

EXPECTATIVAS CORPORATIVAS PARA EL TERCER TRIMESTRE

REPORTES EN EU: LA CLAVE SON LOS “MÁRGENES”

POR JOSÉ MIGUEL MORENO*

Los “márgenes de utilidades”, medidos como la participación de los beneficios sobre los ingresos, será una de las claves, si no la principal, de esta temporada de reportes corporativos que apenas acaba de empezar en Estados Unidos. Jeremy Grantham, uno de los pocos inversionistas que vio venir la crisis de 2008-2009 y que vaticina que otro “crash” puede suceder en 2016, advierte que “los márgenes de utilidades” es una de las variables que más tienden a regresar a su promedio, y que tras años de estar creciendo por encima de ese nivel y luego de alcanzar un pico en el segundo trimestre de 2015, puede estar maduro para revertirse.

Cuando eso sucede anticipa, por lo general, el techo del ciclo alcista de la bolsa y tiende a preceder una recesión económica. Por tanto, los inversionistas, nerviosos, mirarán la evolución de los márgenes de beneficios con el fin de detectar si este esplendoroso mercado “bull” o alcista está cerca de su fin, y en caso de ser así, si puede llegar a detonar otra crisis financiera global.

En efecto, dos elementos han propulsado este espectacular y longevo rally en Wall Street que difícil sería explicar por el magro crecimiento económico de este ciclo de expansión económica: uno, la masiva inyección monetaria de los bancos centrales, sobre todo de la Fed, lo que atiborró los bolsillos de los grandes inversionistas institucionales de dinero fresco para hincharse a comprar activos; y dos, los márgenes de utilidades de las grandes corporaciones estadounidenses, que se ensancharon de manera formidable durante estos años y generó una sólida senda de crecimiento de los beneficios corporativos.

RAZONES

La causa de esa mejora de los márgenes se explica por varias razones: con la crisis, las compañías tuvieron que reestructurarse, recortar costos y reducir planes de inversión; el exceso de capacidad ociosa en el mercado de trabajo permitió mantener los costos salariales deprimidos; las empresas se pudieron financiar a tasas históricamente bajas; y el dólar sufrió una etapa de debilidad que benefició a las grandes multinacionales estadounidenses.

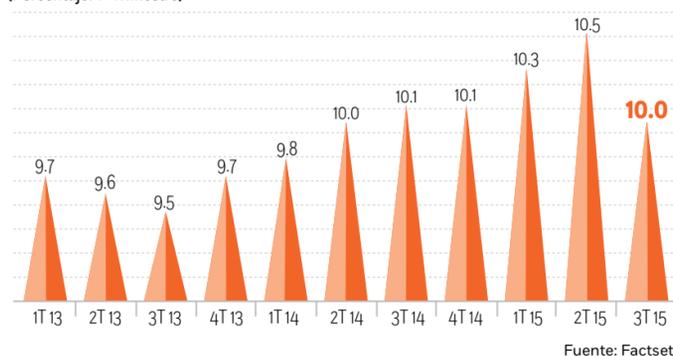
Sin embargo, cada vez parece más limitada la capacidad de las empresas para seguir fortaleciendo los márgenes de beneficios, que empiezan a mandar síntomas de extenuación. El primero, por ser el más citado en estos días y ser el que más preocupación suscita entre los empresarios, es el dólar, cuya apreciación afecta a los márgenes de dos maneras. Por un lado, las empresas estadounidenses tienden a contrarrestar el encarecimiento de los productos exportados derivado de la apreciación del billete verde reduciendo su precio en dólares con el fin de permanecer competitivos y no perder cuota de mercado, lo que erosiona sus márgenes de utilidades en sus productos vendidos al exterior. Pero al mismo tiempo, las empresas extranjeras cuyos productos han penetrado el mercado estadounidense y que perciben más ingresos por esas ventas en su divisa local tienen más capacidad para reducir sus precios en Estados Unidos, lo que también mella los márgenes en los productos locales. Es verdad que por el lado de los costos, éstos también se reducen al

El fortalecimiento del dólar frente al resto de divisas del mundo, la caída en el precio de las materias primas y la expectativa de alza de tasas de interés por parte de la Fed, hacen prever que la relación entre utilidades e ingresos vendrá con un menor crecimiento.

