



Artícle Genèric

[Mercats financers](#)

Puja la temperatura als mercats financers internacionals: bombolla o escalfament passatger?

Contingut disponible en
Anglès Espanyol

Carlos Martínez Sarnago
Economista

La revaloració dels actius financers de les economies desenvolupades passa de ser motiu d'alegria a font de preocupació, si més no per a alguns. En concret, les elevades cotitzacions que imperen en nombrosos mercats de deute públic, bons corporatius i borses, així com les circumstàncies sota les quals s'han assolit, disparen les alarmes davant la possible formació de bombolles especulatives. Per desgràcia, no hi ha «bombollòmetres» exactes ni fiables basats en la teoria, de manera que el diagnòstic sobre si aquests mercats financers es troben immersos

en una fase de bombolla, entesa en sentit estricte (preus molt per damunt del que justifiquen les variables fonamentals), resulta imprecís i discutible.

Afortunadament, l'experiència històrica aporta una mica més de llum: a més dels preus o de les cotitzacions, hi ha altres llocs en què les bombolles solen deixar rastre, com, per exemple, una volatilitat baixa, un volum de negociació alt, un optimisme elevat per part dels compradors, una aflluència massiva d'inversors poc avesats al mercat en qüestió, un augment del palanquejament, etc. Avaluats en conjunt per a les diferents classes d'actius, els indicadors revelen que hi ha més motius per preocupar-se pel mercat de bons corporatius high yield que per les borses o pels bons governamentals. I, geogràficament, més pels mercats nord-americans que pels de la zona de l'euro.

L'entorn actual de bonança als mercats financers està dominat pel nivell excepcionalment baix dels tipus d'interès nominals i reals. Això es reflecteix en un preu alt dels bons públics de la màxima qualitat creditícia, com els dels EUA i Alemanya. Un factor que contribueix a aquest desenvolupament és la política monetària expansiva que han adoptat els bancs centrals en resposta a la crisi dels últims anys. Certament, les mesures quantitatives (quantitative easing, en particular les compres de bons de la Fed i la barra lliure de préstecs del BCE), juntament amb les d'orientació sobre els tipus oficials (forward guidance), pressionen a la baixa i redueixen la volatilitat de la corba de tipus, però no sembla que la seva influència sigui prou gran per provocar una bombolla als mercats de treasuries i de bunds. Tal com s'exposa a l'article «Tipus d'interès reals i perspectives de creixement», hi ha diversos factors fonamentals, uns de cíclics i uns altres d'estructurals, que expliquen el baix nivell dels tipus lliures de risc que ara s'observa, i que s'espera que perduri durant algun temps addicional (per bé que amb una suau tendència a l'alça). Per la seva banda, els indicadors relatius al clima del mercat també s'inclinen en contra de la presència d'una bombolla: els inversors particulars s'han anat allunyant mentre els bancs centrals i comercials compraven; la majoria d'ells espera que baixin els preus i pugin les yields; els volums de negociació són moderats.

Més enllà del polèmic debat sobre les seves causes (política monetària o altres), sí sembla clar que l'entorn de tipus d'interès baixos té efectes sobre la resta d'actius

financers, bàsicament a través del canal conegut com search for yield: la predisposició dels inversors a comprar actius amb risc, com les accions i els bons corporatius, en el seu afany per obtenir més rendibilitat davant la pobra remuneració dels actius monetaris i del deute públic.

La renda variable dels països desenvolupats ha experimentat revaloracions notables en els últims anys, però ostensiblement més als EUA que a la zona de l'euro. L'índex S&P 500 va iniciar el 2009 una pujada fulgurant que ja suma gairebé el 200% i que li ha permès superar en un 28% l'anterior rècord històric del 2007. Llastat per la crisi del deute i institucional, l'índex Eurostoxx 50 no va començar a pujar de manera convincent fins al 2012. De llavors ençà, acumula una mica més del 50% i es troba encara el 30% per sota del màxim registrat el 2007. En el cas de l'Ibex 35, la pujada des dels mínims del 2012 és del 80%, i se situa, també, el 30% per sota dels màxims del 2007. En bona part, aquest diferencial entre les borses nord-americana i europea s'explica per l'evolució macroeconòmica i dels beneficis empresarials a un costat i a l'altre de l'Atlàntic, que, en els últims anys, ha estat molt més positiva als EUA. Però, pel que sembla, també respon al fet que la prima de risc borsària en aquest país s'ha reduït més ràpidament que a la zona de l'euro. Així es desprèn de la ràtio PER ajustada al cicle,¹ que, per als EUA, se situa per damunt de la mitjana històrica i s'apropa a les cotes registrades en l'anterior cicle alcista del 2003-2007, malgrat que encara queda molt lluny dels nivells assolits arran de la bombolla tecnològica de l'any 2000. Segons aquest indicador, la borsa nord-americana en conjunt està cara, de manera que cal esperar baixos rendiments a mitjà termini, però no sembla que es tracti d'una bombolla d'envergadura. Els indicadors de clima també són propis d'un mercat moderadament sobreescalfat, però sense arribar a l'eufòria: l'activitat negociadora (inclosos àmbits com les M&A, les IPO, etc.) és elevada, però es manté dins el rang habitual, igual que la majoria d'índexs de confiança o de sentiment dels inversors. No es poden deixar d'esmentar algunes excepcions on sí es perceben, de nou, condicions bombollejants, en concret els sectors relacionats amb internet i les xarxes socials i amb la biotecnologia. En canvi, a la zona de l'euro, tant els indicadors de valoració (CAPE i altres) com els de clima assenyalen una temperatura temperada tirant a freda.

