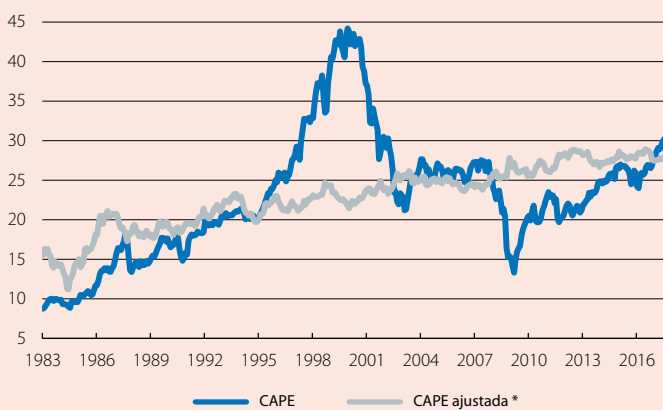


Valoración de la bolsa estadounidense: ¿hay motivos de preocupación?

Desde el inicio del año, los principales índices de renta variable estadounidenses encadenan máximos históricos. En concreto, desde el 1T 2009, momento en que empezó la recuperación de los principales índices bursátiles, el índice S&P 500 ha registrado una progresión superior al 200%, lo que equivale a un aumento de más del 14% en términos anualizados. El desempeño del Dow Jones ha sido similar y, en el caso del Nasdaq, la progresión ha sido aún más espectacular, con un aumento de más del 330%, lo que representa un crecimiento anualizado cercano al 19%. Este aumento prolongado y sostenido de los precios de los activos de renta variable ha despertado dudas y ha generado preocupaciones en cuanto a su sostenibilidad y su posible desconexión con los fundamentos económicos. En este sentido, la encuesta que realiza regularmente Bank of America Merrill Lynch a los gestores de fondos alerta de que la gran mayoría considera que la bolsa está sobrevalorada.

Aunque identificar con precisión una burbuja financiera cuando se está formando no es una tarea sencilla, disponemos de una batería de indicadores que nos ayudan a juzgar si el precio de los activos está sobrevalorado. En general, se suele distinguir entre dos tipos de indicadores. Por un lado, las métricas que reflejan el comportamiento de los inversores y sus estrategias de inversión. Un ejemplo de ello es la preponderancia de las actividades que persiguen obtener una rentabilidad elevada a corto plazo. Habitualmente se considera que estas conductas suelen ir acompañadas de una desconexión entre el precio observado de los activos y su valor fundamental o sostenible a largo plazo. Más concretamente, uno de los indicadores de referencia en este sentido es el peso de las compras de activos apalancadas (*margin debt*), y la evolución reciente en EE. UU. supone una clara señal de alerta. Las compras de acciones a crédito alcanzaron cerca de 600.000 millones de dólares en agosto, según datos oficiales de la bolsa de Nueva York, lo que representa un nivel récord y muy superior al observado antes del estallido de la burbuja *puntocom* y de la crisis financiera de 2007.

S&P 500: ratio CAPE y CAPE ajustada *



Nota: * CAPE predicha por el tipo de interés a largo plazo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Robert J. Shiller y Bloomberg.

Por otro lado, no menos importante, hay que prestar atención a los indicadores que, de forma más directa, intentan evaluar si el precio de un activo se ajusta a su valor fundamental. Como se comenta en el artículo «La economía de las burbujas: un análisis para entender la efervescencia de los precios» del presente Dossier, la estimación del valor fundamental de un activo no es nada sencilla, ya que, para realizarla, es necesario calcular el valor presente de los flujos de caja esperados en el futuro. La ratio CAPE (por las iniciales de Cyclically Adjusted Price to Earnings), que fue desarrollada por el Premio Nobel de Economía Robert J. Shiller y que mide la relación entre el precio de las acciones y el promedio de los beneficios empresariales en los últimos 10 años, suele servir de referencia a la hora de evaluar si el nivel de la bolsa se aleja, o no, de su valor fundamental. Según esta métrica, el S&P 500 exhibe ahora una CAPE de más de 31 puntos, un nivel ampliamente por encima del promedio histórico, que se sitúa alrededor de los 17 puntos. De hecho, la CAPE actual se acerca a los niveles observados en la crisis de 1929,

pero todavía permanece lejos del nivel alcanzado antes de la burbuja más reciente, que fue la burbuja *puntocom* que se produjo alrededor de la década de los 2000 (véase el primer gráfico).

