



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

Año 36 - Edición N° 776 – 28 de Abril de 2014

Mercados alcistas, sector real en caída; ¿qué prevalecerá?

Jorge Vasconcelos

Edición y compaginación
Karina Lignola y Silvia Ochoa



IERAL Córdoba
(0351) 473-6326
ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires
(011) 4393-0375
info@ieral.org

Fundación Mediterránea
(0351) 463-0000
info@fundmediterranea.org.ar

Resumen

Mercados alcistas, sector real en caída; ¿qué prevalecerá?¹

Desde principios de agosto del año pasado, cuando el resultado de las primarias (las PASO) anticipó que no habría espacio para una nueva reforma de la Constitución, la bolsa argentina (el Índice Merval) subió nada menos que un 47 % en dólares. El raid bursátil no podía ser mas contrastante con la evolución del sector real de la economía, ya que actualmente la industria produce un 4% menos que entonces, y el PIB ha caído 1 % respecto de mediados del año pasado. La pregunta es si el optimismo de los mercados contagiará a las actividades productivas, provocando un rebote rápido de los indicadores de nivel de actividad. O si las malas noticias del mundo real terminarán enfriando la euforia bursátil. Es posible que la respuesta se ubique en un sendero intermedio entre ambos extremos.

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL) de Fundación Mediterránea. Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley N° 11723 - N° 2328, Registro de Propiedad Intelectual N° 5160632 ISSN N° 1850-6895 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610 2° piso, (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001), Córdoba., Argentina. Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: info@ieral.org ieralcordoba@ieral.org

¹ Nota publicada en el diario La Voz del Interior el 27 de Abril de 2014

Hay que partir de la base que el optimismo sobre la Argentina es inversamente proporcional a la magnitud de los activos que cada inversor tenga aplicado al país. Aquellos que disponen de liquidez y tienen poca exposición actual a los riesgos locales, seguramente están atraídos por una Bolsa que subió 47 % en dólares desde principios de agosto del año pasado. Perciben quizá que puede haber más oportunidades en el futuro, en la medida en que la economía se organice mejor y los incentivos a invertir queden más alineados con los precios relativos de mercados comparables. En cambio, aunque las expectativas no sean diferentes, aquellos agentes económicos que tengan una proporción elevada de sus activos ya localizados en el país, y dispongan además de poca liquidez, probablemente encuentren dificultades para justificar el optimismo, abrumados por caída de ventas, contracción del crédito disponible y tensiones en el frente laboral.

No hay dudas que ha sido el factor expectativas la clave de la performance del mercado bursátil argentino en el último período. De otro modo no podría explicarse la diferencia con la bolsa chilena, que en igual período ha caído un 7 %.

Ocurre que, a mediados del año pasado, el valor de las empresas que cotizan en la Argentina se había reducido a la mínima expresión. La capitalización bursátil de las firmas domésticas había caído a un equivalente a poco más de 7 % del PIB, cuando en 2009, en plena crisis internacional, ese ratio había sido el doble, en torno a 14 % del PIB, sin hablar de los años 2004 y 2005, en el que había llegado al 25 % del PIB (datos del IAMC). En promedio, a mediados de 2013 las empresas cotizantes podían ser compradas por un precio equivalente a 5 años de sus ganancias, una ganga en situaciones normales de la economía.

Luego del recorrido alcista del último período, es posible que, para lograr subas adicionales, la Bolsa necesite apoyarse en fundamentos más sólidos, vinculados a las proyecciones de rentabilidad y crecimiento de años venideros. Es que el nivel actual del Merval define una capitalización de las firmas domésticas equivalente a 14 % del PIB y ahora, para adquirir una empresa cotizante, hace falta reconocer un valor que representa, en promedio, 11 años de las ganancias. Ese ratio, en verdad, es igual a la media existente hoy para el conjunto de mercados emergentes.

Sin dudas la mejora de las cotizaciones bursátiles es un dato muy positivo para el sector real de la economía. Un valor apropiado de las empresas es condición necesaria para disparar un proceso de inversiones. Quienes tengan una percepción optimista acerca de la Argentina de los próximos años no invertirán en nuevas plantas y

generarán más puestos de trabajo si pueden “comprar hecho” activos bursátiles que consideren subvaluados. Aunque seguramente todavía queden oportunidades en el mercado local, las cotizaciones actuales ya han colocado a la Bolsa en un nuevo escenario, en el cual será necesario justificar cada mejora adicional con una ampliación del horizonte de los agentes económicos en las tres variables más relevantes: a) riesgo país; b) rentabilidad; c) crecimiento.

A su vez, para que esos tres vectores sean convergentes de cara al futuro, la característica que tenga el ajuste en marcha es muy relevante. Si bien una variable clave como es la brecha cambiaria se ha reducido en forma significativa, de 60 % a 30%, ayudando a frenar la sangría de reservas del Banco Central, el mix de políticas con que este objetivo se está logrando no es el más apropiado, ya que se basa en un endurecimiento de las condiciones monetarias y crediticias, antes que en un reordenamiento de las cuentas fiscales destinado a reducir el déficit del sector público.

La baja calidad del ajuste en marcha se expresa en la falta de reacción de las exportaciones (¡cayeron 16 % interanual en marzo!) y en el hecho que, dentro de los indicadores de nivel de actividad que denotan retracción, hay una gama amplia de sectores vinculados a la inversión. Por caso, el Índice de Producción Industrial del Estudio Ferreres, que registra un retroceso interanual de 1 % en el primer trimestre del año (fenómeno que se acentuó en marzo), muestra entre los rubros más golpeados a “minerales no metálicos”, íntimamente vinculado a la construcción, con un descenso de 7,7 % interanual y a “maquinaria y equipo”, con un guarismo negativo de 13,3 %. Dentro de la maquinaria agrícola, hay segmentos que – en lo que va de 2014- están registrando una caída de ventas del orden del 40 % interanual. La falta de corrección fiscal y el excesivo descanso de la política de estabilización en el frente monetario se expresa con crudeza en la dinámica negativa del crédito al sector privado. Desde fin de enero hasta mediados de abril, el stock de préstamos se redujo en términos nominales un 0,7 %, cuando por la dinámica de años anteriores podría haberse esperado una expansión del orden de 6 % en el período, brecha que ilustra sobre su impacto contractivo.

Las bases precarias sobre las que se apoya el ajuste en marcha hacen que el cortoplacismo siga dominando la toma de decisiones. Las expectativas todavía no están suficientemente coordinadas, por lo que no es extraño que algunos operadores importantes del mercado esperen un tipo de cambio oficial por debajo de 10 pesos a fin de año y otros lo vean por encima de esa cota, diferencia que también se expresa en la magnitud de la brecha cambiaria esperada para ese momento.

La dinámica de la inversión, a su vez, está afectada también por factores menos coyunturales. La disponibilidad de energía es un interrogante que el activismo de YPF en Vaca Muerta todavía no termina de despejar, mientras que la exagerada presión impositiva, la falta de eficacia del gasto público en áreas como educación y seguridad, junto con la limitada inserción del país en el mercado mundial, son puntos de la agenda demasiado importantes como para, en base a puras expectativas, capturar la gran masa de capital productivo que el país necesita. Si la dirigencia política fuera capaz de avanzar hacia políticas de estado, garantizando además una transición ordenada y productiva en términos de nuevas reglas de juego, entonces la asimetría entre la Bolsa y el sector real de la economía podría resolverse en la mejor de las direcciones posibles.