

18 de enero de 2019

Notas sobre el Mercado Americano

El S&P atravesó un caótico fin de año. Desde inicios del mes de diciembre hasta la noche buena, recortó nada menos que un 17%. Papa Noel trajo algo de tranquilidad y el mercado recuperó más de la mitad del terreno perdido. Para analizar las noticias e indicadores de las últimas semanas, como en otras oportunidades, entrevistamos al Licenciado Comprado y al Licenciado Vendido. El monitoreo del principal mercado global es fundamental para entender los posibles escenarios en las economías emergentes. Desde su anonimato, a continuación la entrevista a estos dos profesionales en la materia.

Periodista: ¿A qué se debe la brutal caída de fin de año?

Lic. Vendido: Puramente a “fundamentals”. Un mercado con valuaciones irrisorias y en su racha alcista más larga de la historia, menores perspectivas de crecimiento económico, un Presidente impredecible hasta por Twitter, la suba de tasas por parte de la FED, ¿algo más necesita? Me resulta difícil entender a los que se sorprenden por la baja. Ni hablar aquellos que todavía están comprados.

Lic. Comprado: Discrepo. La baja obedece sólo a “technicals”. Luego de un rally alcista como menciona de 10 años, presenciamos una toma de ganancias. Puramente una cuestión técnica. Los osos se tomaron un descanso, es natural una toma de ganancias. De hecho, mire la fuerte recuperación. De 460 puntos que perdió el S&P ya recuperó 270. Y le recuerdo que desde el 2009 a hoy el índice creció casi 2000 puntos. Los fundamentos continúan sólidos.

Periodista: ¿Cuánto de la caída se explica por los miedos a una futura recesión en la economía más grande del planeta?

Lic. Vendido: Gran parte. Es más, no hace falta una recesión, sólo la convergencia a su tasa potencial de crecimiento haría caer más las cotizaciones. El acumulado al tercer trimestre del 2018 mostraba un crecimiento del 3.26%, nivel inflado por las medidas de Trump y que la

economía no podrá mantener. El índice ISM Manufacturero, indicador adelantado al ciclo económico, mostró una clara desaceleración de 5 puntos en su medición de diciembre. Esto aceleró la caída del S&P.

Lic. Comprado: Exagera. Este indicador es una encuesta, si bien es útil, debemos tomarlo con pinzas. Veníamos de niveles extremadamente altos, cercanos a 60. La última medición se ubicó en 54. Recordemos que por encima de 50 el indicador muestra que la economía se expande. Con lo cual estamos ante una posible desaceleración, algo totalmente normal en una economía que viene a toda marcha. Mire el dato del empleo de diciembre, la economía creó 312.000 puestos de trabajo netos nuevos en un mes, el mayor registro desde febrero. ¿De qué recesión está hablando?

Periodista: ¿Cómo juegan los cambios en la FED? ¿Una Reserva Federal más paciente luego de la última reunión no debería traer tranquilidad al mercado?

Lic. Comprado: Déjeme comenzar a mí por favor. La decisión de la FED de condicionar las subas de tasas a la marcha de la economía es otra de las claves por las cuales el mercado retornó su ciclo alcista. Recuerde que el precio del crudo cayó un 30% desde octubre. Esto reduce los riesgos inflacionarios, de hecho la última medición de diciembre rompió el piso del 2%. Con la inflación contralada, la FED no tendrá apuro en subir las tasas nuevamente. El combustible sigue fluyendo a los mercados.

Lic. Vendido: Creo que está enfocando mal el punto. El incremento de tasas es sólo una parte de la película. Recuerde que estamos saliendo del experimento monetario más grande del último siglo. Si bien la FED probablemente interrumpa la suba de tasas, continuará reduciendo el tamaño de su hoja de balance y por ende reduciendo la liquidez. El combustible que Usted menciona seguirá cayendo por U\$50.000 millones cada mes, la contracara del achicamiento de títulos en poder de la Reserva Federal. La absorción de liquidez ronda los U\$400.000 millones en los últimos 12 meses.

Lic. Comprado: No es tan así. El sistema financiero cuenta con reservas excedentes mucho más grandes en relación al ritmo de absorción. Cuando mira la Fed Fund efectiva transada entre privados, está en el piso del target, con lo cual problemas de liquidez no hay. Es más, la FED nunca se comprometió a un nivel de hoja de balance determinado, no retornaremos a los niveles pre crisis por varias décadas.