Con todo, algunos factores pueden matizar la sobrevaloración que sugieren los indicadores comentados. Primero, esta parece concentrarse en el sector de las empresas tecnológicas, que es donde la revalorización ha sido más intensa recientemente, en particular desde mediados de 2016 (véase el segundo gráfico). Segundo, aunque a primera vista un nivel elevado de compras apalancadas puede parecer preocupante, no es siempre un buen indicador adelantado de la formación de una burbuja. De hecho, si analizamos los datos desde 1959, cada vez que el volumen de compras apalancadas ha alcanzado un nivel récord hasta la fecha, la probabilidad de que el S&P 500 haya exhibido una rentabilidad positiva a un año vista ha sido similar a la que se observa después de un mes de compras apalancadas sin récord.

Finalmente, un tercer elemento a tener en cuenta para entender los elevados niveles de la bolsa es el entorno actual de bajos tipos de interés y, sobre todo, las perspectivas de que estos se mantendrán en cotas muy bajas durante mucho tiempo. Y es que en un entorno en el que se prevé que los tipos de interés se mantendrán muy bajos, el valor presente de los flujos de caja futuros aumenta.

Para evaluar hasta qué punto las valoraciones actuales están influenciadas por el ajuste a la baja que se ha producido en los tipos de interés a largo plazo, realizamos un ejercicio sencillo, pero ilustrativo, que pone de manifiesto la importancia de este factor. Concretamente, estimamos la relación histórica entre la CAPE y los tipos de interés a largo plazo. Ello nos permite construir una CAPE ajustada por el nivel de los tipos de interés a largo plazo (el del bono estadounidense a 10 años) en cada momento del

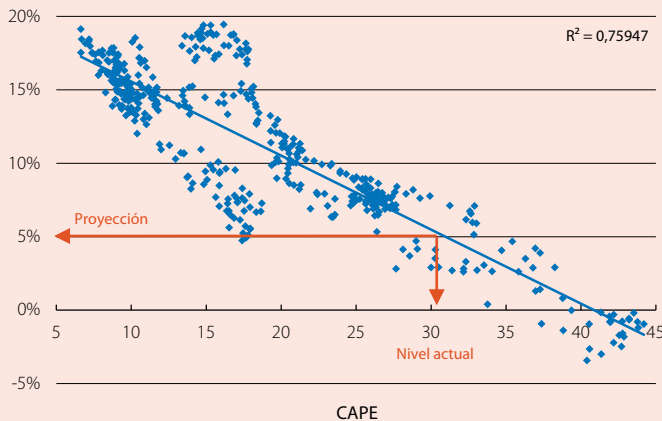
tiempo. Dicho de otra forma, la serie de la CAPE ajustada muestra cuál es el nivel de la CAPE predicho por el tipo de interés a largo plazo a lo largo del tiempo. Como se puede observar en el primer gráfico, la serie de la CAPE ajustada fluctúa mucho menos, y los episodios en los que la CAPE ha sido claramente superior a la CAPE ajustada cabe interpretarlos como momentos en los que las valoraciones no podían ser explicadas por el entorno de tipos de interés. En cambio, en el momento actual, la CAPE no es muy superior a la CAPE ajustada, lo que sugiere que las valoraciones actuales sí que están muy determinadas por el entorno de tipos de interés.

