

Análisis del S&P500

Posición de Estados Unidos en el ciclo económico

Mucha gente especula sobre cuándo se producirá el tan esperado crash de la bolsa de Estados Unidos. Algunos incluso se aventuran a predecir el mes del año en el que se producirá. Sin embargo, la respuesta a esta pregunta es imposible de saber a ciencia cierta, aunque sí que hay ciertos datos que alarman de la sobrevaloración de la bolsa americana y que repasaremos en este informe. En primer lugar, y ante la imposibilidad de predecir el futuro con una bola de cristal, podemos examinar en qué punto del ciclo económico se encuentra la bolsa americana.

Los ciclos económicos son inciertos en duración pero sí que se pueden identificar las siguientes fases:

Recesión

- Las expectativas de consumo al alza
- La producción industrial toca fondo
- El mercado bursátil se encuentra en mínimos. Inversores en pánico venden y se producen caídas

Recuperación, brotes verdes

- Las expectativas de consumo son crecientes
- La producción industrial es creciente
- Los tipos de interés están en mínimos, siendo la curva de tipos alcista
- El mercado bursátil está atractivo en valoración. Entra dinero y se producen fuertes subidas

Recuperación consolidada

- Las expectativas de consumo empiezan a caer
- La producción industrial se mantiene plana
- Los tipos de interés suben rápidamente para contener el auge de las presiones inflacionistas
- El mercado bursátil alcanza máximos y su valoración deja de ser atractiva

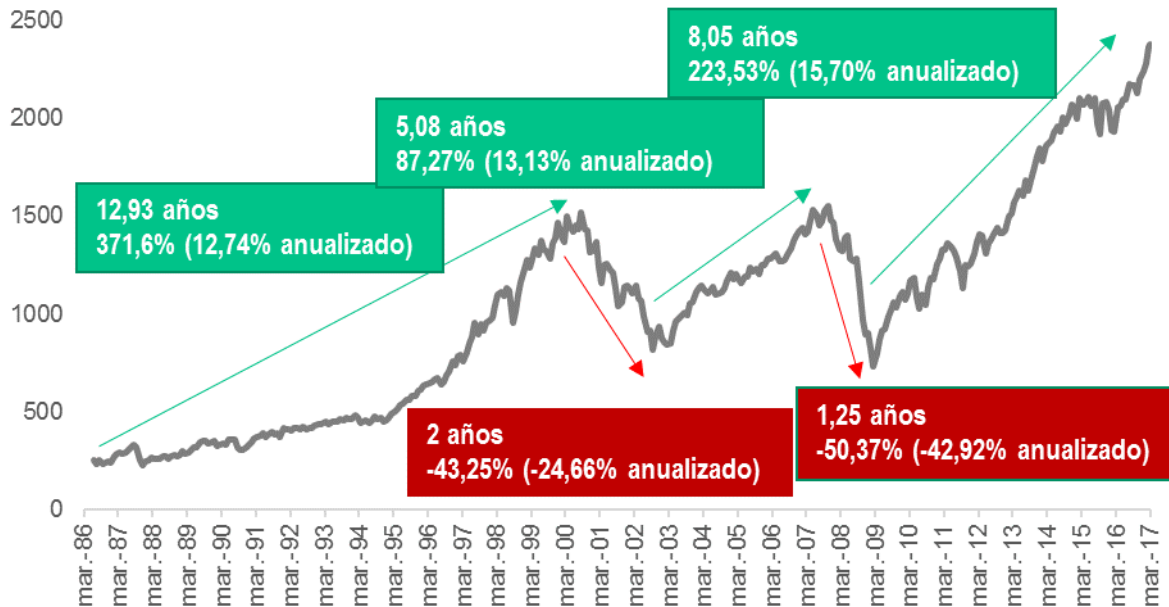
Inicio de la recesión

- Consumo a la baja
- Caída de la producción industrial
- Los tipos de interés están en máximos, la curva de tipos puede ser plana o negativa.
- El mercado cae con fuerza

Viendo los patrones de comportamiento de cada una de las fases, podríamos pensar que la bolsa de Estados Unidos se encuentra en la fase 3, adentrándonos en la fase final del ciclo bursátil. Sin embargo, no se puede saber con exactitud la duración de esta fase, por lo que debemos estar atentos a ciertos indicadores que nos pueden indicar que el mercado se está dando la vuelta y estamos entrando en la fase 4.

Análisis de la evolución histórica del SP500

Como se puede observar en el gráfico que se presenta más adelante sobre la evolución del precio del S&P500 en los últimos 30 años, nos encontramos en un máximo histórico. La rentabilidad acumulada en los últimos 30 años ha sido de un 767%, un 7,43% anualizado, con una volatilidad anualizada del 15%.



