

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

¿Está sobrevalorada la renta variable?

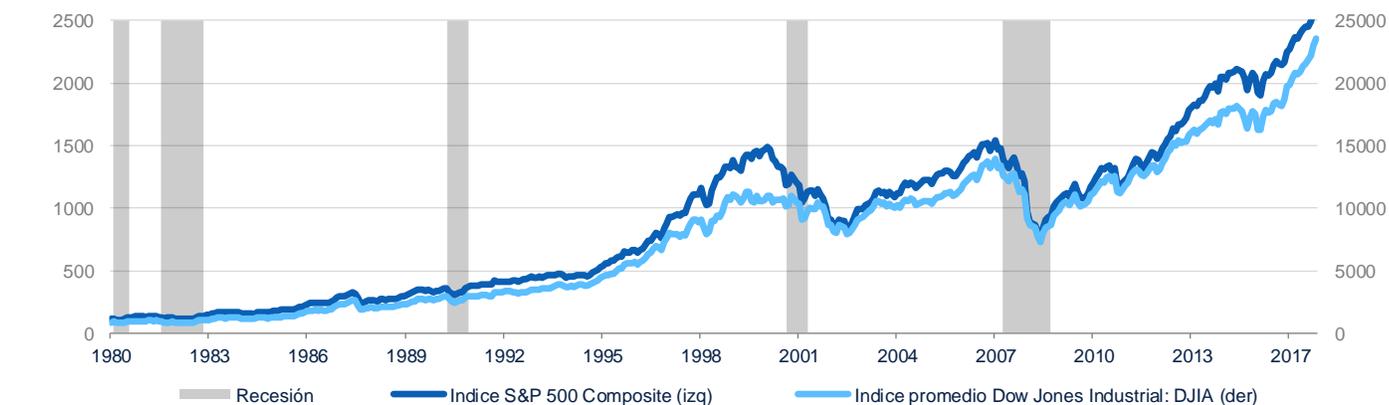
Kan Chen

11 de diciembre de 2017

- El mercado de valores no está significativamente sobrevalorado una vez descontado el efecto de los inminentes recortes del impuesto de sociedades
- No se aprecia burbuja crediticia alguna respecto a la deuda nacional
- El desapalancamiento de los hogares y de las entidades financieras es efectivo

Han pasado diez años desde la anterior recesión. Tras el crecimiento sustancial del mercado bursátil en los últimos años (Gráfica 1), los inversores están cada vez más preocupados por las burbujas crediticias que podrían desencadenar otro colapso del mercado. En este informe, analizamos las valoraciones del mercado de valores y la deuda nacional, e intentamos proporcionar una evaluación del riesgo de burbujas de crédito en la economía.

Gráfica 1. Índices S&P 500 y Dow Jones Industrial Promedio



Fuente: Haver y NBER

El mercado de valores: La ratio precio-beneficio (PER) es alto, pero no demasiado elevado

En teoría, el PER de una acción individual nos dice su valor de mercado en comparación con los beneficios de la compañía. En otras palabras, muestra la valoración de la acción. Si el PER de un valor es excepcionalmente alto en relación con sus datos históricos y sus empresas semejantes en la misma industria, se considera que el título está sobrevalorado. Por lo tanto, si calculamos el PER promedio de todas las acciones en el mercado, podemos tener un indicador acerca de la valoración del mercado.

Uno de los desafíos que implica usar el PER para evaluar el mercado es que las variables macroeconómicas pueden alterar notablemente la ratio, dificultando con ello a los inversores diferenciar el efecto de la valoración de mercado de las fluctuaciones en el ciclo económico. Por ejemplo, la expectativa de una inflación elevada se traducirá en una subida de los precios de las acciones y, por lo tanto, en un PER de mercado elevado. Además, las políticas monetarias restrictivas con altos tipos de interés pueden aumentar el factor de descuento, lo que reducirá los precios de las acciones y dará lugar a una menor ratio PER del mercado. Por lo tanto, un PER alto no implica necesariamente una sobrevaloración del mercado. A fin de controlar los efectos de los ciclos económicos, Robert Shiller desarrolló el PER ajustado por el ciclo (también llamado CAPE o PER de Shiller). Utiliza la media móvil de los beneficios de 10 años para suavizar la fluctuación cíclica y eliminar la oscilación causada por el ciclo económico. La gráfica 2 muestra la ratio PER correspondiente al S&P 500 y el PER basado en la fórmula de Shiller, menos volátil y ajustado por el ciclo. Podemos ver que el PER original y el CAPE difieren considerablemente para los valores durante la Gran Recesión. Dado que la rentabilidad de la mayoría de las empresas se vio fuertemente afectada por el entorno de estrés, el PER del mercado era artificialmente alto y apuntaba a una sobrevaloración durante la recesión. Por otro lado, dado que el CAPE utiliza una media móvil de los beneficios a 10 años, se eliminaba la parte cíclica del mercado, de modo que implicaba una infravaloración del mercado. Obviamente, el CAPE demostró ser una mejor guía de la valoración del mercado, ya que las empresas con sólidos fundamentales han registrado un fuerte crecimiento tras la recesión.

