

FOCUS · ¿Está cambiando la marea en la bolsa estadounidense?

Desde la primavera de 2009 hasta el pasado mes de agosto, el índice S&P 500 experimentó una progresión espectacular que le permitió triplicar su valor y situarse un 30% por encima del nivel que había alcanzado en los picos de los años 2000 y 2007, preludios ambos de descensos fuertes y prolongados. Con esos antecedentes, la debilidad que han mostrado las cotizaciones desde mediados del verano está generando gran inquietud entre analistas e inversores. Algunos temen que estemos en la antesala de una nueva fase bajista duradera. Otros creen que solo se trata de una pausa dentro de la tendencia alcista. Y, entre estos últimos, las opiniones divergen sobre la duración de la corrección, su intensidad y, especialmente, el ritmo de las eventuales ganancias posteriores.

Un ejercicio muy útil para arrojar luz sobre el incierto devenir bursátil es examinar si se apreciaban signos de burbuja a mediados de este año. Lógicamente, los escenarios que se abrirían serían muy distintos según el diagnóstico. Por desgracia, no existen instrumentos precisos para medir los fenómenos de sobrecalentamiento o burbujas en los mercados financieros, pero el examen combinado de varios indicadores relevantes proporciona una guía razonable. Las burbujas suelen caracterizarse por la presencia, en dosis variables, de tres factores. Primero, un factor fundamental: el precio de mercado se desvía notablemente del que marcarían los fundamentos intrínsecos del activo. Segundo, un factor especulativo: el estado de ánimo de los inversores se caracteriza por una euforia que estimula las compras especulativas y las aleja de la racionalidad. Tercero, un factor de riesgo: altos niveles de apalancamiento que pueden acabar generando inestabilidad.

Una de las métricas más fiables para evaluar el factor fundamental es la ratio CAPE, que mide la relación entre el precio de las acciones en un momento puntual y el promedio de los beneficios empresariales en los últimos 10 años. A mediados de año, este indicador se encontraba por encima de su promedio histórico, pero lejos del nivel que registraba antes de las grandes crisis bursátiles de 1929, 2000 o 2007. Además, dos elementos han podido sesgar al alza el CAPE: el bajo nivel de los tipos de interés (este indicador no toma en cuenta el nivel de estos últimos) y los cambios regulatorios que han penalizado las ganancias al computar las provisiones por pérdidas en activos. Así pues, estos elementos pueden introducir distorsiones a la hora de hacer una comparación histórica. Por su parte, los diversos índices que aproximan el factor especulativo no parecen señalar un ímpetu desbocado. Por ejemplo, la rotación de las acciones (*share turnover*), que mide el volumen de intercambio de acciones y que aumenta cuando crece la actividad especulativa, se encontraba muy por debajo del nivel alcanzado en 2000. Apunta en el mismo sentido la denominada «prima de di-

videndo», que es la diferencia de las ratios precio de mercado/valor contable promedio de las empresas que pagan y de las que no pagan dividendos. Dado que las primeras son más seguras, en condiciones normales esta prima tiende a ser positiva, pero en momentos de fiebre especulativa puede llegar a ser negativa, como ocurrió en la cresta de la burbuja puntocom del año 2000. A mediados del verano, la prima era positiva, lo que sugiere mucha menos actividad especulativa que en aquella ocasión. Por último, si nos fijamos en las compras apalancadas (*margin debt*) para medir el nivel de riesgo en la bolsa, debe reconocerse que se encontraban en un nivel más alto que el previo a la crisis de 2000 y similar al de 2007, seguramente alentadas por los bajos tipos de interés. Un atenuante es que este indicador lleva tiempo en niveles elevados y, en los últimos meses, no ha mostrado la pauta de incremento explosivo que se observó antes del estallido de burbujas en el pasado.

La lectura conjunta de estos indicadores y de otros similares,¹ enmarcada, además, en el contexto de un crecimiento moderado (tanto del PIB como de los beneficios empresariales) y de la normalización monetaria gradual que se dibuja para los próximos dos o tres años en EE. UU., proporciona un par de elementos valiosos respecto al debate de opiniones señalado al inicio. Por un lado, la ausencia de signos suficientemente claros de burbuja debería rebajar el temor a que estemos en ciernes de un mercado bajista brusco a resultas de un hipotético pinchazo de la misma. Pero, por otro lado, las ratios de valoración se encuentran en niveles relativamente generosos, de modo que anticipan tasas de retorno a medio plazo mucho más modestas que las del último quinquenio. En definitiva, el escenario más plausible apunta a una moderación de la tendencia alcista de los últimos años.

EE. UU.: índice S&P 500 y ratio CAPE *



Nota: * Ratio PER ajustada con el promedio de beneficios de los últimos 10 años.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y de Robert J. Shiller.

1. Véase el Focus «La prima de riesgo bursátil implícita: un indicador claramente imperfecto que hay que tener en cuenta» del IM11/2015.