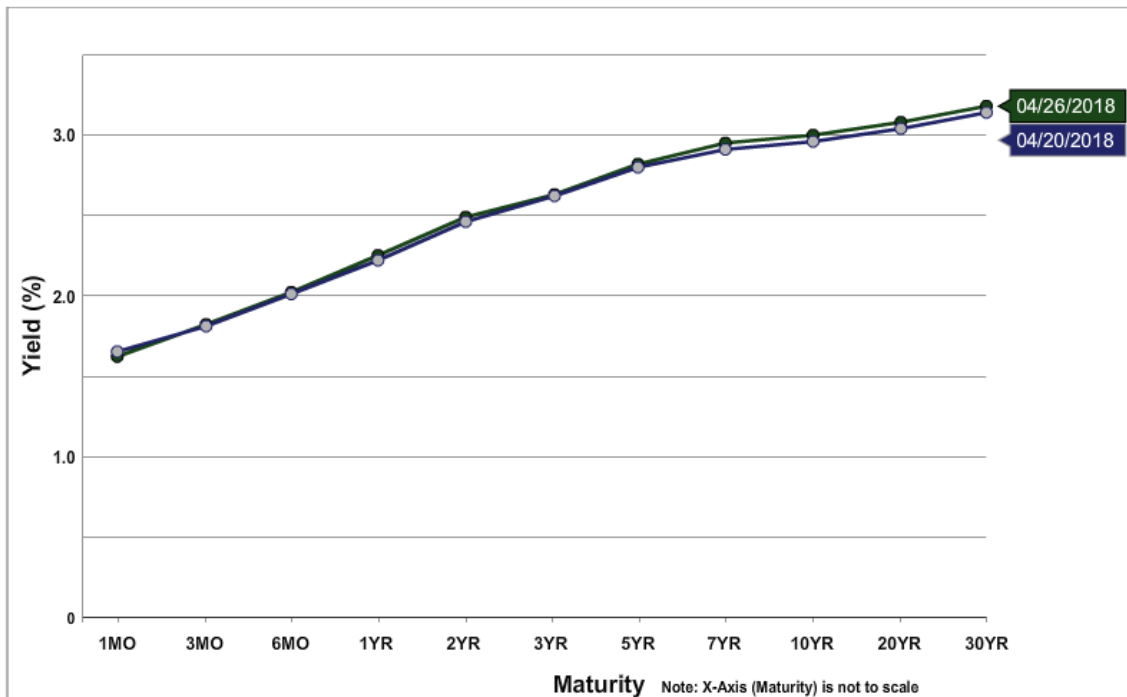


Lo más importante de la semana de Wall Street estuvo en el mercado de bonos ya que, por primera vez desde 2014, la tasa del bono a 10 años volvió a tocar el 3% de TIR y como ya lo he explicado en informes anteriores, a pesar de que las subas de la bolsa son acompañadas con subas de tasas y de que la evidencia empírica nos muestra claramente que, durante las últimas 17 veces que tuvimos períodos de tasas al alza, hubo 14 en los cuales el S&P500 subió y 3 de ellos en los cuales bajó a lo sumo un 2%, existe un primer momento en el cual el precio de las acciones cae como consecuencia de que, en el nuevo contexto, las inversiones libres de riesgo se han tornado más atractivas (y por lo tanto, a las acciones, ser riesgosas, debería exigírseles una mayor tasa de rendimiento) para luego recuperarse y continuar subiendo normalmente a causa de que, en definitiva, lo que hace la suba de las tasas es confirmar lo bien que está marchando la economía y el fortalecimiento de la moneda aunque por supuesto, siempre y cuando dichas subas se produzcan en un contexto de baja inflación como afortunadamente lo es en este momento.

Concretamente, lo que el gráfico del S&P500 nos está diciendo es que las acciones, en su conjunto, continúan moviéndose de manera lateral en torno a la media móvil de 200 ruedas así que, por el momento, solo podemos concluir que el mercado estadounidense continúa estando en situación de pausa y espera, mientras terminan

de llegar los balances y se calman todos los ruidos políticos en relación a la disputa comercial con China.