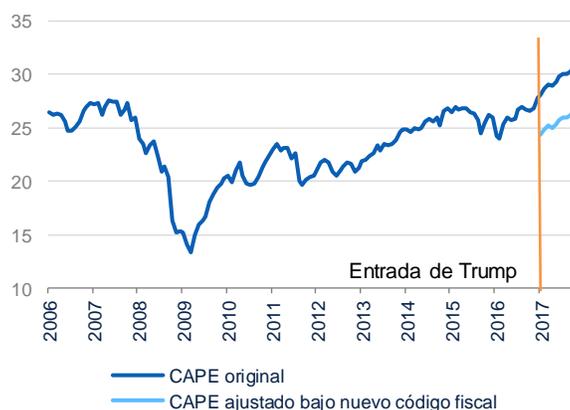
Entonces, ¿la existencia de una ratio CAPE elevado constituye una señal de advertencia para el mercado bursátil? En lugar de interpretar la tendencia ascendente de la serie como una prueba sustancial de la existencia de una burbuja crediticia, deberíamos tener en cuenta un cambio estructural que potencialmente podría resultar en mayores ratios PER en un mercado racional: la reforma fiscal dirigida a reducir los tipos impositivos de las empresas.

Gráfica 2. Ratios PER S&P 500



Fuente: Robert Shiller & Haver

Gráfica 3. PER de Shiller ajustado con arreglo al nuevo código fiscal



Fuente: Robert Shiller, Haver y BBVA Research

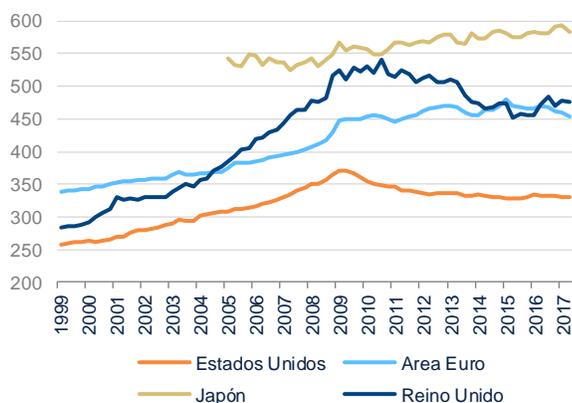
La elección de Trump el pasado mes de noviembre aumentó considerablemente las perspectivas de una reforma fiscal dirigida a reducir la factura fiscal de las empresas. Tal como han demostrado numerosos estudios empíricos, el mercado se mueve por las expectativas. Por tanto, incluso antes de la votación del proyecto de ley final, la esperanza de que se

acometan dichas bajadas de impuestos se traduciría en un aumento de los beneficios futuros. En un mercado eficiente, tal expectativa aumentará los precios de las acciones para reflejar en parte la valoración del mercado con arreglo a los nuevos tipos impositivos, incluso antes de que la ley entre en vigor. Como resultado, el CAPE aumentará, ya que la expectativa de recortes de impuestos solo afecta a los precios actuales, y no a los beneficios presentes. A fin de medir el efecto de la reforma fiscal, hemos elaborado una ratio CAPE hipotético asumiendo que inmediatamente después de la investidura de Trump se llevó a cabo una bajada de impuestos. La gráfica 3 muestra nuestro CAPE ajustado conforme a la nueva bajada de impuestos. Observamos que el efecto de los recortes de impuestos es sin duda potente, y la valoración de mercado actual acaba de alcanzar el nivel de 2015 sin sobrepasar la ratio CAPE anterior a la crisis.