DIFICULTADES

La clave de esta temporada de reportes corporativos será la evolución de los “márgenes de utilidades”. Tras situarse en un nivel récord en el segundo trimestre, se teme que se empiecen a deteriorar o agotarse los principales elementos que los ampliaron durante los últimos años. Tras situarse en 10.5% en el segundo trimestre, podrían erosionarse a 10% en el tercero...

Margen Neto
(Porcentaje. T=Trimestre)

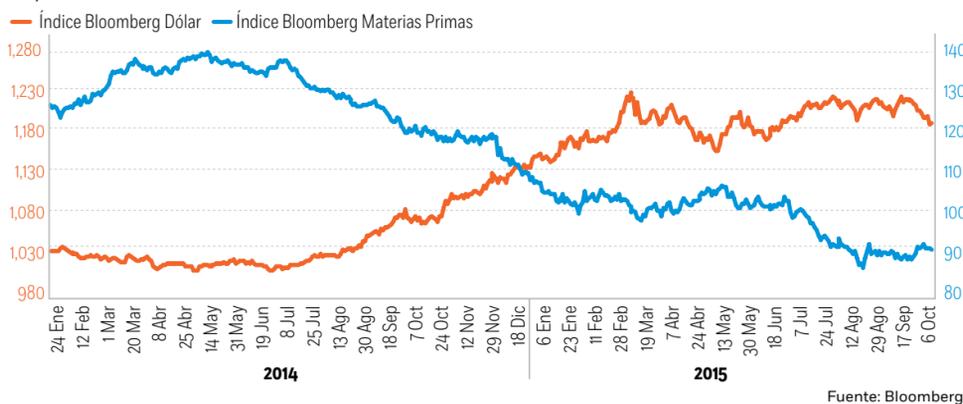


Fuente: Factset

... el deterioro de los márgenes se explica en buena medida por la apreciación del dólar y la caída de las materias primas. Pero además, también está impactando negativamente a los márgenes el incremento de los costos financieros y se teme que con un mercado de trabajo dinámico, finalmente se sume un aumento de los costos laborales...

Apreciación del dólar y caída en las materias primas

(En puntos)

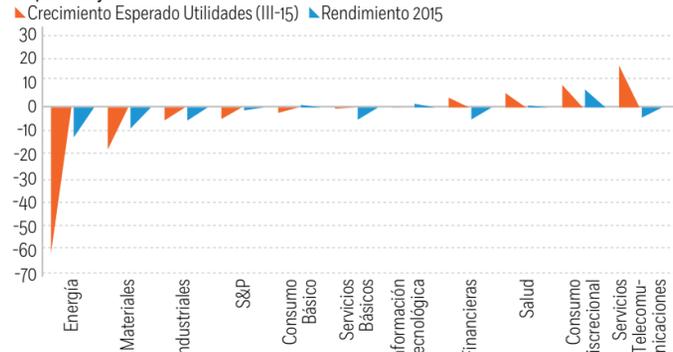


Fuente: Bloomberg

... eso ha afectado sobre todo a los márgenes y, por tanto, a las utilidades, de tres sectores: energía y materiales básicos, expuestos a la evolución de los commodities; e industrial, afectado por la debilidad de las exportaciones manufactureras. Esos tres sectores, además, son los de peor desempeño este año en el S&P 500...

Sectores

(En porcentaje)

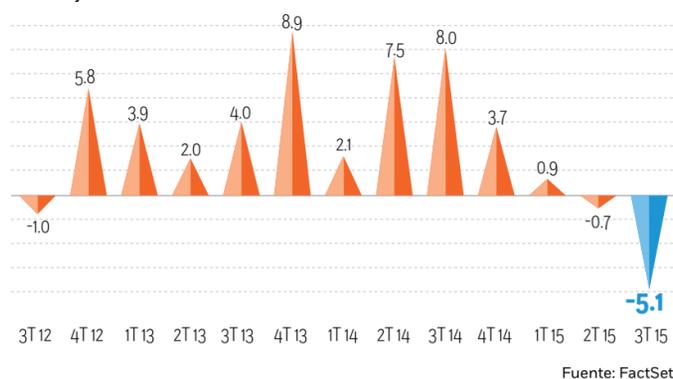


Fuente: FactSet y Bloomberg

... el temor es que la erosión de los márgenes conduzca a unas perspectivas más bajas de la evolución de las utilidades en el futuro que haga difícil justificar la actual valuación de las bolsas. Generalmente, un deterioro de los márgenes anticipa una caída en las bolsas y una recesión. Tras caer los beneficios del S&P's 500 un 0.7% en el segundo trimestre, en el tercero podrían deprimirse un 5.1%, encadenando dos trimestres de caídas, algo que no sucedía desde 2009.