La lectura de la situació als mercats de bons corporatius ofereix una impressió de conjunt més preocupant que a les borses, tant als EUA com a la zona de l'euro. L'afany redoblat pel risc dels inversors institucionals (companyies d'assegurances, fons de pensions, etc.) i particulars dibuixa un escenari que, si no es reverteix o, com a mínim, no es modera, pot acabar desembocant en una bombolla. En un primer pla, les primes de risc creditici i de liquiditat (el diferencial de les yields en relació amb el deute públic de màxima qualitat) s'han apropat de nou als mínims previs a la crisi del 2007. A més a més, els indicis que apunten en una direcció perillosa són nombrosos, en especial al segment del deute amb baixa qualificació (bons high yield o porqueria). En termes d'emissions, els registres són imparables: segons les dades de Moody's, en el segon trimestre de l'any, van arribar als 88.000 milions de dòlars als EUA i als 102.000 milions a Europa, xifres rècord en els dos casos, per bé que, a Europa, les emissions netes són encara negatives, arran del procés de despallanquejament corporatiu. Però potser el més inquietant és la tipologia i l'ús d'aquests fons, així com la proporció creixent d'emissions de molt elevat risc² sobre el total d'emissions high yield. En el segon trimestre, l'emissió global d'aquests bons va augmentar el 78% interanual, fins als 60.000 milions de dòlars, nou màxim històric i equivalent al 29% del total d'emissions high yield del període. Una bona part d'aquest finançament s'ha destinat a sufragar les operacions de fusions i adquisicions. En aquesta mateixa línia, els 18 últims mesos han estat testimonis del renovat vigor de la col·locació de productes amb escassa o nul·la protecció per al bonista, com és el cas de les covenant-lite loans o dels payment-in-kind bonds,³ molt per damunt dels registres precrisi. Un altre exemple il·lustratiu d'aquesta dinàmica, caracteritzada per una major assumpció de riscos a canvi d'unes primes de risc cada vegada més baixes, es troba en els anomenats cat bonds o bons catàstrofe (instruments emesos per entitats asseguradores que tenen la peculiaritat d'alliberar, total o parcialment, l'emissor del pagament del principal o de cupons en cas que afronti pèrdues originades per huracans o terratrèmols). Segons les dades de Bloomberg, el nombre d'emissions de bons catàstrofe va repuntar, en la primera meitat de l'any, el 30% interanual i el 15% en termes de volum, fins als 6.500 milions de dòlars, en un context d'evolució a la baixa de les yields i dels diferencials d'aquests productes, molt propera a la zona de mínims històrics.

De tot plegat, es desprèn que la dinàmica actual que mostren els mercats de bons corporatius presenta, en diversos àmbits, vulnerabilitats que es podrien activar i interaccionar entre si. En primer lloc, el diferencial entre el creixement del deute empresarial i dels beneficis ha començat a emetre senyals que auguren, potser no a curt, però sí a mitjà termini, un repunt en les taxes de default als EUA, per bé que des de nivells reduïts. En segon lloc, el risc de tipus d'interès, crèdit i refinançament que afronten les empreses és elevat, sobretot si es confirma un escenari d'alça gradual dels tipus d'interès globals i tenint en compte les ajustades primes de risc del deute corporatiu i el creixent palanquejament en alguns sectors. Finalment, un element al qual s'ha parat menys atenció, però amb implicacions importants, és que la liquiditat als mercats secundaris de renda fixa privada ha baixat considerablement per motius relacionats amb la regulació. En cas de repunts sobtats en l'avversió al risc, aquest factor contribuiria a amplificar i retroalimentar eventuais descensos en les cotitzacions dels bons.

En suma, l'amenaça de bombolla financera que, de manera recurrent, ha planat durant les últimes tres dècades continua oberta. Si l'any 2000 es va materialitzar a les borses i l'any 2007 al sector immobiliari, ara l'àmbit que, pel que sembla, té més probabilitats és el dels bons corporatius.

Carlos Martínez Sarnago

Departament de Mercats Financers, Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"

1. També anomenat CAPE (per les sigles de Cyclically Adjusted Price Earnings), aquesta mètrica de valoració calcula el PER estàndard amb la mitjana dels beneficis dels deu últims anys.
2. Segons Moody's, emissions amb una qualificació creditícia B3 o inferior.
3. Actius de renda fixa d'elevat risc que condicionen el pagament del cupó i/o del principal a determinades eventualitats. En el cas dels PIK, l'emissor està facultat per pagar les seves obligacions en espècie, en general amb títols de deute addicionals.

Carlos Martínez Sarnago

Economista

