

24 de Febrero de 2017

S&P: Algunos comentarios sobre las valuaciones del S&P

Frecuentemente encontramos más de una lectura sobre una misma realidad. Esta supuesta dicotomía tiene lugar incluso en diversas disciplinas científicas, con cual no sorprende que también aparezca en nuestro querido mercado, terreno donde el conocimiento científico pasa bastante lejos.

Para enriquecernos de la continua y variada información que nos llega de la bolsa y la economía norteamericana, compartimos una entrevista a dos reconocidos especialistas con perspectivas contrapuestas. Resumo los puntos más interesantes del reportaje al Licenciado Comprado y al Licenciado Vendido. Mismos datos, diferentes lecturas.

Periodista: *¿Hasta cuándo continuará el rally de precios? ¿La tendencia alcista de los últimos años no debería asustarnos?*

Licenciado Vendido: Coincido con usted, el rally de precios es exuberante por donde se lo mire. Tome cualquier índice, el S&P, el Dow, el Russell (empresas de baja capitalización) o el Nasdaq (tecnológicas), cualquiera de ellos rompe records semana tras semana. Desde la crisis del 2009, el mercado avanzó nada menos que un 220%, lo que representa un retorno compuesto del 15,6% anual, una enormidad. Los valores llaman la atención.

Licenciado Comprado: Con todo respeto, no coincido con su visión. Usted está comparando el piso de la crisis, que dada su magnitud podríamos decir que más que el piso fue el tercer subsuelo, con lo máximos actuales. Usted bien sabe que cuando comparamos mínimos contra máximos los incrementos se exageran. Si contrastamos el valor actual contra el pico previo en octubre del 2007, el mercado escaló un 53%, lo que representa solamente un 4,6% compuesto anual. Dicho retorno anual es prácticamente la mitad del rendimiento promedio del último siglo. No asustan estos valores.

Periodista: *Desde el triunfo de Trump el mercado escaló más de un 10% ¿Por qué la tendencia alcista se acentuó con el triunfo del empresario?*

Licenciado Comprado: Era de esperar. El Presidente electo viene a cambiar la economía norteamericana desde su raíz. Su fenomenal plan de infraestructura y estímulo fiscal, que será anunciado el mes que viene, empujará la actividad. Además, como la economía ya opera con buena utilización de la capacidad instalada y con bajo desempleo, la reactivación impulsará la inflación. Lo más importante, la reducción de impuestos estimulará los resultados corporativos. Impulso a la economía, algo más de inflación y menores impuestos, no se me ocurre un mejor combo para la renta variable. Por eso la suba del mercado es totalmente racional.

Licenciado Vendido: Discrepo. El mercado está comprando sólo una parte del discurso de Trump, particularmente la parte amena. ¿Qué pasará con el comercio internacional? ¿Tendremos devaluaciones competitivas? ¿Y el riesgo geopolítico? Dada la sensibilidad de estos temas, al menos sería prudente. Con respecto a su visión de la economía, las cuestiones estructurales no se modifican de un día para otro. El mundo cambió. Los países ricos enfrentan un entorno de envejecimiento poblacional, menores tasas de natalidad, cambios en los hábitos de consumo, menor crecimiento de la productividad, disfrutan de manufacturas baratas gracias al boom asiático, etc. Todos estos factores provocan un menor crecimiento del PBI nominal, esto es crecimiento real más inflación. El mundo hoy es deflacionario. Las cotizaciones que estamos viendo descuentan que nos dirigimos a un mundo de mayor crecimiento nominal. Licenciado, con todo respeto, me parece que su visión es demasiado optimista, por no decir desacertada.

Periodista: *Lo que realmente importa, al final del día, son las valuaciones y los resultados corporativos. ¿Me equivoco? ¿Cómo estamos en términos de valuaciones?*

Licenciado Vendido: No se equivoca. Tome cualquier indicador, por ejemplo la capitalización bursátil sobre el PBI, el ratio predilecto del gran Warren Buffet. Hoy la capitalización del S&P representa un 130% en relación a la economía

norteamericana. Nivel que incluso supera los máximos previos a la crisis del 2009. Solamente en el año 2000 superó el nivel actual, unos meses después explotó la burbuja de las puntocom.

Licenciado Comprado: Perdón que interrumpa, que yo sepa Mr. Buffet puede estar rotando su cartera entre compañías, apostando a la selectividad, pero no lo veo comprando bonos del Tesoro o huyendo hacia la liquidez.

Licenciado Vendido: Permítame continuar. Otro indicador que todos utilizamos es el precio contra ganancias o price-earnings. El ratio suele corregirse por inflación, siguiendo la metodología del premio nobel de economía Robert Shiller. Hoy roza los 30, lo que indica que los precios cotizan en 30 veces las ganancias ajustadas de un año, niveles casi desconocidos. Hay solamente dos registros tan altos. Uno fue meses antes del desplome del mercado en el 2001 (puntocom) y el otro en la crisis del 30. Usted saque sus conclusiones.

Licenciado Comprado: Interrumpo nuevamente. Recuerdo una entrevista televisiva a Robert Shiller, el propio creador del indicador como usted bien cita, que a pesar de los ratios, él seguía comprado en el mercado.

Licenciado Vendido: Esa entrevista tiene 3 años.

Licenciado Comprado: Esta semana, en otra entrevista en Bloomberg, también dijo que el mercado podía escalar unos puntos más gracias al fenómeno Trump.

Licenciado Vendido: Correcto, pero le recomiendo ver la entrevista completa. También dijo que estamos en un “escenario excepcionalmente incierto” y que no esperemos milagros de Trump.

Periodista: *Interesante el debate, ¿pero qué pasa con los resultados corporativos?*

Licenciado Comprado: Los resultados corporativos le dan sustento al mercado. Desde el último trimestre del 2015 están creciendo nuevamente. Hay sustento a las cotizaciones y a medida que Trump avance con las reformas, los balances serán aún más radiantes.

Licenciado Vendido: Creo que tiene un error conceptual. Las ganancias corporativas actuales se ubican en torno al 8,5% del PBI, si bien algo recortaron, todavía se ubican en niveles históricamente altos. Con lo cual, aun suponiendo que Trump hace magia y genera un aumento de los resultados corporativos, los precios de las acciones no necesariamente deben subir dado que las valuaciones ya están en niveles exorbitantes. Suben los resultados, se mantienen las cotizaciones y las valuaciones convergen a niveles racionales. Ahora bien, supongamos que las ganancias empresariales se mantienen, ¿Cómo ajustan las valuaciones a niveles “normales”? La única forma es vía corrección de precios. Aritmética pura.

Periodista: *¿A que debemos prestar atención en los próximos meses?*

Licenciado Comprado: Lo más importante será la próxima reunión de la FED y el anuncio del paquete fiscal del Presidente, ambos en marzo.

Licenciado Vendido: En esta coincidimos. Agregaría las elecciones en Francia de abril, debido al adelantamiento de Marine Le Pen en las encuestas. Candidata nada encantadora para la integración europea.

Periodista: *Muchas gracias ¿Última reflexión?*

Licenciado Comprado: El que no arriesga no gana. El que miró desde afuera se perdió la fiesta en el último tiempo.

Licenciado Vendido: Coincido. Pero el buen inversor mira para adelante. Creo que en las próximas semanas, el riesgo de una potencial corrección de precios es mayor que la posible desazón por quedarse fuera de otro rally. Para los inversores conservadores o moderados, me parece aconsejable tomar algo de refugio en bonos bien seleccionados.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe