

## Bolsa americana: ¿exuberancia racional?

Desde su mínimo en marzo pasado, el índice principal de la bolsa americana, el S&P 500, ha subido, con escasas pausas, alrededor de un 70%. El rally bursátil se ha visto acompañado, en las últimas semanas, de dinámicas en ciertos segmentos de las bolsas americanas que han recordado a acontecimientos seguidos de ajustes bursátiles importantes en el pasado.

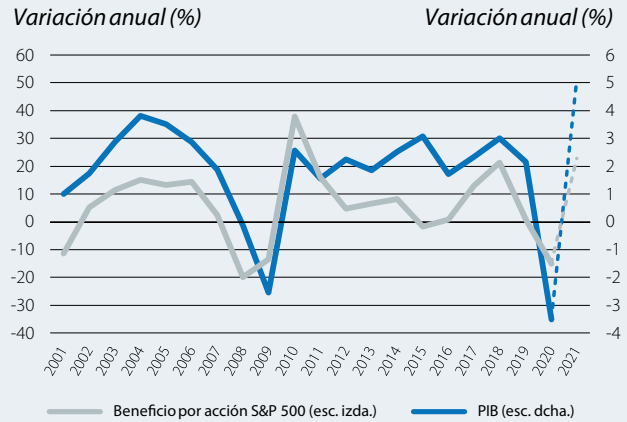
Así, la actividad inversora minorista se ha situado en sus máximos desde el *crash* de 2008, con el añadido del uso de derivados financieros, unos instrumentos pensados en principio para usos profesionales. Las cotizaciones en crecimiento más que exponencial de ciertas compañías tecnológicas o de tecnologías emergentes han traído a colación el auge y la caída del Nasdaq en el 2000 (la llamada crisis de las *puntocom*). Todo ello en un contexto de notable crecimiento de las cotizaciones en activos de riesgo (otras bolsas, en particular las emergentes), de mucho riesgo (materias primas) o de muchísimo riesgo (criptomonedas).

Más allá del ruido financiero y mediático, la combinación de un cierto «mal de altura», con la bolsa americana en niveles de precios muy elevados, y de estos comportamientos atípicos, suscita una duda razonable sobre si la bolsa estadounidense puede estar desconectándose de los fundamentales económicos.

Para encarar esta cuestión, lo primero es recordar que el actual coletazo alcista se da en el contexto de un ciclo prolongado, que arrancó en abril de 2009. La clave de este largo despegue se debe a la coexistencia de dos grandes factores de apoyo, los bajos tipos de interés y la buena evolución de la economía americana y, por extensión, de los beneficios empresariales. Ambos elementos subyacen también al alza bursátil acaecida desde abril de 2020. Así, de la mano de un estímulo fiscal sin precedentes y de una expansión monetaria de la Reserva Federal en una intensidad inaudita, las expectativas de recuperación económica se han visto muy reforzadas en los mercados. La mejora de las expectativas de crecimiento económico también se ha visto reflejada en las expectativas de crecimiento de los beneficios empresariales. O, en otras palabras, el crecimiento económico esperado y los beneficios empresariales están en consonancia con la evidencia histórica.

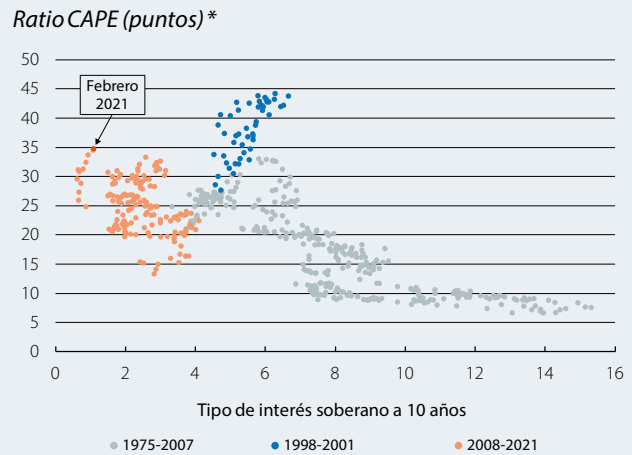
Sin embargo, esta alineación de crecimiento económico e incremento de beneficios puede no ser suficiente para disipar todas las dudas. La primera preocupación, y tal vez la más crítica, es que, a pesar de los buenos beneficios esperados, las cotizaciones podrían haberse situado en valores más allá de lo razonable, lo que se traduciría en el tensionamiento de métricas que tradicionalmente han capturado momentos de sobrevaloración. Si nos centramos en la que es quizás la medida esencial, la ratio de precios/beneficios en los últimos 10 años (CAPE), los datos sugieren que, en efecto, se está en niveles relativamente elevados. Aunque no se está en cotas tan extremas como en el 2000, se está en niveles que doblan el promedio histórico.

