

19 de enero de 2018

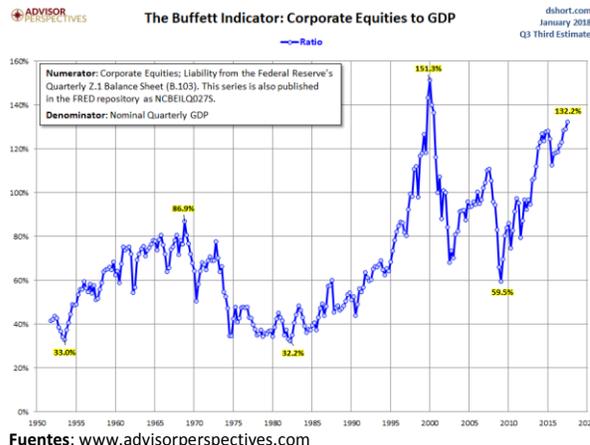
El increíble rally del S&P

El mercado norteamericano no detiene su marcha. Repasemos algunos números para dimensionar la racha alcista del S&P. Notarán que durante las últimas semanas viene rompiendo más récords que Emanuel Ginóbili.

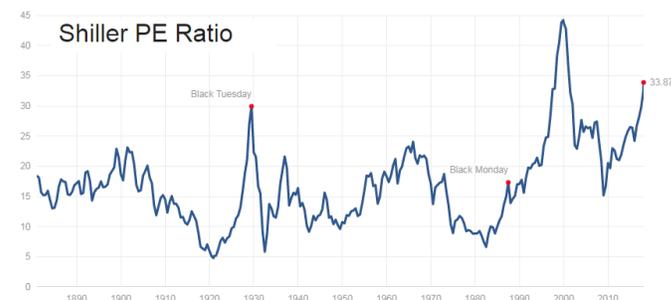
- Desde la crisis del 2009, el mercado avanzó casi un 300%, lo que representa un rendimiento del 16,5% anual, prácticamente el doble de la media histórica. Si bien la suba es algo exagerada porque estamos comparando máximo contra mínimo, lo que es impresionante es la duración del ciclo alcista, está al borde de alcanzar los 110 meses.
- El ciclo alcista *-bull market-* mostró en el camino 15 correcciones de precios superiores al 5%. Sin embargo, la última corrección fue en febrero de 2016 (-14%). A partir de entonces, el rally de precios no mostró ni siquiera una toma de ganancias superior al 3%. Desde aquella caída, el mercado recuperó casi un 45% en menos de 2 años.
- En lo que va del año, el S&P ya avanzó un 4,7%. El Dow también rompió otro record, saltó 1.000 puntos en tan sólo un mes, algo inédito en la historia del mercado.

El ciclo alcista es substancial en términos de precios, prolongado en duración y amplio por sectores (salvo algún sector en particular, prácticamente todo sube). Veamos qué hay detrás, comenzando por el mundo de las valuaciones.

- Empecemos por la capitalización bursátil sobre el PBI, el ratio predilecto del gran Warren Buffet. Este ratio compara el valor de las empresas cotizantes frente al tamaño de la economía. Hoy la capitalización del S&P representa el 130% de 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.



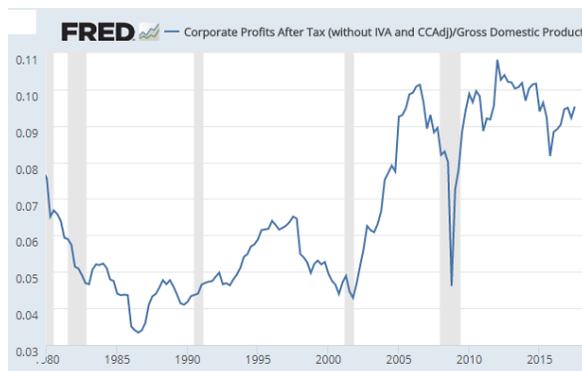
- Sigamos con los *price earnings*, que en todas sus versiones alcanza niveles que llaman la atención. Comencemos por el CAPE, que sigue la metodología del premio nobel Robert Shiller e incorpora las ganancias de los últimos diez años corregida por inflación. En la actualidad roza los 34, lo que indica que los precios cotizan en 34 veces las ganancias ajustadas de los últimos diez años, niveles casi desconocidos. Hay solamente dos registros tan altos. Uno fue meses antes del desplome del mercado en el 2001 y el otro en la crisis del 30. Es más, la sobrevaluación actual es más generalizada, dado que en la crisis de las puntocom los altos ratios estaban muy concentrados en las tecnológicas.



