

Borsa nord-americana: exuberància racional?

Des del mínim assolit al març de l'any passat, el principal índex de la borsa nord-americana, l'S&P 500, ha pujat, amb escasses pauses, al voltant del 70%. En les últimes setmanes, el *rally* borsari ha anat acompanyat, en certs segments de les borses nord-americanes, de dinàmiques que han recordat esdeveniments seguits d'ajustos borsaris importants en el passat.

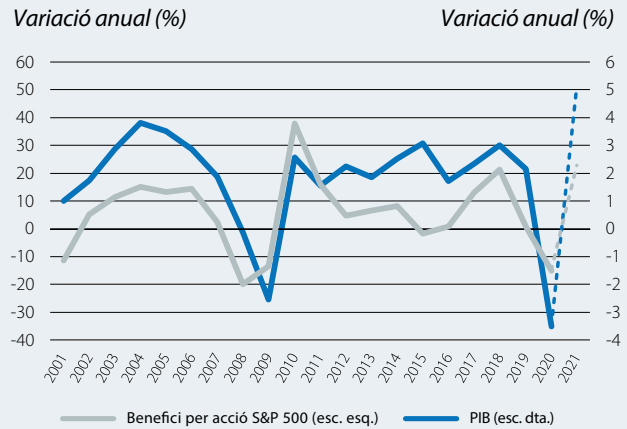
Així, l'activitat inversora detallista s'ha situat en els seus màxims des del *crash* del 2008, amb l'afegit de l'ús de derivats financers, uns instruments pensats, en principi, per a usos professionals. Les cotitzacions en creixement més que exponencial de certes companyies tecnològiques o de tecnologies emergents han portat a col·lació l'auge i la caiguda del Nasdaq el 2000 (l'anomenada crisi de les *puntcom*). Tot això en un context de creixement notable de les cotitzacions en actius de risc (altres borses, en particular les emergents), de molt de risc (primeres matèries) o de moltíssim risc (criptomonedes).

Més enllà del soroll financer i mediàtic, la combinació d'un cert «mal d'altura», amb la borsa nord-americana en nivells de preus molt elevats, i d'aquests comportaments atípics suscita un dubte raonable sobre si la borsa nord-americana es pot estar desconnectant dels fonamentals econòmics.

Per encarar aquesta qüestió, cal recordar que l'actual moviment alcista es dona en el context d'un cicle prolongat, que va començar a l'abril del 2009. La clau d'aquest llarg enlairament cal buscar-la en la coexistència de dos grans factors de suport, els tipus d'interès baixos i l'evolució positiva de l'economia nord-americana i, per extensió, dels beneficis empresarials. Aquests dos elements expliquen també l'alça borsària viscuda des de l'abril del 2020. Així, arran d'un estímul fiscal sense precedents i d'una expansió monetària de la Reserva Federal d'una intensitat inaudita, les expectatives de recuperació econòmica s'han vist molt reforçades als mercats. La millora de les expectatives de creixement econòmic també s'ha reflectit en les expectatives de creixement dels beneficis empresarials. O, en altres paraules, el creixement econòmic esperat i els beneficis empresarials són coherents amb l'evidència històrica.

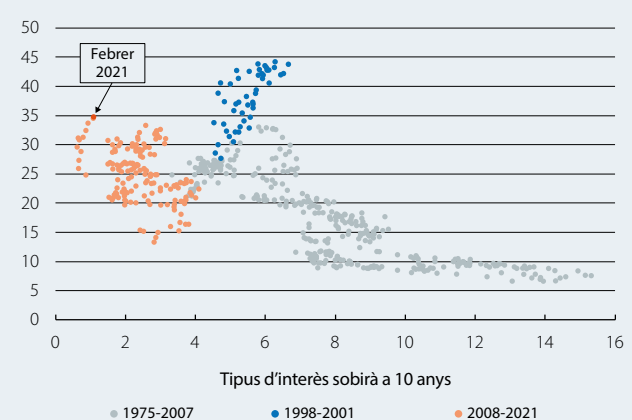
No obstant això, aquesta alineació de creixement econòmic i increment de beneficis pot no ser suficient per esvair tots els dubtes. La primera preocupació, i potser la més crítica, és que, malgrat els bons beneficis esperats, les cotitzacions es podrien haver situat en valors més enllà del raonable, la qual cosa es traduiria en el tensionament de mètriques que, tradicionalment, han capturat moments de sobrevaloració. Si ens centrem en la que, probablement, és la mesura essencial, la ràtio de preus/beneficis en els 10 últims anys (CAPE), les dades suggereixen que, en efecte, s'han assolit nivells relativament elevats. Malgrat que no s'han assolit cotes tan extremes com les del 2000, s'ha arribat a nivells que doblen la mitjana històrica.