Evolución de las Utilidades del S&P 500

(Porcentaje anual. T=Trimestre)



Fuente: FactSet

10
POR CIENTO
anual crecerían los márgenes de utilidad en el tercer trimestre

abaratarse el precio de los insumos foráneos, pero en la mayoría de los casos (salvo en industrias como el de las aerolíneas) no logran compensar la pérdida de ingresos.

INGRESOS Y TASAS

Además del impacto en sí sobre los márgenes de utilidades, hay que considerar la repercusión que la apreciación de la divisa norteamericana tiene sobre los ingresos en dólares, pues aun manteniendo el mismo nivel de ventas en la divisa

extranjera, se traducirán en menos dólares a la hora de convertirlos a un tipo de cambio más fuerte.

Ese efecto del dólar junto con el derrumbe del precio del petróleo explica que los ingresos de las compañías del S&P 500 empiecen a tambalearse: para el tercer trimestre se estima una caída en las ventas de 3.3%, lo que significaría el tercer trimestre consecutivo de caída en los ingresos, algo que no sucedía desde el período del primer al tercer trimestre de 2009. Claro que de los 10

sectores del S&P 500, sólo tres sufrirán una caída en los ingresos, liderados por los sectores de energía y materiales. Los ingresos del sector de energía se estima se hundan a un ritmo récord de casi 38% respecto al tercer trimestre de 2014. Si se excluye el sector de energía, los ingresos de las compañías del S&P 500 aumentarían un 2.2%.

Como resultado de la caída de los ingresos, es imperativo seguir reduciendo costos. Sin embargo, un segundo factor que empieza a carcomer los márgenes de utilidades consiste en la mayor presión de los costos financieros como resultado de las expectativas de un alza de tasas. Esto ha generado ya las primeras dificultades de las empresas estadounidenses para honrar su deuda, que además se ha acrecentado en los últimos años al haber aprovechado las corporaciones las bajas tasas de interés para emitir cuantiosos pasivos.

Ahora, el aumento de las tasas está recortando los márgenes de utilidades y está propiciando un aumento en las tasas de impago y una avalancha de rebajas de calificación por parte de las agencias de rating. Entre agosto y septiembre, Standard & Poor's rebajó la calificación crediticia de 108 empresas no financieras, y sólo mejoró el rating de 40. Ese es el peor resultado para un período de 2 meses desde mayo y junio de 2009, cuando la Gran Recesión estaba tocando a su fin.

MERCADO LABORAL

También se teme que conforme el mercado de trabajo se apriete, se encarezca el costo del trabajo y se presionen aún más los márgenes de utilidades. Sin embargo, eso aún no ha sucedido: el indicador más amplio de los costos laborales, el índice de costo del empleo, registró en el segundo trimestre su menor incremento en 33 años, en tanto los costos laborales unitarios se contrajeron un 1.4%. Un aumento de los costos laborales podría ser la puntilla definitiva para comprimir los márgenes de utilidades.

El caso es que los márgenes de utilidades, que alcanzó un récord en el segundo trimestre de 10.5%, podría desacelerarse a un 10% en el tercer trimestre, según datos de FactSet. La caída de los márgenes de beneficios explicaría que las utilidades posiblemente se contraigan por segundo trimestre consecutivo. Se estima que los beneficios del S&P 500 se reduzcan en el tercer trimestre un 5.1% tras contraerse un 0.7% en el trimestre previo. Excluyendo el sector de energía, sin embargo las utilidades se incrementarían un 1.8%.

Posiblemente la caída en los beneficios no sea tan temible como se estima en estos días y sea más moderada, cercana al 2.0%. Esa ha sido la tendencia en los últimos años. Pero lo cierto es que si tendremos el segundo trimestre consecutivo de contracción en los beneficios, algo que no sucedía desde la crisis financiera.

La pregunta es si la caída en los márgenes augura una nueva tendencia que irá acompañado de un comportamiento menos brillante de las utilidades y, en caso de ser así, si se justifican las actuales valuaciones de las bolsas. De eso depende que la profecía de Jeremy Grantham sea correcta o no.

* Director de llamadiner.com