

04 de Abril de 2014

Mercado Internacional

Mercado Americano

En el último tiempo parece haber cierto consenso en que la principal plaza bursátil del mundo exhibe varios síntomas de sobrevaluación. Sin embargo, donde las opiniones disienten es en el momento de salida. Los más pesimistas advierten una inminente y brusca corrección. De la vereda de enfrente, se ubican quienes sostienen que la corrección tardará en llegar y no será estrepitosa.

Con el objetivo de cotejar estas opiniones contrapuestas, entrevistamos a dos prestigiosos analistas de mercados internacionales: Mr. Bearish y Mr. Bullish¹.

Corresponsal: *el S&P viene volando, batiendo records tras records en los últimos tiempos, ¿no llegó la hora de la corrección?*

Bearish: coincido un 100%. La corrección no tardará en llegar y será importante. Llegamos al 2014 con un mercado a todo motor, con una suba de casi el 30% en 2013. Desde el piso de la crisis, en marzo de 2009, el mercado experimentó una recuperación de casi el 180%, lo que se traduce en un incremento anual del 34%. Son niveles muy por encima del retorno acumulado de los últimos 50 años, que es del 6,4% anual. Claramente un exceso.

Bullish: Discrepo. Para mirar la tendencia hay que comparar pico contra pico, la lectura de piso contra techo siempre induce a pensar que el mercado está sobrevaluado. Desde el pico previo, julio 2007, el mercado muestra un retorno del 3% anual, muy por debajo de la tendencia de largo plazo.

¹ Coincido con cualquier acusación de plagio al formato de Gordon Gekko en *Ámbito o Serio* pero no solemne de La Nación.

Corresponsal: *muy interesante sus puntos de vista pero bien sabemos que el pasado no siempre, o casi nunca, sirve para predecir. Las ganancias de las compañías no se repiten año tras año. ¿No deberíamos analizar algunos ratios para ver cómo está el mercado?*

Bearish: mi especialidad. Déjeme mencionar dos brevemente. El Price/Earning (P/E) del S&P, utilizando el indicador de Shiller para suavizar los efectos del ciclo económico, se encuentra en un máximo de 26, varios puntos por encima del promedio histórico y cerca de los picos pre crisis. Más me preocupa cómo se incluyen las ganancias en las valuaciones. Las ganancias corporativas superan el 10% del PBI, aproximadamente un 80% por encima de la media histórica. Esto es muy inusual y se debe al alto desempleo que permite congelar parte importante de los costos de las empresas, mientras que por otro lado el fuerte endeudamiento de las familias y el gobierno permiten mantener el consumo, excelente combo para mantener alta la rentabilidad. Valuar pensando que estos niveles de rentabilidad extraordinarios podrán mantenerse en el futuro es un gran error, y eso me asusta.

Bullish: excelente explicación, concuerdo. Existen estos y otros ratios que muestran que el mercado esta caro. Sin embargo, el año pasado algunos indicadores ya mostraban una sobrevaluación y el mercado subió un 30%. Ya que usted lo citó, el creador del índice y premio nobel de economía Robert Shiller, dijo hace unas semanas en una entrevista en CNBC que, a pesar de los altos precios, él seguía comprado en el mercado. Además, los ratios difieren bastante por sectores, sino mire el atraso relativo de los bancos.

Corresponsal: *¿pero no nos estamos olvidando de la economía real?*

Bearish: está implícito en lo que estuvimos hablando. Creo que la recuperación del mercado de trabajo y la reducción de los estímulos de política afectarán los márgenes de las compañías. Por otro lado, los buenos pronósticos de crecimiento económico ya están incorporados en los precios.

Bullish: dudo que el mercado de trabajo empuje demasiado los costos laborales. Hoy los costos laborales unitarios, medida comúnmente utilizada, están anestesiados. Por otra parte, las últimas proyecciones de crecimiento del FMI son optimistas principalmente para Estados Unidos, que crecería en torno al 3% durante los próximos 2 años, por encima del 1,9% de del 2013. El año pasado el crecimiento perdió fuerza en gran medida por el ajuste fiscal y los recortes automáticos de gastos (*sequester*). Creo que mientras la economía americana se mantenga en el sendero de la recuperación y los desequilibrios fiscales y externos se sigan achicando, el mercado de acciones tiene bastante soporte. Eso sí, no pasa lo mismo con los bonos, que serán sensibles a la suba de tasas y a la misma recuperación de la economía que les jugará en contra.

Corresponsal: *La FED esta revirtiendo su política monetaria super expansiva que le dio un fuerte oxígeno a los mercados, ¿no debería repercutir esto en los precios de las acciones y los bonos?*

Bullish: como le dije, claramente repercutiría en los bonos pero recién cuando las tasas efectivamente comiencen a escalar. Igual no hay que apresurarse, recién a fin de año termina el QE3, la FED finaliza sus compras mensuales de títulos. Sin embargo, todavía ni se menciona una política de achicamiento de su balance. Esto es, venta de activos en cartera contra dólares con la consiguiente reducción de liquidez. Hay liquidez para rato.

Bearish: comparto la mirada sobre la política de relajación cuantitativa. No obstante, creo

que no hay que pasar por alto el inicio de los incrementos en la tasa de referencia por parte de la FED. Cualquier eventual suba en el costo del dinero automáticamente afectaría las valuaciones.

Bullish: déjeme interrumpirlo, la nueva presidenta de la FED ha dejado claro que no se apresurará a subir la tasa hasta que el mercado de trabajo muestre una sólida recuperación y la amenaza de la deflación se haya esfumado.

Bearish: No se olvide que el mercado anticipa.

Corresponsal: *¿los coletazos que vienen desde los mercados emergentes como Ucrania, China o los "Fragile five" (Turquía, Brasil, Indonesia, India y Sudáfrica) no serían una amenaza para el mercado estadounidense?*

Bullish: son sólo cosquillas o excusas de los periodistas cuando tienen que explicar los movimientos de precios y no saben que poner, no se deje confundir.

Bearish: creo que usted tiene una visión muy bullish, estamos en un mundo financieramente muy globalizado, no minimizaría los riesgos. Además de los emergentes, sumaría alguna decepción de la tibia recuperación del viejo continente.

Corresponsal: *Muchas gracias a ambos.*

Juan Battaglia
Economista Jefe