

Bolsa: lo mejor está debajo de la superficie

Resumimos la evolución de una serie de alternativas de inversión y luego focalizamos la inversión en acciones, donde vemos que a pesar que el PBI sigue en fuerte crecimiento, los resultados del negocio no mejoran para las empresas cotizantes, los que se han amesetado. Por otro lado la incertidumbre que generan las economías más importantes también llaman a ser cauto. Pero en el mercado siempre habrá muy buenas oportunidades que uno no puede pasar por alto.

Empecemos por los conservadores

La Bolsa causa terror a mucha gente, y aquellos que deben propender a su crecimiento son partícipes en alguna medida de ello mediante el énfasis en los títulos "líquidos" -aquellos que pueden venderse rápidamente-, la importancia de "estar informado", de estar "atento" y hasta el mismo programa de entrenamiento en escuelas secundarias PRODIBUR que enseña a hacer compras y ventas rápidas. Los pilares de una Bolsa deberían ser la inversión de largo plazo. Hay mucha concentración en el cortoplacismo y lo accesorio y no en lo principal y por ello la tenencia de acciones no forma parte de la intención de ahorro de los argentinos. Pero hay que recalcar que en los últimos tiempos se han alcanzado importantes logros, principalmente por la creación de nuevas líneas de inversión que atraen por ser menos riesgosas.

Ello permitirá a los inversores el ir aprendiendo de a poco, como corresponde. Algo que facilita el crecimiento de los mercados es la Internet. El acceso a la información es enorme, tanto que la tendencia es que los inversores estén cada vez más cerca de la toma de decisiones. Los foros bursátiles y los nuevos blogs son hoy herramientas comunes que permiten que cualquiera intercambie información con verdaderos expertos. Claro que hay que ser muy precavido de quién es o no experto.

Quizás la inversión más segura, con alto nivel de operaciones diarias, pero poco conocida por los que no están en tema lo constituyen las Cauciones y Pases, las que en estos momentos alcanzan el nada despreciable 27% de los montos operados en Bolsa, pero con tasas de interés acordes a tan bajo riesgo.

Hoy existen nuevas vías que compiten por las "inversiones más seguras" que antes eran canalizadas vía plazos fijos o hipotecas y con retornos aceptables. El logro más importante de quienes manejan el mercado lo constituyen los Fideicomisos Financieros (FFs) para los organizadores del "Invest Show 2006" que acaba de realizarse en Buenos Aires. "La vedette fue el fideicomiso porque es un instrumento importante para acceder rápido al dinero, con un aval muy fuerte". Los FFs permitieron que el negocio de derechos crediticios dejara de ser exclusivo de los bancos. Son títulos con oferta pública, respaldados por una Cartera de Créditos. Si bien existe el riesgo de que algún deudor no pague, el tenedor está protegido porque hay múltiples deudores y el riesgo se cubre en la tasa de interés, como lo hacen los bancos.

Otro gran logro lo constituye el mercado de cheques diferidos (CPDs) el que también presenta un crecimiento sostenido, aunque con algunos sinsabores como la reciente Convocatoria de Acreedores de Megalguer. Pero estas cosas ayudan a fortalecer al mercado ya que enseñan a ser precavidos. En este sentido hay que destacar que el

mercado se afianza en el segmento de los documentos avalados con un 75% del mercado total. Los plazos tienden a acortarse un poco, pero un 45% del dinero operado lo hace a más de 3 meses.

Poco más de la mitad del dinero que se opera en Bolsa lo constituye el mercado de deuda en Bonos (pública) y Obligaciones Negociables (privada). Sin embargo los inversores particulares no son los grandes operadores en este mercado.

Los rendimientos según el índice elaborado por el Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC) ha sido del 2,37% medido en dólares en el 2006. Los mejores rendimientos estuvieron en la línea de los Bonos largos en dólares con un 7,8% de rendimiento. Los bonos sufrieron mucho con la última baja de los mercados mundiales.

Los mejores rendimientos estuvieron en los Bonos de Reestructuración de la deuda en dólares medidos por la Ley de NY con rendimientos del orden del 13,6%.

Tanto los FFs, las CPDs y las Obligaciones Negociables son instrumentos que se negocian poco en Bolsa porque los tomadores originales los conservan hasta el vencimiento. Las emisiones en la primera mitad del año alcanzaron los M\$ 3.721 en Obligaciones Negociables, M\$ 3.273 en Fideicomisos Financieros y M\$ 201 en Cheques, equivalente a más de Mu\$s 4.600 anuales.

Para los que buscan hacer diferencia

Las acciones son siempre la línea que concentra el mayor interés, porque aquí es donde se puede ganar mucho dinero. La ganancia usualmente está casada con el riesgo. Las acciones, aún operando algo menos del 20% de los montos, concentran la atención de miles de páginas escritas por las fabulosas oportunidades que ofrecen.

Nadie ignora sobre cuál es nuestra estrella: Tenaris (TS). Tiene esta empresa varios galardones que la ubican en el cetro. Por un lado por ser de raigambre argentina, aunque ya no lo sea, y con fuerte peso bursátil internacional, aunque localmente solo detenta el cuarto lugar por suba de precios este año. ¿Quién podrá abstraerse de hacerse los ratones? Si hubiese comprado sus acciones a fines de 2002 hubiese logrado ganar un 1.037% en dólares según la Base de datos de Económica. Más claro: una inversión de 1.000 dólares entonces se hubiesen convertido en más de 11.300 dólares. En realidad, salvo excepciones, desde entonces se hubiese ganado mucho dinero con casi todas las acciones, con pocas las excepciones siendo las más importantes Garovaglio, Polledo, Molinos Río (MOLI) y Comercial del Plata.

Valor actual en dólares	
u\$s 1.000 invertidos a fin de 2002	
Tenaris	\$ 11 374
Boldt	\$ 7 213
Acindar	\$ 6 908
Bco Hipotecario	\$ 6 699
Bco Macro Bansud	\$ 6 119
Mirgor	\$ 6 111
Caputo	\$ 6 069
Carlos Casado	\$ 5 640
Cerámica S.Lorenzo	\$ 5 268
Capex	\$ 4 973
Fuente: Económica	

TS tiene muchas cosas para destacar. Como proveedor a la industria petrolera cuando el petróleo vale fortunas y justifica la extracción en campos más costosos de desarrollar, es una de las pocas empresas argentinas muy recomendada por los asesores financieros del exterior, aún cuando gran parte de su negocio tiene el sello de "Riesgo Argentino". Ingresó en el índice MerVal y ya ocupa el primer puesto con un 30,8% de participación en el mismo. Y fue precisamente TS la que llevó este año al índice MerVal a topes de 1952,53 puntos a fines de abril pasado. Más aún, la fuerte caída de TS fue el principal motor también del derrumbe posterior de la Bolsa porteña.

¿Pero cuántos saben que los Caputo han logrado que dos de sus empresas controladas estén entre las Top Five de suba en el 2006 de nuestra Bolsa? Muy pocos saben que la constructora Caputo lidera las subas de este año con el 247%. La otra de sus controladas, la autopartista Mirgor (fábrica de climatizadores para la industria automotriz y ahora también residenciales) ya lleva un 53% de suba en el 2006 y se ubica en el quinto puesto.

El cuadro de las principales 5 lo completan Petrolera del Cono Sur con el 97% y Capex, una productora de gas y de electricidad, con el 92%.

Mientras muchos miran a las líderes, hay muy buenos resultados bajo la superficie. Y todo indica que continuará así. Las siderúrgicas que llenaron titulares y muchas hojas de diarios y revistas especializadas contó en TS con la extrema felicidad de estar como una Top Five, pero pueden haber dejado a varios infartados con las últimas caídas: Acindar llegó a bajar hasta un 23%, Siderar hasta un 30% y Tenaris hasta un 33 de entre máximos de abril y mínimos. Por el otro lado las ignotas Caputo, Capex y Mirgor están en máximos o cerca de ellos.

Como no se puede hablar solo de las buenas, no podemos soslayar el hecho de que han bajado más acciones de las que han subido en lo que va de 2006. Las que más bajaron fueron Comercial del Plata, que parece haber entrado en el panel líder para hacer bajar al índice: una caída del 48%, seguida de Polledo, Autopistas del Sol, Metrovías y Garovaglio con el 38%, 36%, 33% y 29% respectivamente. Pero muchas más están por debajo de un 20%, como Central

Costanera, Agrometal, Transener, Cammuzi Gas Pampeana, Molinos Río, Sniafa, Pampa Holdings, Banco Galicia, Petrark, MetroGas y Della Pena.