- Ahora bien, frente a una expectativa favorable en cuanto a los resultados empresariales, tiene más sentido mirar hacia delante. Tomando las ganancias corporativas estimadas para los próximos cuatros trimestres (*forward earnings*), el P/E ya superó holgadamente los máximos de la era

pre-Trump (17 veces) y alcanza niveles de 18,5.

- Otro punto a mi juicio sumamente relevante es que las ganancias corporativas actuales se ubican en torno al 9.5% del PBI, si bien algo recortaron, todavía se sitúan en niveles históricamente elevados (ver gráfico). Aun suponiendo que los resultados corporativos pueden trepar, los precios de las acciones no necesariamente deben subir dado que las valuaciones ya están en niveles altísimos. Suben los resultados, se mantienen las cotizaciones y las valuaciones convergen a niveles racionales, “corrección sana”. Ahora bien, supongamos que las ganancias empresariales no aumentan como el mercado espera, ¿Cómo ajustan las valuaciones a niveles “normales”? La única forma es vía corrección de precios. Aritmética.



Fuentes: <https://fred.stlouisfed.org/>

Sin dudas uno de los puntos que favoreció la suba de precios durante el 2017 fue la reforma impositiva, empujada por el propio Presidente. Ahora bien, la reforma ya está aprobada y es un hecho consumado, con lo cual uno podría pensar que ya está incorporado en los precios. Otra cuestión que potencia los resultados y las cotizaciones es la debilidad del dólar. La depreciación de la divisa durante el 2017 otorgó un fuerte impulso. Gran parte de las compañías del S&P tienen filiales en el exterior, con lo cual, cuando dolarizan los resultados obtenidos en el extranjero, las ganancias crecen en su estado de resultados.

Por último, quizás lo más importante, el costo del dinero. Paulatinamente, las tasas vienen subiendo y los títulos del Tesoro bajando. Los

precios de los bonos americanos mostraron quizás la mayor tendencia alcista entre todos los activos. Vienen subiendo desde mediados de la década del 80, cuando EEUU emprendió el largo camino de bajar tasas. Esta tendencia se revirtió en el 2016, cuando la tasa comenzó a subir.

Hoy la tasa de diez años está en el orden del 2.6%, en sintonía con los dividendos que reparten las empresas de gran capitalización del mercado. Con la tasa en el orden del 2.6%, incluso un P/E de 25 no luce tan elevado, simplemente porque la inversa de este ratio es un retorno por beneficios del 4% (1 dividido 25), más los dividendos. La renta variable luce más atractiva que la renta fija, lo que se vio reflejado en las cotizaciones durante los últimos dos años.

Ahora bien, con una economía norteamericana creciendo cerca de su potencial, con bajos niveles de desempleo y con el petróleo recuperándose, la gradual suba de tasas por parte del Banco Central parece ganar lugar. A esto debemos agregar que la FED comenzó (también lentamente), a comprimir el tamaño de su balance y absorber liquidez. Suponiendo un escenario donde el rendimiento del bono a 10 años trepa al 3.5% ¿el mercado seguirá convalidando valuaciones de estos niveles?

Luego del largo y tedioso repaso de datos, creo que el escepticismo del autor en cuanto a los precios del S&P es bastante claro. Vale remarcar que hace meses mantiene la misma visión, mientras las cotizaciones no dejan de trepar. Al fin de cuentas es un dilema más que frecuente, ir con la tendencia *-the trend is your friend-* o guiarse por (subjetivos) fundamentos.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe