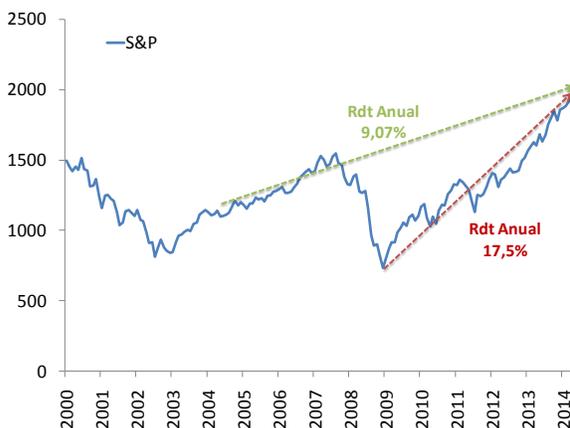


18 de julio de 2014

El rally del S&P: entre las valuaciones y la FED

El mercado americano no detiene su marcha. A ritmo moderado pero consistente, continúa batiendo records. El S&P ya se mueve en torno a los 2.000 puntos, mostrando una suba de nada menos del 140% con respecto a principios de 2009 (crisis *subprime*). En términos anuales, el retorno supera el 17%, más del doble en relación a la media histórica del índice. Ya llevamos más de 5 años de mercado *Bull* y casi 3 sin correcciones importantes. Sin embargo, considerando los últimos 10 años -para limpiar un poco el efecto rebote- el retorno anual fue levemente superior al promedio histórico, alcanzando el 9%.

El principal mercado del mundo presenta varios síntomas de sobrevaluación. Sin embargo, están desde hace tiempo mientras los precios siguen escalando semana tras semana. Aprovechando que estamos en plena etapa de presentación de balances, en el *Resumen Económico* de hoy discutiremos algunas señales contradictorias que llegan desde Wall Street.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

Parte del rally bursátil se apoya en la recuperación económica. Ahora es el mercado laboral el que empuja luego de varios años de correr por detrás del nivel de actividad. El último informe de empleo mostró que en junio se crearon 288.000 nuevos puestos de trabajo y, al mismo tiempo, se revisaron al alza las cifras de mayo y abril. De esta manera, la tasa de desempleo cayó al 6,1%, mínimo desde

septiembre de 2008. Los últimos datos¹ también muestran una economía en ascenso luego de la contracción durante el primer trimestre del año producto de la extrema e inusual ola de frío polar.

Una economía pujante debería ser un firme sostén para las cotizaciones. Sin embargo, esto también podría provocar el fin de la relajación monetaria y un crecimiento en el costo del dinero, lo que afectaría las valuaciones.

Las Señales de Yellen

Lo único cierto hasta el momento es que el QE3 concluye este año. La Reserva Federal dejará de comprar activos, lo que no significa que recortará su hoja de balance. Dicho de otro modo, se interrumpe la expansión monetaria, pero por el momento no veremos una política contractiva. También el mercado descuenta que las tasas comenzarán a subir en algún momento del 2015. A diferencia de la sobrerreacción bajista en mayo de 2013 cuando se insinuó el final del QE3, en esta ocasión el mercado viene digiriendo de buena forma el final de la laxitud monetaria.

La mandamás de la FED dejó en claro en sus últimas declaraciones que la política monetaria debe encargarse de la estabilidad de precios, la actividad y el empleo, pero no es capaz de enfrentar los riesgos de la inestabilidad financiera. Según Yellen, esta labor corresponde a la política macro prudencial, quitándole de esta manera toda la presión a la tasa de interés y contradiciendo al "Banco" de los Bancos Centrales (BIS).

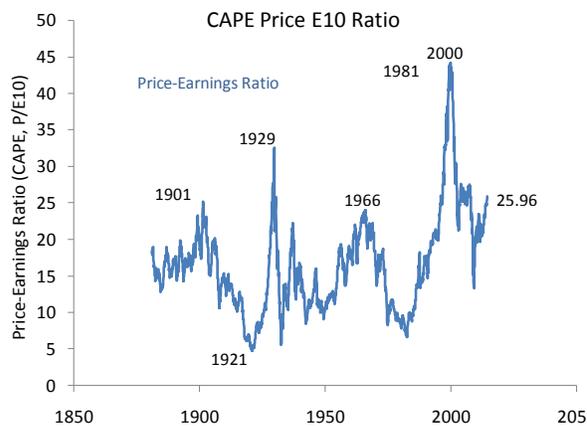
Con respecto a la opinión de la FED sobre las valuaciones en el mercado de acciones, se dio una novedad en esta semana. Si bien la máxima autoridad monetaria cree que en promedio no hay excesos en las valuaciones -cosa que sostiene desde hace tiempo- aseveró que las acciones de ciertas compañías pequeñas, biotecnológicas y de *social media* (Facebook, Yahoo, Google, Netflix etc.) presentan valuaciones "sustancialmente estiradas" (traducción literal, otra traducción: muy caras).

¹ El *Beige Book* revela las condiciones económicas en general. El último informe conocido esta semana remarcó el crecimiento del consumo privado y la producción industrial en un contexto de estabilidad de precios.

