

## Als mercats financers es mouen diners, títols i... sentiments

«Els mercats alcistes neixen del pessimisme, creixen en l'escepticisme, maduren en l'optimisme i moren en l'eufòria.»

La frase pertany a Sir John Templeton, inversor famós que va iniciar la carrera a Wall Street el 1937 i que va arribar a crear alguns dels fons d'inversió internacionals més reeixits del món. En particular, les participacions Classe A del fons Templeton Growth van registrar una rendibilitat anualitzada del 14,5%<sup>1</sup> entre el 1954 i el 1992, en relació amb el 10,7% obtingut per l'S&P 500 amb dividends bruts.

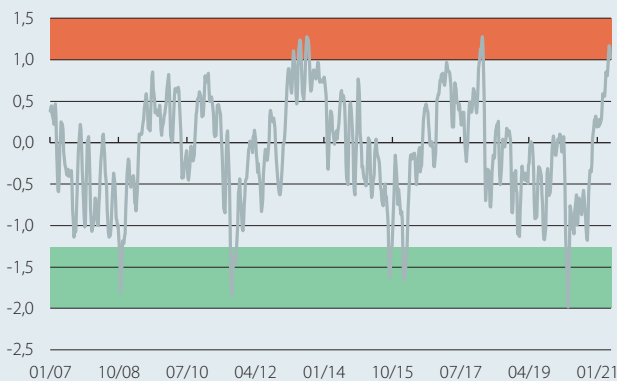
Òbviament, les paraules d'algú amb aquest registre no poden caure en l'oblit. És fàcil adonar-se que Templeton estableix una relació entre el cicle borsari (auge/caiguda) i els sentiments de la comunitat inversora (pessimisme/eufòria), en la qual els sentiments traeixen sovint la desresa conseqüent amb el predomini de la raó en la presa de decisions.

Avui, qualsevol persona o qualsevol institució interessada en els mercats financers no pot passar per alt l'estat d'ànim dels inversors. Tant és així que s'han desenvolupat eines per tractar d'aproximar i de quantificar-ne el pessimisme, la por, l'eufòria o, en definitiva, la major o menor apetència pel risc. A grans trets, aquestes eines ens donen índexs del «sentiment inversor», que es poden agrupar en tres categories: les enquestes, els indicadors basats en paràmetres agregats del mercat i els que segueixen inversors institucionals i particulars concrets.

### Enquestes: digue'm com penses i...

La manera més directa de mesurar el sentiment dels inversors passa per enquestes en què se'ls pregunta l'opi-

### J. P. Morgan Global Equity Sentiment Indicator (Punts)

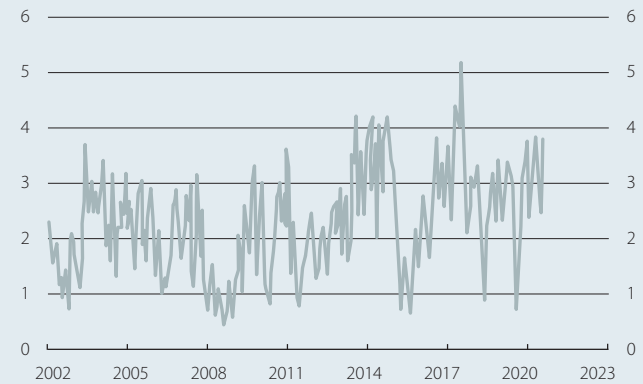


Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

1. En aquests 38 anys, només en vuit va anotar un resultat negatiu, amb una mitjana, en aquests casos, del -9,1%, mentre que, en els 30 anys restants, el resultat positiu va oferir una mitjana del 22,6%.

### Investors Intelligence Sentiment

(Ràtio alcista/baixista)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Investors Intelligence.

nió sobre la direcció del mercat (alcista, baixista o neutral, habitualment).<sup>2</sup> És important destacar que aquesta opinió pot tenir o no el suport dels diners, és a dir, té un valor relatiu, perquè és més fàcil opinar que actuar de manera conseqüent amb els diners.

Algunes de les enquestes més conegudes són la d'Investors Intelligence o la de l'American Association of Individual Investors (AAII), les dues realitzades als EUA. A Europa, tenim l'State Street Investor Confidence Index (ICI), a partir de l'estructura d'assignació d'actius de l'inversor institucional. Com s'utilitzen? El més comú és seguir l'evolució dels valors absoluts i, sobretot, la bretxa entre inversors amb una visió alcista (*bulls*) i baixista (*bears*), bé com a diferencial entre tots dos o com a ratio (*bull/bear*). Per exemple, al primer gràfic, es presenta la ràtio entre alcis-

### Evolució de l'S&P 500 en episodis de sentiment extrem

(%)

Eufòria alta	En 1 mes	En 3 mesos	En 6 mesos	En 12 mesos
Mitjana	-1,7	0,1	5,8	11,9
Màxim	1,8	4,2	10,7	19,3
Mínim	-3,9	-6,2	-0,3	-4,2
Pessimisme excessiu	En 1 mes	En 3 mesos	En 6 mesos	En 12 mesos
Mitjana	2,8	5,3	12,7	22,3
Màxim	12,7	20,0	30,1	53,7
Mínim	-7,5	-14,7	-9,9	7,0

2. En l'argot dels mercats financers, *bulls* (alcistes) o *bears* (baixistes).

tes i baixistes d'Investors Intelligence, que ens mostra que l'optimisme és elevat, però no se situa en nivells extrems.

