



VIII JORNADAS DE ADMINISTRACIÓN

"Panorama del mercado de capitales en USA" 3er. Trimestre 2014

Juan Carlos Alonso
Dr. en Ciencias Económicas (UBA)
Profesor Titular Regular Administración Financiera (UBA)



Bull market: i Lleva 60 meses !

Temor: ¿Terminará pronto el bull market?

Respuesta: El ciclo podría alargarse

- a) Por haber sido poco vigoroso
- b) PBI no llegó a su tendencia de largo plazo atribuible a la ausencia de reendeudamiento
- c) Sector Corporativo: Siguió endeudándose, usando los fondos para recompra de acciones y no para proyectos productivos (baja inversión y acumulación de liquidez)



- d) Consumidores: Nunca dejaron de desendeudarse y el menor consumo generó capacidad ociosa y demora de inversión
- e) Austeridad fiscal
- f) Caída del comercio global, por recortes del gasto público quitándole un punto de crecimiento a EEUU y más aún a Europa



¿Puede acelerarse el endeudamiento?

Respuesta: Difícil, ya que:

- a) El endeudamiento sigue alto, y las crisis tardan cerca de una década en normalizarse
- b) Desempleo alto, con baja participación y subempleo.
- c) El mundo sigue desendeudándose (en Europa se contrae y en China el gobierno trata de frenarlo).

Conclusión:

En este contexto el crecimiento seguirá languideciendo entre 1,5% y 2,5%, durando mas tiempo el ciclo económico.



Valor de equilibrio de bonos y acciones

Con capacidad ociosa y exceso de ahorro

¿Habría deflación?

Tasa cero puede durar y economía sin recalentar

Yellen (Fed) se preocupa por el nivel de empleo

Tasa nominal sería 2,5% (inflación de 2% anual)

Las tasas largas y cortas estarían contenidas por exceso de ahorro y baja inflación

El bono a 10 años ofrecía el viernes (5 sep) un interés de 2,46%, muy por debajo del 3% a inicios de 2014 (OakBrook Investments).



Valor de equilibrio de bonos y acciones (cont.)

Acciones:

Podrían demandar prima de riesgo cerca de 300 puntos

Mayor al promedio de los 90, pero menor a últimos años

Las acciones se han vuelto caras. 19 veces las ganancias, por encima del promedio de largo plazo de 15,5.

Inversores no se atreven a invertir en renta variable y están atentos a:

Aumento de tasas y a problemas en Ucrania y Medio Oriente
Las acciones y el dólar de EEUU se han fortalecido conforme ha mejorado el mercado laboral.

El débil informe sobre empleos del viernes (5 sep) tranquilizó a los inversionistas sobre un cambio de política de la Fed.



¿Camino a una burbuja?

Escenario de cierta prosperidad y tasas negativas podría inflar los activos muy por encima del valor de equilibrio. Mercado ya está peligrosamente caro.

Según GMO (Jeremy Grantham) nos acercamos a una si:

- Cuantitativo: Tobin Q y Shiller P/E superan $\sigma = 2,5$ respecto a sus tendencias largo plazo. Para S&P equivale a 2500 vs 1970 actual.



- Cualitativo: Conductas típicas, como:
 - Abundante oferta de dinero,
 - Complacencia con el riesgo (volatilidad en los mínimos por garantía Fed)
 - Negocios fantásticos sin valuación de soporte (biotecnología y redes sociales)
 - Esquemas Ponzi (ej. 2 de 3 emisiones de bonos en 2013 fueron "basura" con tasas mínimas y resguardos legales decrecientes)
 - Exuberancia irracional (75% empresas que salieron a la bolsa no tenían utilidades, suba promedio 20% primer día, etc.)
 - Consumos suntuarios (Balloon dog en U\$S 58 mill.)



- GMO sintetiza estas conductas en un índice que muestra un entusiasmo bastante extremo, superior a la "exuberancia irracional" de Greenspan en 1996, pero menor a la manía de las "punto com" en 2001.

Incidentalmente, recalca que la creación de crédito ha sido la gran ausente, habiendo sido determinante en todas las burbujas anteriores.



Conclusiones de inversión:

Muy probable que el "bull market" se extienda y llegue a una burbuja.

Laxitud de la Fed y cierta prosperidad en 3er año Obama luego de 2 recesiones agudas y recientes.

Una caída de las acciones sería amortiguada por el seguro implícito de la Fed y la suba del bono largo

Por último, es esperable alguna corrección importante (10-15%) tras el largo tiempo sin fuerte suba y bajísima volatilidad.



Conclusiones de inversión (cont. 1):

Otros expresan el temor que un robusto informe del mercado laboral lleve a la Fed a elevar la tasa en marzo 2015, en lugar de junio o septiembre 2015 (Decision Economics Inc.)

Para el público es una buena noticia la mayor generación de empleos, pero los aumentos de tasas son perjudiciales para las acciones y los bonos.

El mercado de deuda no parece preocupado por un aumento de las tasas.



Conclusiones de inversión (cont. 2):

En momentos en que los precios de las acciones están en niveles altos en relación a las ganancias.

La gran pregunta es:
¿Cuánto durará el efecto de la mejora de las utilidades y los indicadores económicos antes que la bolsa empiece a retroceder?



Fuentes:

1. Alethia Asset Management, Sacerdote J.M.
2. Informe de BCA (Bank of Credit Analyst).
3. Lewin Andrew T; "The design and communication of systematic monetary policy strategies", May 2014.
4. GMO's 2Q 2014 Letter (Grantham, Mayo & Van Otterloo).
5. The Wall Street Journal Americas, Browning, E.S., reproducido por Diario La Nación- Economía, Lunes 8 de septiembre 2014, pág 11.