

RESUMEN ECONÓMICO

11 de diciembre de 2015

Recorrido del Merval

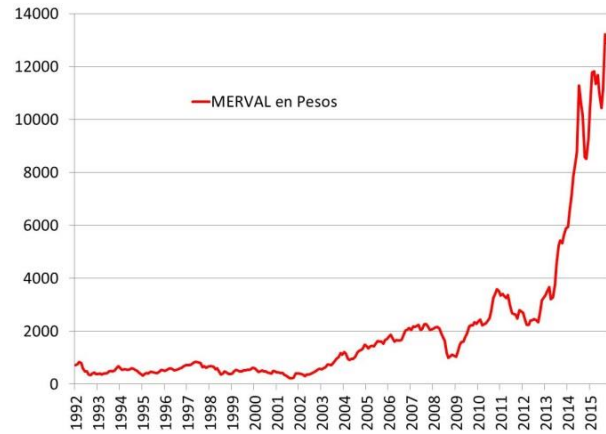
En dólares y ajustado por inflación

Aprovechando que todavía no tenemos novedades en materia económica, retornamos por un momento al mercado accionario. Seguramente en las próximas horas ya tendremos anuncios y medidas económicas del nuevo gobierno.

Pocas preguntas son tan frecuentes y a la vez difíciles de responder como: ¿Continúa barato el Merval? ¿Ya pasó la oportunidad de compra? ¿Queda margen para la suba? Bien sabemos que los movimientos de mercado de corto plazo son improbables de pronosticar dada la aleatoriedad que suelen presentar las variaciones de precios. Obviamente, seguir la bolsa de cerca y tener ese olfato de mercado es sumamente útil para tomar decisiones, pero acertar sistemáticamente a las variaciones de corto plazo es imposible aún para Gordon Gekko en la película Wall Street.

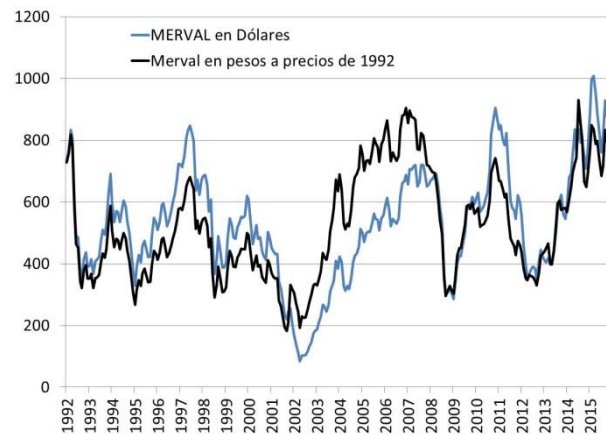
En cambio, a largo plazo, uno puede plantear alguna tendencia, siempre enlazada a la dinámica de la coyuntura económica y sectorial de cada compañía. En términos generales y sin entrar en cada empresa en particular, puede ser útil mirar la valuación del Merval desde tres enfoques: ver la evolución del índice en dólares, analizar el índice en pesos pero ajustado por inflación y observar la dinámica de algunos ratios de valuación.

Ya casi terminado el 2015, el Merval exhibe un incremento del 60% y acumula nada menos que una suba excepcional de casi el 150% en los últimos dos años. Vale recordar que el mercado accionario venía mostrando un desempeño extremadamente pobre hasta el 2013. Desde 2007 al 2013, el Merval revelaba un incremento acumulado del 31%, aproximadamente un 4,6% anual en pesos, negativo tanto en dólares como en términos reales.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

Sin embargo, al analizar la evolución del Merval en dólares y en términos reales, el buen recorrido de los últimos dos años sólo permite recuperar parte del terreno perdido. El gráfico a continuación muestra la evolución del índice medido en dólares al contado con liquidación y en pesos constantes de 1992. La dinámica de ambos es muy similar, lo que marca como básicamente el dólar libre siguió la evolución de la inflación.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de ROFEX.

Evolución en moneda dura

Tanto en dólares como en términos reales¹, el Merval apenas logra ponerse a la par de los máximos previos. En el cuadro a continuación figuran los valores alcanzados en los picos anteriores frente al nivel actual.

¹ Se utilizan estimaciones de precios alternativas al INDEC a partir del 2007.