Dos acciones que particularmente me gustan mucho en este momento son CVS y FB (que presentó un muy buen balance).



Mirando cómo quedó establecido el gráfico de tasas luego de la suba de los bonos más largos que tuvimos durante esta semana, vemos ahora que, como el bono a 3 meses ni se movió durante los últimos 5 días, el spread entre este bono y el bono a 10 años se amplió y por lo tanto tengo argumentos suficientes para repetir que los inversores de EEUU no están anticipando un escenario recesivo para la economía de este país en 2019 y en base a eso, me gustaría preguntarle a aquellos que anuncian un mercado bajista en EEUU, en base a qué fundamentos realizan semejante afirmación ya que, a menos que la inflación se le descontrole a la FED y no pueda controlarla, no están dadas las condiciones macroeconómicas de EEUU para que veamos un escenario recesivo en esa economía, al menos durante este año y el próximo.

Aunque sea redundante, considero que la situación lo amerita así que les vuelvo a dejar a continuación la tabla con las últimas 17 veces durante las cuales EEUU tuvo períodos de tasas al alza para que vean lo que los datos nos dicen que deberíamos esperar en este momento:

Rate Trough	Rate Peak	Starting Yield	Ending Yield	S&P 500 Performance
Dec 1962	Nov 1966	3.8%	5.2%	46.9%
Mar 1967	Nov 1970	4.5%	8.1%	-1.9%
Mar 1971	July 1971	5.4%	6.9%	-0.2%
Dec 1971	Sep 1975	5.9%	8.4%	2.6%
Dec 1976	Feb 1980	6.8%	13.2%	31.4%
Jun 1980	Aug 1981	9.8%	15.3%	17.2%
Apr 1983	Jun 1984	10.3%	13.8%	6.0%
Dec 1986	Sep 1987	7.1%	9.5%	32.4%
Feb 1988	Mar 1989	8.2%	9.4%	19.9%
Nov 1989	Apr 1990	7.8%	9.0%	-1.2%
Oct 1993	Nov 1994	5.4%	7.9%	2.2%
Dec 1995	Jun 1996	5.6%	6.9%	12.2%
Oct 1998	Jan 2000	4.6%	6.7%	39.4%
May 2003	Jun 2006	3.4%	5.2%	46.7%
Dec 2008	Mar 2010	2.2%	3.8%	34.7%
Jul 2012	Dec 2013	1.5%	3.0%	40.3%
Jul 2016	Jan 2018	1.5%	2.7%	38.8%

10 Year Treasury Yields Using Month End Data from the Federal Reserve

Podemos estar de acuerdo o no e incluso pensar que esta vez será diferente pero en definitiva, los datos son los datos y lo demás es relato.

Informe en video: <https://www.youtube.com/watch?v=hMLohpHK-Ao>

Este informe ha sido preparado por el personal de Grupo Carey S.A. y en él se vierten opiniones personales. El objeto del mismo es brindar información y de ningún modo debe ser considerado como una oferta, o recomendación para la compra, venta o seguimiento de una estrategia determinada respecto de títulos valores u otros instrumentos financieros. Grupo Carey S.A. no garantiza que la información contenida en el presente sea correcta, completa o actualizada ya que la mayor parte de ella es provista por terceros sobre los cuales no existe un control por parte de Grupo Carey S.A. La información vertida en el presente informe puede ser modificada sin que sea necesario ningún tipo de notificación previa ni aviso al respecto. Para evaluar la conveniencia de las inversiones a las que puede hacer referencia el presente informe, el lector deberá realizar un análisis personal siendo además recomendable el asesoramiento por parte de personal calificado respecto de su situación específica. Grupo Carey S.A. no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, directa o indirecta, por los daños producidos por el uso del presente informe.