Por tanto, si los tipos de interés acaban siendo tan bajos como el mercado anticipa, no parece que los precios de los activos de renta variable estén muy sobrevalorados. Sin embargo, aunque hay cierto consenso de que es muy probable que los tipos de interés se mantengan en cotas inferiores al promedio histórico en los próximos años, hay mucha incertidumbre alrededor de la magnitud de este ajuste a la baja.¹ Si finalmente acaban aumentando más de lo que el mercado espera, ello podría conllevar una corrección de los índices bursátiles estadounidenses.

En este caso, un sencillo ejercicio también nos ayuda a valorar la magnitud del fenómeno en cuestión: si el tipo de interés a largo plazo se ajustara de forma repentina hasta el 4% (actualmente se sitúa alrededor del 2,4%), la relación histórica entre la CAPE y los tipos de interés sugiere que el descenso del índice S&P 500 sería del 17% aproximadamente.² Naturalmente, este ejercicio hipotético debe tomarse con la debida cautela. Por ejemplo,

S&P 500: nivel de la CAPE y rendimientos a largo plazo

Rendimiento a 10 años (anualizado)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

recibida con optimismo por la comunidad inversora. En cambio, el resto de medidas electorales propuestas, como el impulso de la inversión pública o el giro hacia una política comercial más proteccionista, no se han concretado todavía.

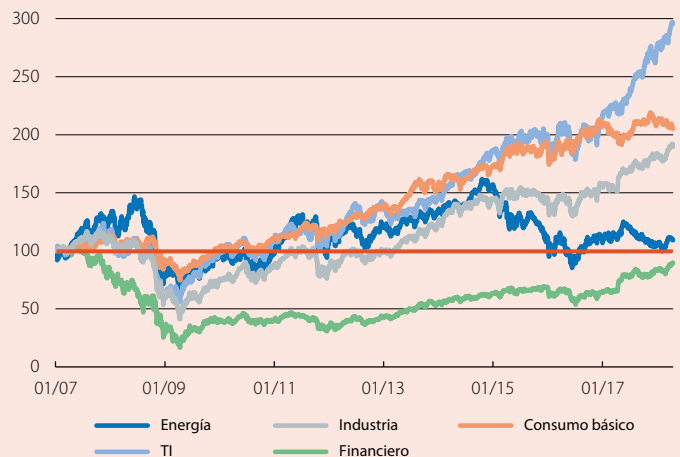
En definitiva, todo apunta a que la incertidumbre alrededor de las elevadas valoraciones bursátiles en EE. UU. se mantendrá elevada en los próximos meses. A corto plazo no se resolverá el enigma sobre el nuevo nivel de equilibrio de los tipos de interés, y la incertidumbre geopolítica y sobre la agenda de la Administración Trump difícilmente se desvanecerá. Sin embargo, parece que los riesgos no están equilibrados, y que es más alta la probabilidad de una corrección que la de mantener la dinámica alcista de los últimos años.

Mathieu Fort

Departamento de Mercados Financieros, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

S&P 500: evolución por sectores

Índice (100 = enero 2007)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

este no tiene en cuenta ni los motivos que generan la hipotética subida de los tipos de interés a largo plazo, ni mucho menos las consecuencias para el conjunto de la actividad económica de dicho ajuste. De hecho, es de esperar que los tipos de interés vayan aumentando de forma gradual, al compás del crecimiento de la actividad económica y los beneficios empresariales. En cualquier caso, con los niveles actuales de CAPE, no parece que se puedan esperar rentabilidades muy altas en el futuro, ya que la experiencia histórica sugiere que en momentos de CAPE elevada, como los registrados actualmente, la rentabilidad esperada de la bolsa estadounidense en los siguientes 10 años se sitúa alrededor del 5% anual (véase el tercer gráfico).

Dos factores adicionales a los que la bolsa estadounidense se está mostrando sensible son la incertidumbre geopolítica, como la generada por las tensiones con Corea del Norte, y el conjunto de reformas propuestas por la Administración Trump. En este sentido, en las próximas semanas, se espera que el Congreso apruebe la reforma tributaria, que ha sido

1. Véase el Focus «La lucha por la política monetaria del futuro» del IM10/2017.

2. Se asume que los beneficios de los últimos 10 años se mantienen constantes.