Hasta aquí todo es historia. Nunca hay que comprar lo que más subió, sino lo que más va a subir. Dejando a las empresas en particular, la primera pregunta que uno debe contestarse es sobre la salud del entorno, porque cuando las Bolsas suben, casi todas las acciones acompañan y cuando todas caen pocas se comportan como los "salmones", es decir que nadan en contra de la corriente.

El entorno económico

No es sencillo hacer vaticinios en economía, pues es el resultado de las decisiones de miles de millones de personas, con una especie de voto calificado, donde más pesa quién más tiene, y éstos son precisamente los más temerosos. Y si huyen en malón pueden causar estragos.

Los que tienen más peso se han movido últimamente con el convencimiento de que es posible vivir sin ciclos económicos. Los ciclos existieron siempre, hasta que Greenspan nos convenció de que era factible eliminarlos. Pero él ya no está en la FED y la alta volatilidad de los mercados, la suba del oro, y otros factores muestra que existen, al menos, grandes dudas.

Si el mercado previese alguna calamidad, aún no se nota mucho en las Bolsas a pesar de las bajas, pero algunos síntomas se podrían estar manifestando. La sintonía fina de la economía americana no se pudo realizar en todos los frentes, y se han producido enormes desajustes (por no llamarlas distorsiones) entre los precios relativos y el comercio mundial, y habrá que ver cómo evolucionan y qué impacto generan en las mayores economías.

Las bajas tasas de interés han catapultado los precios de los bienes raíces en EEUU y en muchos países de Europa de la mano de préstamos bancarios que hoy llegan al 100% del valor de las propiedades en los EEUU. La gente se siente cada día más rica (por el valor de las propiedades o de los Bonos o Acciones), y gasta más. ¿qué pasará ahora con la suba de las tasas de interés?.

La suba del precio del petróleo fue compensada con incrementos en la productividad y la irrupción de China e India como estabilizadores de costos, pero produciendo un déficit comercial enorme en la mayor economía mundial.

En un entorno de correcciones, Argentina es un país débil, pero con mayores fortalezas que en otras oportunidades. Muchas de esas fortalezas dependen del valor de commodities que quizás presenten algunos ajustes según evolucione la economía mundial.

La información de los Balances

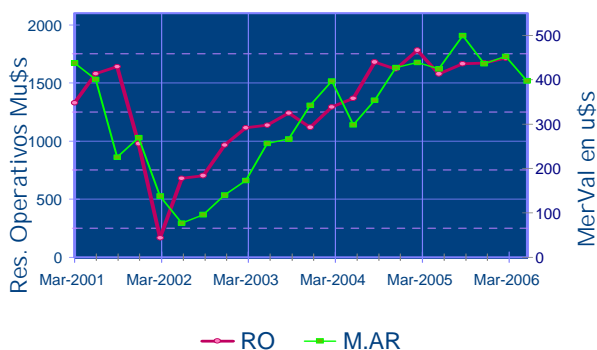
En el artículo "Balance y Perspectivas – Diciembre 2005" se mostraba una clara correlación entre la Capitalización Bursátil en dólares y los Resultados Operativos en dólares de las empresas cotizantes. La conclusión hubiese sido similar si esos resultados se hubiesen comparado contra el índice MerVal, cosa que haré ahora, pero con la versión Argentina (M.AR) toda vez que el sector de empresas considerado en éste trabajo pertenece a empresas nacionales. El conjunto de empresas es la misma que el de aquel trabajo, y se debe recordar que dado el lapso involucrado en el estudio no se

podieron incluir a todas las empresas, sino solo a un grupo de ellas donde los datos existen en la Base de Datos de Economía para todo el período considerado.

Como podemos apreciar en el gráfico de Resultados Operativos y M.AR en U\$S, el mercado anticipó la crisis del 2001. Mientras que entonces las empresas ganaban más operativamente en dólares, el índice M.AR no cesaba de caer, anticipando lo que sobrevendría.