EUA: beneficis empresarials de l'S&P 500 i PIB



Font: CaixaBank Research, a partir de dades i de previsions de Bloomberg (benefici per acció), del Bureau of Economic Analysis (històric del PIB) i de previsions pròpies (PIB).

EUA: CAPE de l'S&P 500 i tipus d'interès sobirà

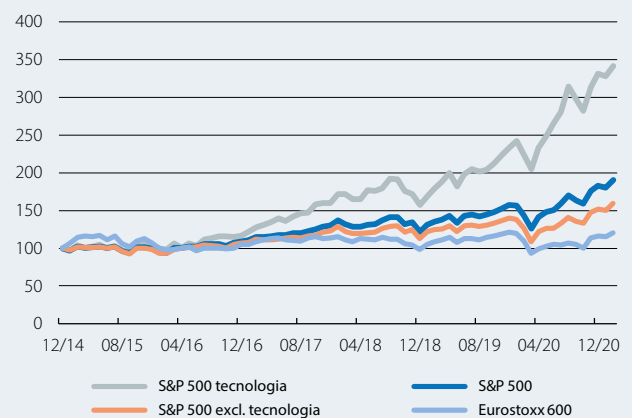


Nota: * La ràtio CAPE presenta la ràtio entre la cotització borsària de l'índex S&P 500 i la mitjana dels 10 últims anys de beneficis de les empreses de l'índex.

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

Índexs borsaris

Índex (100 = desembre 2014)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

En aquesta comparació intertemporal, però, falta un element important, el tipus d'interès lliure de risc: a igualtat d'altres factors, un tipus d'interès més baix justifica valoracions més altes.¹ En efecte, quan es compara el CAPE amb els tipus d'interès en perspectiva temporal àmplia, es constata la solidesa d'aquesta relació. Què ens diu dels nivells actuals de valoració i de tipus d'interès? Les cotes actuals no se situen lluny de la relació històrica, però sí prou com per assenyalar un punt de cautela.²

Una segona font de preocupació deriva dels senyals d'exuberància en certs segments, com els esmentats a l'inici de l'article. Aquí cal distingir entre situacions de naturalesa diferent. Les menys preocupants són, segurament, les que han suscitat més titulars. L'entrada d'inversors detallistes no hauria de comportar, per si mateixa, un gran risc de mercat. L'ús d'apps d'inversió, la utilització d'instruments financers complexos sense disposar de prou coneixements o, fins i tot, la coordinació de posicions detallistes en certs valors són, per descomptat, qüestions importants en clau de regulació i de protecció del consumidor. Però, com a risc de mercat, acostumen a ser fenòmens delimitats. En qualsevol cas, la tendència de fons amb un protagonisme més gran dels inversors detallistes s'ha desenvolupat de manera gradual des del 2009, i no sembla que s'hagi disparat el 2020.

El comportament diferencial de les empreses tecnològiques és més rellevant. Aquí cal filar prim i distingir entre empreses amb una trajectòria consolidada i que es beneficien de l'acceleració de tendències globals, com la digitalització, el comerç electrònic o el teletreball, d'altres empreses de tecnologies incipients. En termes generals, els fonamentals de les grans empreses tecnològiques són bons i es beneficien amb especial intensitat dels tipus d'interès baixos, ja que una gran part de la seva cotització actual reflecteix l'expectativa de beneficis en el futur. No es pot dir el mateix de negocis que encara no són capaços de generar beneficis, sobretot en sectors de tecnologies totalment incipients i molt sovint de baixa capitalització. En aquest àmbit, el risc és més elevat.