### EE. UU.: beneficios empresariales del S&P 500 y PIB



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos y previsiones de Bloomberg (beneficio por acción), del Bureau of Economic Analysis (histórico del PIB) y de previsiones propias (PIB).

### EE. UU.: CAPE del S&P 500 y tipo de interés soberano

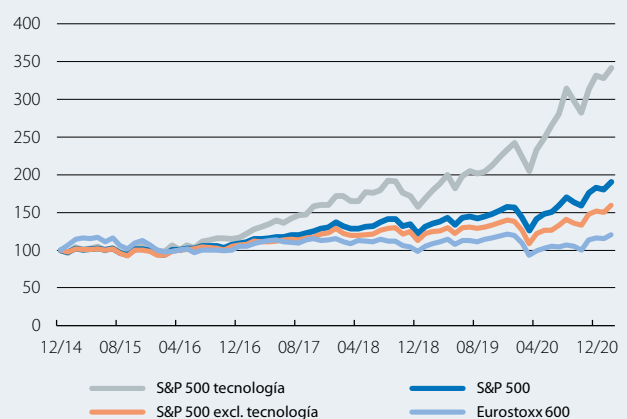


Nota: \* La ratio CAPE presenta la ratio entre la cotización bursátil del índice S&P 500 y el promedio de los últimos 10 años de beneficios de las empresas del índice.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Robert J. Shiller disponibles en <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

### Índices bursátiles

Índice (100 = diciembre 2014)



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

En esta comparación intertemporal, no obstante, falta un elemento importante, el del tipo de interés libre de riesgo: a igualdad de otros factores, un tipo de interés más bajo justifica valoraciones más altas.<sup>1</sup> En efecto, cuando se compara el CAPE y los tipos de interés en perspectiva temporal amplia, se constata la solidez de esta relación. ¿Qué nos dice de los actuales niveles de valoración y de tipo de interés? Las cotas actuales no se sitúan lejos de la relación histórica, pero sí lo suficiente como para señalar un punto de cautela.<sup>2</sup>

Una segunda fuente de preocupación deriva de las señales de exuberancia en ciertos segmentos, como con los que abrimos este artículo. Aquí hay que distinguir entre situaciones de naturaleza diferente. Las menos preocupantes son, seguramente, las que mayores titulares han suscitado. La entrada de inversores minoristas no debería revestir, por sí misma, un gran riesgo de mercado. El uso de apps de inversión, el uso de instrumentos financieros complejos sin disponer de los conocimientos suficientes o incluso la coordinación de posiciones minoristas en ciertos valores son, por supuesto, cuestiones importantes en clave de regulación y de protección del consumidor. Pero como riesgo de mercado, acostumbra a ser fenómenos acotados. En cualquier caso, la tendencia de fondo de mayor protagonismo de inversores minoristas viene desarrollándose desde 2009 de forma paulatina y no parece haberse disparado en 2020.

Más relevante es el comportamiento diferencial de las empresas tecnológicas. Aquí hay que hilar fino y distinguir entre empresas con una trayectoria consolidada y que se benefician de la aceleración de tendencias globales como la digitalización, el comercio electrónico o el teletrabajo, de otras de tecnologías incipientes. En términos generales, los fundamentales de las grandes empresas tecnológicas son buenos y se benefician con especial intensidad de los bajos tipos de interés, ya que gran parte de su cotización actual refleja la expectativa de beneficios en el futuro. No se puede decir lo mismo de negocios que todavía no son capaces de generar beneficios, sobre todo en sectores de tecnologías totalmente incipientes y muchas veces de baja capitalización. En este ámbito, el riesgo es más elevado.