Valuaciones: Ganancias y Márgenes Corporativos

Cualquier valuación de un activo financiero no es otra cosa que el valor actual de un flujo futuro de fondos. En el caso de un bono, el precio debería representar la sumatoria de su flujo de fondos descontado por una tasa correspondiente al riesgo de la emisión. Pero como el precio está determinado por el mercado, lo que buscamos es la tasa de descuento que iguala el flujo futuro de fondos con ese precio, la famosa TIR. Lo mismo hacemos para las acciones, con la diferencia que el flujo de fondos es bastante más incierto. En este caso, el flujo de fondos depende de los dividendos de la empresa, y por lo tanto, de sus ganancias.

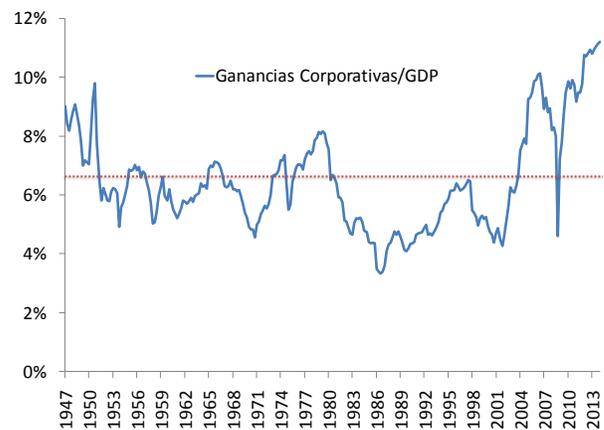
Uno de los ratios más utilizados en el mercado es el P/E, que mide el tiempo que tardaría un inversor en recuperar la inversión atendiendo exclusivamente a las ganancias de la empresa. Este índice todavía se encuentra por debajo de 20, con lo cual en principio no mostraría una sobrevaluación excesiva. Sin embargo, al tomar P/E de Shiller que suaviza los efectos del ciclo económico, se encuentra en un máximo de 26, varios puntos por encima del promedio histórico y cerca de los niveles pre crisis. Sin embargo, como muestra el gráfico a continuación, todavía estamos en niveles de valuación conocidos.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Online Data - Robert Shiller - Yale University.

Al utilizar estos ratios, estamos considerando las ganancias corrientes para valuar. Dicho de otra forma, estamos considerando para armar nuestro flujo futuro de fondos a las ganancias actuales, con lo cual, es necesario que las mismas sean

representativas para el futuro. Y acá aparece el ruido. Las ganancias corporativas actuales se ubican en torno al 11% del PBI, casi el doble de la media histórica. Y como muestra el siguiente gráfico, las ganancias suelen retornar a su media en torno al 6,5% del PBI. Esto implica que más allá que algunos ratios (P/E) no muestren valuaciones exorbitantes, dichos indicadores se sostienen en ganancias inusualmente altas. De reducirse los niveles de rentabilidad corporativa en el futuro, los precios deberían caer. Aun considerando que los P/E se mantendrían en los altos niveles actuales, si caen los resultados de las empresas los precios también deberán caer para mantener los mismos ratios.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal de St. Louis.

Ahora la pregunta del millón: ¿caerán las ganancias de las empresas?. Durante los últimos años los altos niveles de rentabilidad se explicaron por un alto desempleo que permitió congelar parte importante de los costos de las empresas, mientras que por otro lado el fuerte endeudamiento de las familias y el gobierno permitieron mantener el consumo, excelente combo para mantener alta la rentabilidad. Sin embargo, esto ha empezado a cambiar. El empleo viene creciendo este año por encima del nivel de actividad, lo que implica una caída de la productividad y un aumento de los costos laborales, mal combo para la rentabilidad empresarial. Los balances todavía no muestran esto, continúan exhibiendo excelentes resultados.

Antes de acusarme de pesimista y desestabilizador de precios, vayamos a las conclusiones.

Conclusiones

Las señales son más que contradictorias. Si bien el rally es irrefutable, el derrumbe de precios de 2008/2009 complica la lectura. Dependiendo del punto de comparación -totalmente arbitrario- los rendimientos pueden ser exorbitantes o ubicarse levemente por encima de la media histórica. Con respecto a la política de la FED, parecería que el mercado ha digerido de buena forma el final anunciado de la política ultra expansiva. Habrá que esperar la respuesta de los precios cuando efectivamente comiencen a subir las tasas el año próximo.

Por último, tenemos las valuaciones. Aquí creo que hay menos contradicciones, existen varios indicadores que muestran que el mercado está sobrevaluado². Sin embargo, estos indicadores muestran lo mismo desde hace tiempo y el mercado sigue escalando. Además, los ratios difieren bastante por sectores, el atraso relativo de los bancos es el ejemplo más claro. En este escenario, la selectividad es quizás lo que más pesa.

Si al terminar de leer el *Resumen* de hoy está más confundido que antes, estamos en la misma sintonía. Posiblemente mientras más datos e información absorba uno más señales contradictorias encuentre en este contexto.

Juan Battaglia
Economista Jefe

² Nosotros nos centramos en las ganancias corporativas y los P/E, pero existen otros indicadores que ponen en evidencia la sobrevaluación. Para esto, recomiendo leer los informes de [Hussman Fund](#).