Lic. Vendido: Lo que Usted quiera. Prefiero ser más cauto. No me parece una decisión racional estar comprado en pleno proceso de salida del experimento monetario más grande de los últimos 100 años.

Periodista: Vayamos al último de los platos fuertes ¿Qué están viendo en términos de valuaciones?

Lic. Vendido: Déjeme comenzar por el ratio preferido de Warren Buffet, a quien supongo que el Licenciado Comprado respeta, la capitalización bursátil sobre el PBI. Hoy la capitalización del S&P representa un 130% en relación a la economía norteamericana. Antes del recorte de precios de diciembre rozó el 150%, nivel que incluso supera los máximos previos a la crisis del 2009 y le pelea el podio al año 2000, unos meses después explotó la burbuja de las puntocom. Alarmante.

Lic. Comprado: Perdón la interrupción, me parece que Mr. Buffet no está comprando bonos del Tesoro o huyendo hacia la liquidez, a lo sumo rota su cartera.

Lic. Vendido: Vayamos al ratio clásico, precio contra ganancias ó price earnings (P/E). El ratio suele corregirse por inflación, siguiendo la metodología del premio nobel de economía Robert Shiller. Hoy ronda los 28, lo que indica que los precios cotizan en 28 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. El ratio se ubica un 70% arriba que el promedio histórico. Saque Usted sus conclusiones.

Lic. Comprado: Discúlpeme, pero siempre corre por detrás. Amigo Vendido, está utilizando los precios actuales con las ganancias pasadas para ver los ratios. Si quiere participar de este

mercado, mire para adelante, no para atrás. El ratio P/E forward, donde se compara las cotizaciones actuales con las ganancias proyectadas para los próximos doce meses, muestra niveles entre 14 y 16 veces.

Lic. Vendido: Envidio su optimismo. Proyecta una economía donde las ganancias continúan creciendo eternamente. El efecto impositivo de la reforma Trump es *one shot*, una vez y chau. Los salarios están creciendo por la fortaleza del mercado de trabajo, con lo cual los márgenes caen. Su fundamentación de ganancias futuras crecientes no la veo desde la macro.

Lic. Comprado: Su pesimismo no lo envidio.

Lic. Vendido: Es cautela. El único factor que podrá jugar a favor de los resultados es la debilidad del dólar. 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. En criollo, el único factor que podrá empujar los resultados es la debilidad del dólar. Y esta responde simplemente a incentivos y el desorden fiscal de las locuras del Presidente Republicano.

Lic. Comprado: Olvida algo clave. Enfoca mal el contexto. Hoy la tasa de diez años está en el orden del 2.76%, básicamente como los dividendos que reparten las empresas. Con la tasa en el orden del 2.76%, incluso un P/E de 20 no luce tan elevado, simplemente porque la inversa de este ratio es un retorno por beneficios del 5% (1 dividido 20), más los dividendos. La renta variable luce más atractiva que la renta fija, lo que se vio reflejado en las cotizaciones durante los últimos años.

Lic. Vendido: Repita el ejercicio con una tasa a diez años supongamos del 4%. El mercado demandará un retorno por beneficios más alto, pagará menores price earnings y va a ir a buscar los precios más abajo. Todo es una cuestión del riesgo que está dispuesto a correr. Con estas valuaciones, prefiero esperar otra corrección como la que vimos en diciembre para considerar comprar.

Periodista: excelente el debate. Concluyo, como simple observador, lo siguiente. Concluyo con

el Lic. Comprado que podremos ver una desaceleración en el nivel de actividad, pero difícilmente una brusca recesión, sobre todo luego de la interrupción de la suba de tasas por parte de la FED. Pero concuerdo con el Lic. Vendido, a pesar de la corrección de diciembre, estamos en valuaciones altas. Estos precios no me parecen puntos de entrada para perfiles moderados o conservadores. Para estos inversores, esperarí las cotizaciones de fines de año (S&P cerca de 2300) para considerar la entrada. Ahora bien, con una FED menos agresiva y en un mundo donde el dólar no se fortalezca, más que el mercado americano me gustan los mercados emergentes, sobre todo luego de la paliza de 2018. Esto lo dejamos para una próxima entrevista.

Buen fin de semana.