

Ni pánico ni euforia: cautela...

Los principales índices bursátiles subieron un 23,9% en dólares... El Dólar bajó un 3,2% frente a la moneda local... El riesgo país cayó 123 puntos básicos... ¿Puede adivinar el lector en qué país sucedió esto?

Parece mentira, pero esto pasó en Argentina, y ocurrió en solo 15 días. El 26 de diciembre del año pasado (¡ayer, nomás!), el riesgo país llegó a los 830 puntos —máximo desde inicios de 2014—; en un mes, los bonos argentinos, en promedio, habían caído un 6,5% en dólares (entre el 26 de noviembre y el 26 de diciembre de 2018), y el Dólar mayorista se acercó a los AR\$39. Hoy, el estado de ánimo de los inversores cambió, y eso demuestra que en el mercado —y en casi todos los órdenes de la vida— todo es relativo.

Si comparásemos el peor momento del mercado accionario durante el año pasado (30 de agosto) con el momento actual, deberíamos celebrar... El índice S&P Merval Argentina (que solo incluye Acciones de compañías locales) subió 38% en

dólares; en tanto, el Dólar bajó un 5,8% frente al Peso Argentino, y el riesgo país cayó 70 puntos básicos.

En 2018, el peor momento para los bonos fue el 26 de diciembre: tras la terrible paliza de agosto, los títulos públicos habían recuperado algo de terreno, pero en diciembre todo se vino abajo... Un contexto internacional muy adverso para los mercados emergentes en el cierre del año volvió a generar fuertes caídas en los activos argentinos, con un enorme castigo en especial para los bonos soberanos. La TIR del AY24 llegó al 14,6%; por eso, hoy que está en 10,2% parece baja.

Sin embargo, los números del mercado aún distan de ser buenos. Si consideramos como punto de partida el último día hábil de 2017, el índice S&P Merval Argentina registró una caída del 47,5% en dólares, el riesgo país casi se duplicó, y el Dólar subió un 98,7%. De hecho, el valor del S&P Merval es apenas poco más de la mitad de su máximo en dólares alcanzado el 18 de enero de 2018.

Por lo tanto, pienso que es muy importante poner las cosas en perspectiva. Y no estaría haciendo tal cosa si considerara que los riesgos han desaparecido y que todo se ha normalizado solo por estos últimos 15 días.

“Los números del mercado aún distan de ser buenos. Desde el último día hábil de 2017, el Merval Argentina registró una caída del 47,5% en dólares, el riesgo país casi se duplicó, y el Dólar subió un 98,7%”.

Todo muy lindo, pero...

A pesar de esta mejora, los bonos siguen rindiendo una enormidad, y la curva sigue partida en el sentido de que los títulos con vencimientos en 2019 marcan rendimientos notablemente más bajos que aquellos bonos que vencen a partir de 2020. Esto se ve especialmente en el enorme diferencial de rendimiento del AA19 y del AA21, pero también con las Letes: recientemente, el Tesoro logró colocar Letras en dólares al 4,75% nominal anual, a 217 días, pero los bonos del tramo medio de la curva rinden un 11% nominal anual.

Con el Dólar ocurre algo parecido: primero se logró frenar la suba de la moneda estadounidense y actualmente se alcanzó cierta calma cambiaria; incluso, el Banco Central (BCRA) compró dólares porque su precio había atravesado el piso de la zona de no intervención —algo que parecía muy poco probable 3 meses atrás—. Sin embargo, insisto, es importante poner las cosas en perspectiva. Esto ocurre mientras el BCRA paga por su pasivo remunerado (las Leliq) una tasa de interés del 1,12% semanal (58,5% nominal anual).

Algunos podrán entusiasmarse por la fuerte baja que ha tenido la tasa de interés desde la implementación del nuevo programa monetario, ya que cuando el mismo comenzó, las Leliq pagaban 1,38% cada siete días (72% nominal anual). En este punto sería bueno recordar que cuando **Federico Sturzenegger** estaba a cargo del Central, la tasa máxima que se llegó a pagar por las Lebac hasta mediados de mayo de 2018 fue del 38%. De hecho, la tasa máxima que el BCRA llegó a pagar por las Lebac desde la salida de la crisis de 2002 fue del 57% nominal anual: menor que la actual tasa de las Leliq. Es cierto: el Central no fija la tasa



JOHN TEMPLETON (1912-2008)

"Los únicos inversores que no deberían diversificar son aquellos que tienen razón el 100% de las veces"

en este nuevo esquema; la fija el mercado, y el mercado requiere una tasa nominal (y real) muy alta para que la calma se mantenga.

Por todo lo aquí expuesto, creo que la palabra que deberían repetirse a menudo los inversores en 2019 es "cautela". Estamos en año electoral. Hay variables económicas y financieras que marcaron fuertes mejoras en estas últimas semanas,

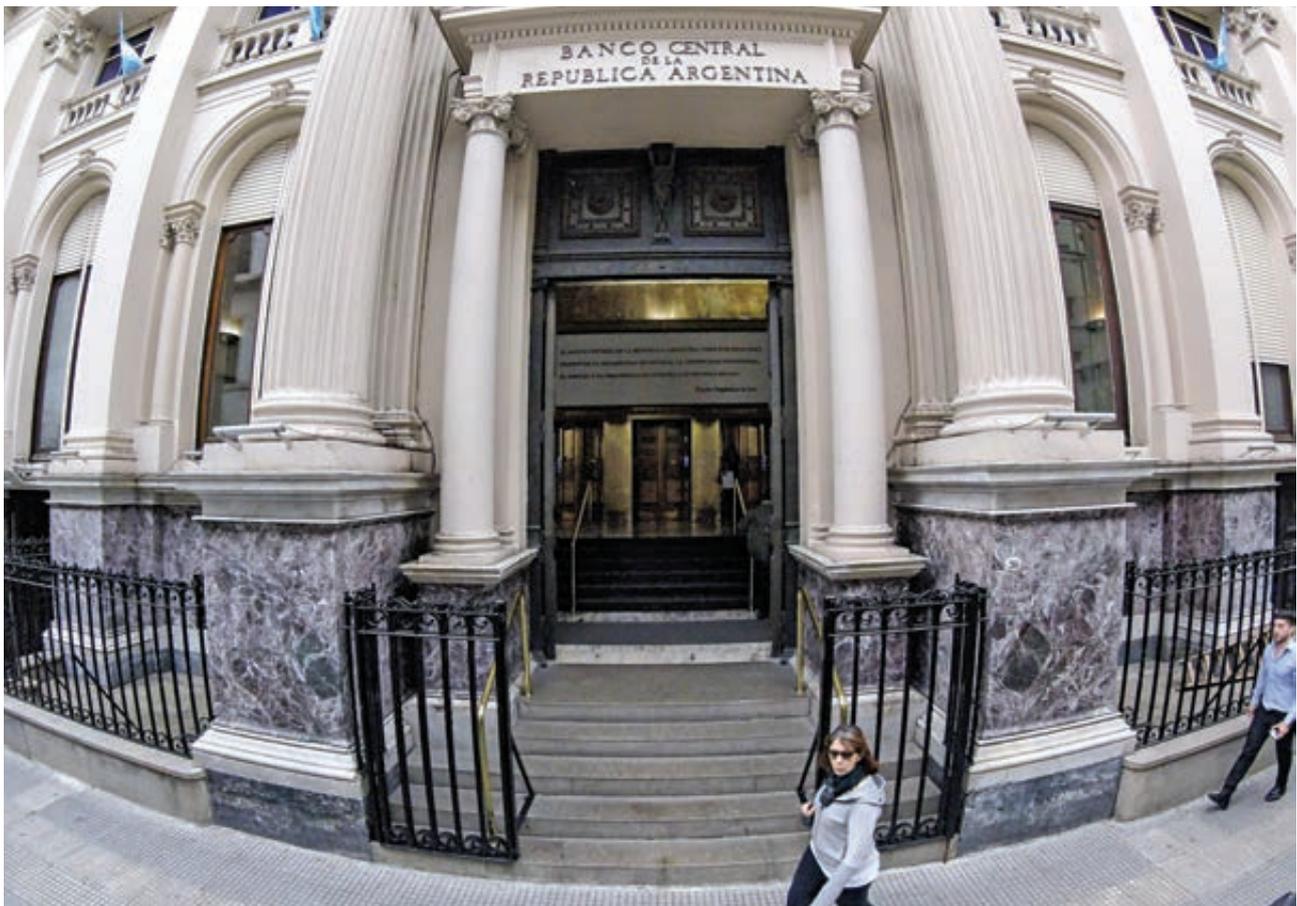
pero en un par de semanas no se solucionan los muy serios problemas que tiene la economía argentina... Para colmo, la curva de rendimientos de los Estados Unidos amaga con invertirse, lo que podría anticipar una recesión en la principal economía del mundo en 2020... Entonces, *cautela por partida doble*.

Si bien los mercados alcistas nacen en el pesimismo, y esto siempre es así, pasar del pánico a la euforia en 15 días no parece algo muy recomendable. Siempre es buena la medida, la búsqueda de buenos activos, el conocimiento de los riesgos que se asumen, y la diversificación. Como dijo alguna vez el enorme **John Temple-**

ton, “los únicos inversores que no deberían diversificar son aquellos que tienen razón el 100% de las veces”, y —al menos yo— no conozco a nadie que no se equivoque nunca.

Por último, y para cerrar esta nota, voy a tomar una frase que le escuché (y le usé varias veces) al gran **Claudio Zuchovicki**: “Solo sabremos si el mercado tocó mínimos 6 meses después”. Y lo mismo ocurre con los máximos. Por lo tanto, ahora sí, sabemos que el Merval tocó un mínimo el 30 de agosto de 2018 ●

Manuel Oyhamburu
Gerencia de Difusión y Desarrollo
de Mercado de Capitales



NO ES EL CENTRAL...

El BCRA no fija la tasa en este nuevo esquema; la fija el mercado, y el mercado requiere una tasa nominal (y real) muy alta para que la calma se mantenga.