Resultados Operativos y M.AR

en U\$S



La realidad siempre llega. A veces un poco más tarde y a veces rápidamente. Sin embargo el mercado no opera siempre a la suba o a la baja en relación directa con los resultados de las empresas, o las perspectivas. La toma de ganancias, la incertidumbre, las ventajas de otros mercados y el mismo efecto de la ley de oferta y demanda sobre las acciones determinan alzas y bajas no necesariamente correlacionadas con la economía, los resultados o las perspectivas. Pero en el fondo esta tendencia subyace y en algún momento la coyuntura del momento desaparece.

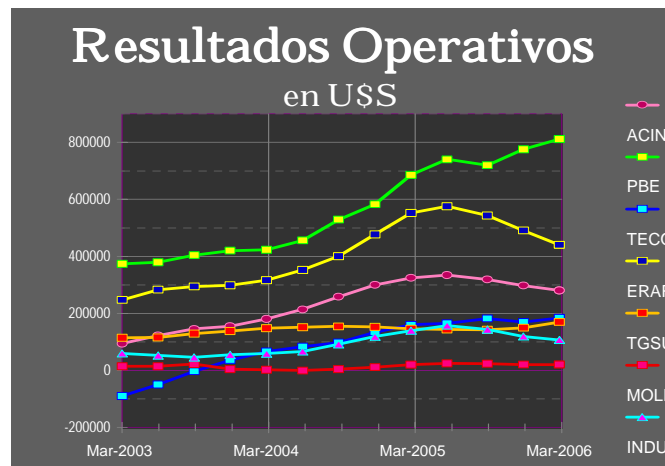
En estos momentos, en que hemos experimentado una fuerte corrección, la pregunta que uno no puede dejar de hacerse es si el mercado está anticipándose a futuros problemas, o si por el contrario estamos frente a un mero proceso normal de ajustes de precios, sea toma de ganancias, o lo que sea, que se revertirá.



En el 2001 el mercado se adelantó y luego hasta fines del 2004, tras la crisis, se movió en un "ver para creer", pues seguía a la evolución de los resultados en lugar de "anticipar". Así se alcanzó una nueva correlación, o podríamos llamarla nivelación, con los típicos vaivenes del

mercado. En el 3er trimestre del año pasado se vivió un cierto optimismo cortoplacista que poco duró. ¿Vivimos ahora una etapa de pesimismo cortoplacista? ¿O estará anticipando nuevamente el mercado?

En varios informes hemos puntualizado que el crecimiento en la economía no se reflejaría necesariamente en un crecimiento de los resultados de las empresas dada la imposibilidad de trasladar los incrementos en mano de obra y energía a los precios, más aún en los precios en dólares. En la Edición 82 (octubre'05-noviembre'05) vimos que se podría producir un límite a la suba de precios mayoristas en dólares por el riesgo de la pérdida de la protección para-arancelaria que brindó la devaluación.



En este contexto: PBI creciendo fuerte pero con una virtual lateralización de resultados, uno se pregunta qué cabe esperar para nuestra Bolsa. Muchos piensan que las acciones están baratas y el método empleado aquí no permite ser preciso en las sobre o subvaluaciones porque es dependiente de las escalas utilizadas, pero sí tendencias.

Por el momento los Resultados Operativos del grupo de empresas considerado luce amesetado, levemente declinante quizás.

¿Qué hacer?

Cuando todos estaban de festejos y el MerVal alcanzó casi la puerta de los 2.000 puntos a fines de abril, cayó un no despreciable 20% entre puntas en un mes. El M.AR, el índice que se construye solo con acciones argentinas, cayó hasta un 17%, un desplome generalizado a nivel mundial por la incertidumbre comentada.

En un plano estrictamente local, muchos confían en el crecimiento sostenido de nuestra economía. Pero para comprar acciones interesa el crecimiento de los resultados de las empresas. En Argentina hoy hay un virtual amesetamiento de los resultados operativos, levemente declinante quizás por un efecto de inflación de costos donde la energía, la mano de obra y la carga impositiva presionan fuertemente para tirar arriba los costos mientras es muy casi imposible subir los precios, bajando entonces los márgenes.

Un entorno de difícil pronóstico externo y Balances que no sorprenden sino por tener "resultados normales" o peores a lo previsto no permite ser por el momento muy bullish (optimista) con la evolución del MerVal bajo una óptica de los fundamentos. En la Bolsa muchos invierten para ganar

dinero rápidamente y lamentablemente aquí no es fácil operar a la baja, una deuda pendiente de las autoridades de nuestro mercado.