No se vislumbra burbuja alguna en la deuda interna

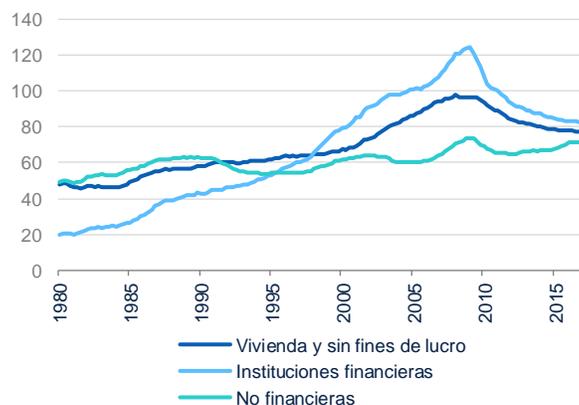
Otra medida popular para detectar burbujas de crédito es el nivel de la deuda interna. Tal como señalaron Reinhart y Rogoff (2009)¹, la acumulación masiva de deuda interna puede constituir el punto de partida de una crisis económica, ya que los riesgos se propagarán a través de los centros financieros y las fluctuaciones de los precios de las materias primas. La gráfica 4 muestra la relación de la deuda interna respecto al PIB de EE. UU. y otras economías avanzadas. Se observa que Estados Unidos tiene una relación de deuda respecto al PIB significativamente menor que otras economías avanzadas. Además, desde la década de 1980, la relación deuda/PIB mostró una tendencia al alza constante hasta 2007. La tendencia a la baja tras la recesión indica que la política de desapalancamiento ha tenido un impacto a largo plazo sobre la estructura de la deuda de la economía de EE.UU. Por tanto, el nivel agregado de deuda interna no presenta señal alarmante alguna de la existencia de burbujas de crédito.

Gráfica 4. Deuda interna como porcentaje del PIB
%



Fuente: Haver

Gráfica 5. Deuda sectorial como porcentaje del PIB
%



Fuente: Haver

En la gráfica 5 mostramos también la deuda interna de diferentes sectores. Podemos ver que la deuda se acumuló a un ritmo acelerado antes de 2010 en el sector financiero. Sin embargo, las medidas de desapalancamiento han tenido efectos significativos, ya que la serie aún mantiene una tendencia a la baja, y el nivel actual de deuda de las entidades financieras

1: Reinhart, C. M., & Rogoff, K. (2009). This time is different. *Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University, Princeton and Oxford.

es similar al de principios de la década de 2000. Asimismo, observamos un boom del crédito para los hogares antes de la recesión, ya que la relación deuda/PIB aumentó bruscamente a partir de 2000, lo que eventualmente desencadenó la crisis de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*). Aunque el desapalancamiento de los hogares no es tan notable como el de las entidades financieras, la reciente estabilización de la serie tampoco ofrece señal alguna de advertencia.

Conclusiones

En este informe intentamos encontrar pruebas de la existencia de una burbuja crediticia mediante el análisis del mercado de valores y la deuda interna. En el caso del mercado de valores, dado que la aprobación prevista y efectiva del impuesto de sociedades puede impulsar el PER ajustado por el ciclo (CAPE) antes de la fecha de entrada en vigor de la reforma fiscal, mostramos que la valoración del mercado no ha superado su nivel de 2007. El mercado de valores probablemente pueda entrar en el territorio de burbuja si la actual tendencia al alza se mantiene. No obstante, el mercado actual no está aun significativamente sobrevalorado. Además, los datos de la deuda interna muestran que el desapalancamiento acometido después de la Gran Recesión es efectivo, y Estados Unidos se encuentra en mejor posición que otras economías avanzadas. Por el momento, la deuda interna no debería constituir una preocupación para los inversores.

Aviso Legal

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos del BBVA de EEUU del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en su propio nombre y en nombre de sus filiales (cada una de ellas una compañía del Grupo BBVA) para su distribución en los Estados Unidos y en el resto del mundo, y se facilita exclusivamente a efectos informativos. En EEUU, BBVA desarrolla su actividad principalmente a través de su filial Compass Bank. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento hacen referencia a su fecha específica y están sujetas a cambios que pueden producirse sin previo aviso en función de las fluctuaciones del mercado. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento han sido recopiladas u obtenidas de fuentes públicas que la Compañía estima exactas, completas y/o correctas. Este documento no constituye una oferta de venta ni una incitación a adquirir o disponer de interés alguno en valores.