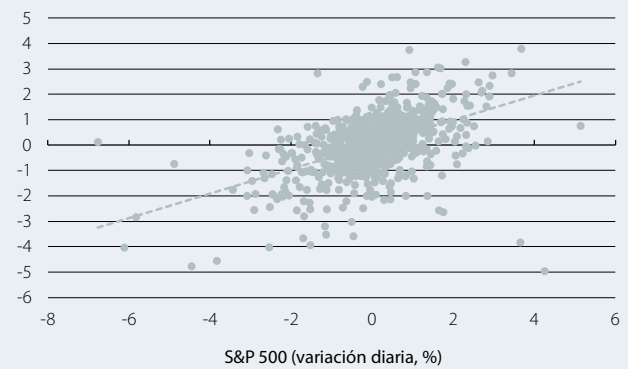
Por tanto, si, en términos generales, el rally actual parece descontar de forma razonable el escenario de recuperación económica en EE. UU., ¿podemos descartar de un plumazo la bolsa como fuente de riesgo? Desafortunadamente, no, y ello se debe a dos aspectos importantes a tener en cuenta: el no cumplimiento del escenario macro y los riesgos del contagio.

Así, en primer lugar, el escenario macroeconómico que la bolsa descuenta podría no suceder. Antes decíamos que las bolsas están descontando una recuperación económica sostenida y, además, sin excesivas presiones inflacionis-

1. En términos más formales, si entendemos que el precio o la cotización equivale al valor presente descontado de los beneficios futuros, a menor tipo de interés, mayor valor presente de dichos beneficios.  
 2. Con los actuales tipos de interés, la relación histórica sugeriría un CAPE de entre 27 y 32 puntos, frente a los casi 35 de febrero (o los 33 en los que se emplazaría si ya se hubiese materializado la recuperación de los beneficios empresariales prevista para 2021). Es decir, sugeriría una cotización del S&P al menos un 4% inferior.

**Reacción del S&P 500 y el Eurostoxx 600 ante datos económicos de EE. UU. \***

Eurostoxx 600 (variación diaria, %)



**Nota:** \* Los puntos corresponden a sesiones en las que se publicó una primera estimación de la inflación (IPC) o de datos del mercado laboral (Employment Situation) de EE. UU.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y del U.S. Bureau of Labor Statistics.

tas. Pero podría suceder que las expectativas de inflación, bien ancladas hasta la fecha, empezasen a verse presionadas al alza y, como resultado, el tipo de interés flexionase también al alza.<sup>3</sup> Lo sucedido con el tipo de interés americano a largo plazo es un recordatorio de que este riesgo existe en la mente de los inversores: en lo que va de año hasta mediados de febrero, el tipo de interés nominal de la deuda soberana a 10 años había aumentado unos 40 p. b., de los que 25 p. b. reflejaban mayores expectativas de inflación.

El segundo riesgo es el de contagio financiero. Ciertamente, parte de los argumentos anteriores, y en particular el de la sobrevaloración relativa de la bolsa americana, son menos prevalentes en otros sectores de la bolsa norteamericana y en las bolsas europeas y emergentes. Sin embargo, y si nos circunscribimos al canal de contagio internacional, en el caso hipotético de que la bolsa americana experimente un ajuste de cierta entidad, los inversores podrían no discriminar suficientemente entre activos, como mínimo a corto plazo. Tal y como se aprecia en el gráfico adjunto, la bolsa europea está condicionada por novedades en los fundamentales de la economía americana.<sup>4</sup> Si estos últimos se tornasen adversos, lo más lógico sería esperar un cierto contagio en Europa. Después de este hipotético ajuste, sin duda operarán factores idiosincráticos y cabe esperar que los inversores discriminarán entre países y sectores. Pero mientras llueva, quizás no haya paraguas para todos.

Adrià Morron Salmeron y Àlex Ruiz

3. A modo ilustrativo, si antes comentábamos que, con los actuales tipos de interés, la relación histórica sugeriría un CAPE de entre 27 y 32 puntos, con un tipo de interés soberano del 2,5% (+100-150 p. b.), el CAPE predicho disminuye hasta los 25-28,5 puntos. Esto sugeriría una cotización del S&P 500 al menos un 14% inferior.  
 4. Con datos diarios desde 1987, el S&P 500 y el Eurostoxx 600 se han movido en la misma dirección en el 65% de las sesiones. La cifra se eleva por encima del 70% si nos centramos exclusivamente en sesiones en las que se han publicado datos de inflación o de mercado laboral en EE. UU. Además de un contagio hacia Europa, también puede reflejar la sincronía entre los ciclos económicos de EE. UU. y Europa: los indicadores de inflación y mercado laboral de EE. UU. también dan pistas sobre el estado del ciclo económico europeo.