Si muchos llegaran a pensar que el mercado no subirá, ¿para qué arriesgar? Y si la gente no pone dinero, no subirá. Pero como en el mercado hay siempre posturas encontradas, hay muchos que opinan que las acciones bajaron mucho desde máximos y por ello están baratas. Especialmente muchas empresas importantes. Claro que no se mira que entonces las empresas ganaban cada vez más y se vivía la ilusión de una tendencia ascendente en un país que sigue creciendo. Si estos triunfan, la suba seguirá. Hasta que llegue la hora de la verdad, es decir de los Balances.

En los momentos de incertidumbre esas dicotomías se hacen más fuertes. El entusiasmo se junta con la depresión emotiva y la volatilidad (variaciones de precios) se hace enorme. Y esto constituirá, para los rápidos, momentos de alegría si hacen las cosas bien.

Para los que somos más lentos, por suerte, hay muchas empresas, en general de esas que no son las líderes, que vienen con muy buenos números, o algunos aún pobres pero mejorando al fin. Se podrá pensar que algunas están caras porque están cerca de precios máximos de los últimos tiempos, o porque aumentaron ya mucho, y sin embargo lucen extremadamente baratas. En la lista de las destacadas por la notable mejora de sus resultados operativos (medidos en dólares en periodos anuales) están Caputo, Cía Industrial Cervecera, Dycasa, Longvie, Mirgor, Rosenbusch y Transener. Sobresalen también Alpargatas, Central Puerto, Cerámica San Lorenzo, Petrobrás en sus dos especies y TGS.

La industria automotriz, tras las inversiones para el desarrollo de nuevos modelos, el reciente acuerdo con Brasil y las exportaciones a Méjico no solo lidera el crecimiento industrial pasado, sino también las perspectivas futuras y las realidades ya son palpables: ya comenzaron nuevamente las demoras en las entregas de autos. General Motors, una de las terminales que aún no se anotó en los anuncios de nuevas inversiones, y la de más bajo crecimiento en la producción, ya anunció que retomará un nuevo turno con 400 obreros en Rosario. Según cálculos en base a las cifras ya anunciadas por ADEFA, la producción creció un 25% el

último trimestre, pero la de Mirgor (única empresa del sector después del retiro de cotización de Renault) habría crecido un nada despreciable 46% de la mano del lanzamiento del Suran por VW además de nuevos contratos para el Peugeot 307. Mientras tanto la incomprensible calificación de sus acciones por Moody's le cierra el ingreso de las AFJPs, las que accederán a sus acciones cuando valgan fortunas, algo para meditar. La mejora también en parte permitirá mejores perspectivas para abastecedores de la industria como Acindar.

El mal de unas empresas radica en parte en la mejora de otras. Los mayores costos por los tan retrasados ajustes de servicios públicos finalmente se empiezan a notar, aunque la gente no se entere. Las empresas están pagando más por la electricidad y el gas, aunque no salga esto en los titulares de los diarios. En un trabajo reciente luce claro que las Centrales de Generación Eléctrica –esas empresas que tienen activos vitales para la economía argentina, pueden constituir inversiones bursátiles de al menos 3 años con tasas de retornos que se podrían medir hasta quizás con 3 dígitos en dólares, algo que merece mirarse con más detenimiento seguramente. No espere en este período ganancias descomunales en esas empresas, solo que sus acciones no valen nada, especialmente dos de ellas.

En Dycasa, una constructora cuya acción vale muy poco tras el congelamiento y baja en algunos casos de los peajes, una competidora en España de su controlante ya se llevó en Bolsa más de un millón de dólares en acciones, más de un 10% de la empresa. Ahora que los mejores resultados son evidentes el mercado seguramente reaccionará tardíamente.

La Bolsa tiene distintas alternativas para distintas necesidades de los inversores. Algunas acciones presentan muy buenas perspectivas de dar buenos rendimientos al inversor que tenga mucha paciencia o conocimiento y rapidez. En un momento como el actual no se debe descuidar el frente externo.

 <http://www.ABF.com.ar/>

Cont. Gabriel Castro
18 de julio de 2006

Copyright © de Gabriel Castro. Todos los derechos reservados
Prohibida su reproducción o distribución total o parcial