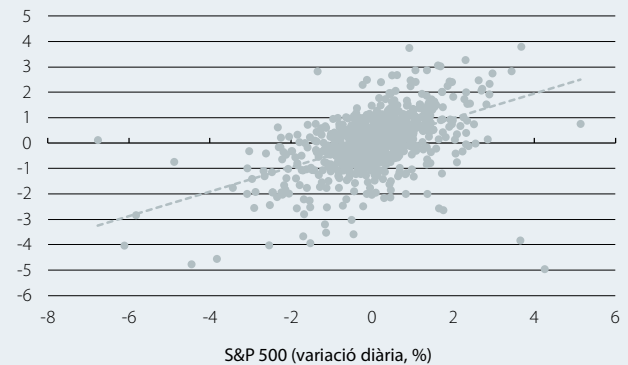
Per tant, en termes generals, si, com sembla, el rally actual descompta de manera raonable l'escenari de recuperació econòmica als EUA, podem descartar, així com així, la borsa com a font de risc? Desafortunadament, no, i això és degut a dos aspectes importants que cal tenir en compte: el no compliment de l'escenari macro i els riscos de contagi.

Així, en primer lloc, l'escenari macroeconòmic que la borsa descompta podria no succeir. Més amunt hem dit que les borses estan descomptant una recuperació econòmica

1. En termes més formals, si entenem que el preu o la cotització equival al valor present descomptat dels beneficis futurs, a menor tipus d'interès, major valor present d'aquests beneficis.
 2. Amb els tipus d'interès actuals, la relació històrica suggeriria un CAPE entre 27 i 32 punts, en relació amb els gairebé 35 del febrer (o els 33 en què se situaria si ja s'hagués materialitzat la recuperació dels beneficis empresarials prevista per al 2021). És a dir, suggeriria una cotització de l'S&P almenys el 4% inferior.

Reacció de l'S&P 500 i de l'Eurostoxx 600 a les dades econòmiques dels EUA *

Eurostoxx 600 (variació diària, %)



Nota: * Els punts corresponen a sessions en què es va publicar una primera estimació de la inflació (IPC) o de dades del mercat laboral (Employment Situation) dels EUA.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de l'U.S. Bureau of Labor Statistics.

sostinguda i, a més a més, sense gaires pressions inflacionistes. Però podria succeir que les expectatives d'inflació, ben ancorades fins avui, es comencessin a veure pressionades a l'alça, i, en conseqüència, el tipus d'interès flexionaria també a l'alça.³ El que ha succeït amb el tipus d'interès nord-americà a llarg termini és un recordatori que aquest risc existeix al cap dels inversors: des de l'inici de l'any fins a mitjan febrer, el tipus d'interès nominal del deute sobirà a 10 anys va augmentar uns 40 p. b., dels quals 25 p. b. reflectien unes expectatives d'inflació més elevades.

El segon risc és el contagi financer. Certament, una part dels arguments anteriors, i, en particular, el de la sobrevaloració relativa de la borsa nord-americana, són menys prevalents en altres sectors de la borsa nord-americana i a les borses europees i emergents. No obstant això, i si ens centrem en el canal de contagi internacional, en el cas hipotètic que la borsa nord-americana experimenti un ajust d'una certa entitat, els inversors podrien no discriminar prou entre actius, com a mínim a curt termini. Tal com s'aprecia al gràfic adjunt, la borsa europea està condicionada per novetats en els fonamentals de l'economia nord-americana.⁴ Si aquests últims es tornessin adversos, el més lògic seria esperar un cert contagi a Europa. Després d'aquest hipotètic ajust, sens dubte operaran factors idiosincràtics, i cal esperar que els inversors discriminaran entre països i sectors. Però, mentre ploqui, potser no hi haurà paraigües per a tothom.

Adrià Morron Salmeron i Àlex Ruiz

3. A tall d'exemple, si hem comentat que, amb els tipus d'interès actuals, la relació històrica suggeriria un CAPE entre 27 i 32 punts, amb un tipus d'interès sobirà del 2,5% (+100-150 p. b.), el CAPE predit disminueix fins als 25-28,5 punts. Això suggeriria una cotització de l'S&P 500 almenys el 14% inferior.
 4. Amb dades diàries des del 1987, l'S&P 500 i l'Eurostoxx 600 s'han mogut en la mateixa direcció en el 65% de les sessions. La xifra se situa més enllà del 70% si ens centrem exclusivament en sessions en què s'han publicat dades d'inflació o de mercat laboral als EUA. A més d'un contagi cap a Europa, també pot reflectir la sincronia entre els cicles econòmics dels EUA i d'Europa: els indicadors d'inflació i de mercat laboral dels EUA també donen pistes sobre l'estat del cicle econòmic europeu.