**Agregats de mercat: «Ser temorós quan els altres senten cobdícia i ser cobdiciós quan els altres senten temor.» (W. Buffett)**

Una altra manera de mesurar el sentiment inversor consisteix a inferir-lo del comportament dels mercats. En concret, es poden construir indicadors compostos a partir de diferents paràmetres del mercat i, per tant, de l'oferta i de la demanda reals que hi ha darrere d'aquests paràmetres. Alguns dels principals bancs d'inversió i mitjans financers especialitzats ho fan així. Entre els primers, podem citar, a tall d'exemple, el Global Equity Sentiment Indicator de JP Morgan (vegeu el segon gràfic) o l'Investor Sentiment Survey d'UBS. Pel que fa als segons, cal esmentar el Fear & Greed Index de CNN Money o els que publica setmanalment Barron's al seu Market Lab. Per citar alguns dels paràmetres que utilitzen, és comú que considerin alguna mesura de la volatilitat dels preus (per exemple, el VIX), el nombre d'accions cotitzades que assoleixen màxims de 52 setmanes comparat amb el de les que assoleixen mínims en el mateix període, el volum negociat a l'alça en relació amb el negociat a la baixa, les primes de risc entre bons corporatius d'alta qualitat i de baixa qualitat, el percentatge de liquiditat a les carteres dels inversors institucionals, el volum negociat en opcions *call* comparat amb el de les opcions *put*, etc.

**Tipologia d'inversor: a la taula d'en Bernat, qui no hi és no hi és comptat**

Finalment, un tercer grup d'indicadors de sentiment se centra en veure qui compra i qui ven i quins són els volums que mouen. En aquest cas, es pot discriminar entre el comportament dels inversors institucionals i el dels particulars. El seguiment dels volums d'inversió dels inversors institucionals i dels particulars i de com es mouen en termes relatius entre ells ens dona una informació molt valuosa sobre la sostenibilitat de les tendències de fons del mercat, perquè són els primers els que tenen més capacitat d'anàlisi i d'anticipació i els que mouen un volum molt més elevat, en tant que els segons no tenen aquestes fortaleces i solen incrementar la presència al mercat quan la tendència alcista ja és molt madura.

De fet, hi ha nombroses evidències que mostren que els inversors particulars solen prendre posicions quan les tendències són a prop d'esgotar-se. Per exemple, les dades mostren que, uns mesos abans que s'assoleixi un màxim en els índexs borsaris, l'inversor particular sol augmentar de forma considerable les inversions, i, al revés, poc abans que s'assoleixi un mínim, es produeixen fortes vendes.

Pel que fa a la participació directa dels inversors minoristes al mercat, s'ha intensificat des de fa gairebé dos anys (als EUA, ha pujat 10 p. p., fins a representar el 23% del volum total negociat), i no solament en la compra directa

d'accions, sinó també adquirint opcions financeres. A més a més, les xarxes socials i l'aparició de plataformes de *trading* que també actuen com a xarxes socials poden haver accentuat el comportament gregari dels inversors minoristes.

**Què ens diuen els indicadors de sentiment?**

Els indicadors ens ajuden a identificar dues situacions extremes. La primera seria una situació d'eufòria molt alta, caracteritzada per un sentiment exageradament positiu, marcat per la convicció que el mercat pujarà molt més i per una apetència elevada pel risc entre els inversors. Malgrat que sembli propícia a continuar alimentant l'alça de les cotitzacions, a la pràctica, aquesta situació se sol donar en la fase final d'un mercat alcista (*bull market*). Al costat contrari hi hauria una situació de pessimisme excessiu, en què el sentiment és tremendament negatiu, no es veu el fons del mercat i l'apetència pel risc és nul·la (es fuig del mercat venent a qualsevol preu). Seríem davant una situació típica del final d'un mercat baixista (*bear market*).

Dit tot això, cal fer alguns aclariments. En primer lloc, aquests extrems de sentiment no són tan freqüents, i, durant una bona part del temps, els diferents indicadors que hem anat comentant es mouen en un rang intermediari. En segon lloc, el contrast històric assenyalat que són més eficaços els senyals de «pessimisme excessiu» que els d'«eufòria molt alta», o, dit d'una altra manera, és més fàcil que el mercat continuï pujant un temps imprevisible en situació d'eufòria molt alta que prolongui la caiguda quan la lectura de pessimisme és extrema. Finalment, no és aconsellable prendre la temperatura dels mercats únicament amb els diferents indicadors comentats: és recomanable completar l'anàlisi amb altres elements procedents de l'àmbit macro, el purament de mercat (valoracions o prima de risc borsària) i, per descomptat, l'estrictament empresarial (perspectives d'ingressos, beneficis, etc.).

**En quin punt ens trobem en aquests moments?**

Malgrat que, com és obvi, els diferents indicadors ni són ni tenen per què ser coincidents, sí que podem afirmar que estant evolucionant, en termes generals, des d'una situació amb un sentiment alcista massa elevat i, per tant, preocupant cap a una altra en què persisteix l'optimisme, el qual, però, s'està moderant. *A priori*, aquest comportament és positiu en la mesura que allunya el risc d'incórrer en excessos en uns mercats de valors caracteritzats per unes valoracions força exigents en alguns àmbits i en un context macro amb perspectives positives, però no exempt d'uns nivells d'incertesa relativament alts.

*Juan Antonio Cabrera i José Luis López*