	Merval en dólares	Merval en pesos a precios de 1992
may-92	834	817
jul-97	831	667
feb-07	720	866
ene-11	904	792
nov-15	929	833
dic-15	878	796

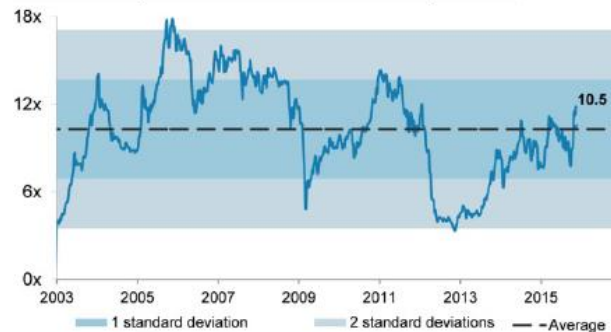
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters, Estadísticas provinciales e Inflación Congreso. Promedios mensuales.

Varias lecturas. La primera es que lamentablemente, medir las cosas en moneda local no tiene mucho sentido en nuestro país. Los niveles alcanzados por muchas compañías son muy engañosos medidos en pesos corrientes. La segunda es que cada crisis es muy costosa. Al mercado le cuesta mucho recuperar los niveles previos luego de una crisis (contagio efecto tequila, fin de convertibilidad, crisis internacional y paro del campo, etc.). En tercer lugar, los rendimientos reales o en dólares son poco alentadores en el largo plazo. Comprando dólares y guardándolos en un cajón, prácticamente ganaba lo mismo y me ahorra varios disgustos. Cuarto, dada la fuerte volatilidad del mercado y la recurrencia de las caídas bruscas, saber salir en los auges y entrar en tiempos turbulentos permitió obtener grandes retornos. Dicho en otras palabras, un manejo activo de la cartera es importante y puede dar grandes retornos. Quinto, si bien todos los mercados presentan volatilidad, la nuestra es bastante más abultada producto de las recurrentes crisis económicas y los vaivenes cambiarios. Para tener una dimensión, la volatilidad del mercado americano suele ubicarse en un rango entre el 10% y 25% anual, mientras que la del Merval medido en dólares ronda normalmente entre el 20% y el 40% anual.

Otros datos fundamentales para ver cuán caro o barato está el mercado son los ratios de valuación. Si bien es recomendable explorar los principales ratios por compañías y sectores, tener una visión general también resulta muy útil. Como se observa en el siguiente gráfico, después de la espectacular suba del último tiempo, el ratio Precio/Ganancias (P/E: número de veces que está contenido el beneficio por acción en el precio) supera levemente al promedio post-convertibilidad. Con lo cual, siguiendo este indicador, el mercado para nada muestra una sobrevaluación, sino que se ubica en el promedio

del último tiempo y todavía por debajo del promedio latinoamericano (aproximadamente 14).

Exhibit 77: Argentina: 12-month forward looking P/E ratio

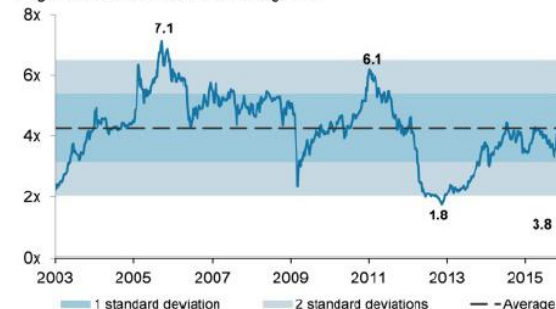


Fuente: 2016 Latam Equity Outlook – Morgan Stanley.

En el mismo sentido, el ratio EV/EBITDA (Valor de la empresa/EBITDA), también muestra una recuperación hasta alcanzar el promedio de los últimos años, cercano a 4 veces. Este ratio también muestra una subvaluación con respecto al promedio de 7 veces de los principales mercados de América Latina.

Exhibit 118: Argentinean Equities Look Fairly Valued...

Argentina 12-month forward looking EV/E



Fuente: 2016 Latam Equity Outlook – Morgan Stanley.

Redondeando

Tanto en dólares como en pesos ajustados por inflación, el Merval se encuentra lejos de estar sobrevaluado. En el mismo sentido, en nuestro simple ejercicio los ratios tampoco exhiben una sobrevaluación (repetimos, siempre conviene mirar en detalle por empresa y sector). Sin embargo, los ratios de hoy son muy superiores a los vigentes en 2013, cuando las empresas tenían valores deprimidos. Las empresas tienen “en promedio” un valor medianamente acorde a su

rentabilidad. Obviamente dentro del promedio hay una gran disparidad.

Con lo cual, para adelante, cualquier suba de mercado provocará un aumento de los ratios de valuación por encima del promedio de los últimos años a niveles más latinoamericanos. Pero más tarde o más temprano, serán los resultados de las empresas los que finalmente le brinden (o no) sustento a la suba, y ahí como siempre dependeremos de una marcha económica más saludable y sobre todo estable.