Fuente: Elaboración propia

La tendencia alcista en la que nos encontramos actualmente comenzó en 2009. En aquel momento, la bolsa americana registraba una de las mayores caídas conocidas desde la Gran Depresión. Desde entonces, han pasado 8 años, y se ha conseguido una rentabilidad del 223,5% (15,70% anualizado)

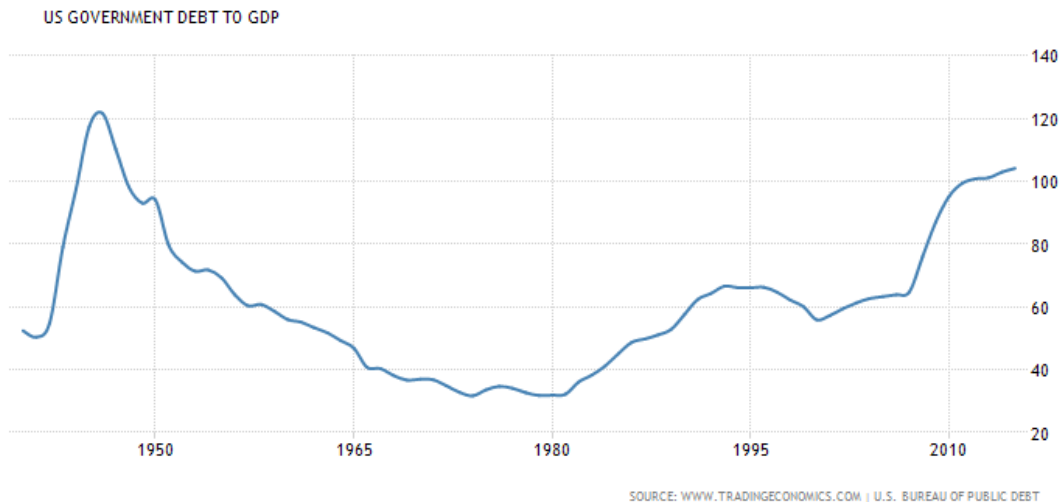
Existe una diferencia fundamental del contexto económico actual en Estados Unidos con respecto al que se vivía en el prelude de la anterior crisis financiera, en el año 2007: El exceso de confianza en la economía. En este momento, aunque los datos macroeconómicos resulten favorables, no existe la euforia desatada de antaño. Por lo que cabe preguntarnos, ¿Existen dudas sobre la consistencia del crecimiento económico en Estados Unidos? Veamos las principales magnitudes macroeconómicas que influyen en la valoración de la bolsa americana.

¿Es consistente el precio actual del SP500 con los datos y previsiones macroeconómicas?

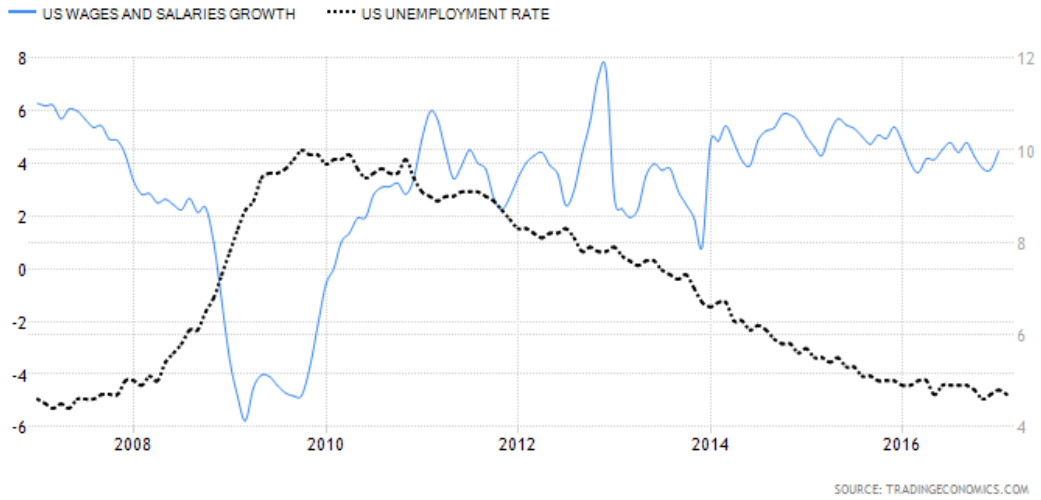
En general, las expectativas macroeconómicas en Estados Unidos son positivas: Se espera una subida del PIB del 2,1% para este año, la inflación rozando el 2%, la tasa de desempleo en mínimos históricos, los índices de confianza empresarial son positivos... Sin embargo, existen signos que moderan nuestra visión sobre la buena marcha de la principal economía del mundo.

La deuda de Estados Unidos se cifra en 19,9 billones de dólares. Esto supone un 104% con respecto a su PIB, lo que le sitúa en niveles que no se veían desde la puesta en marcha del Plan Marshall en los años 50.

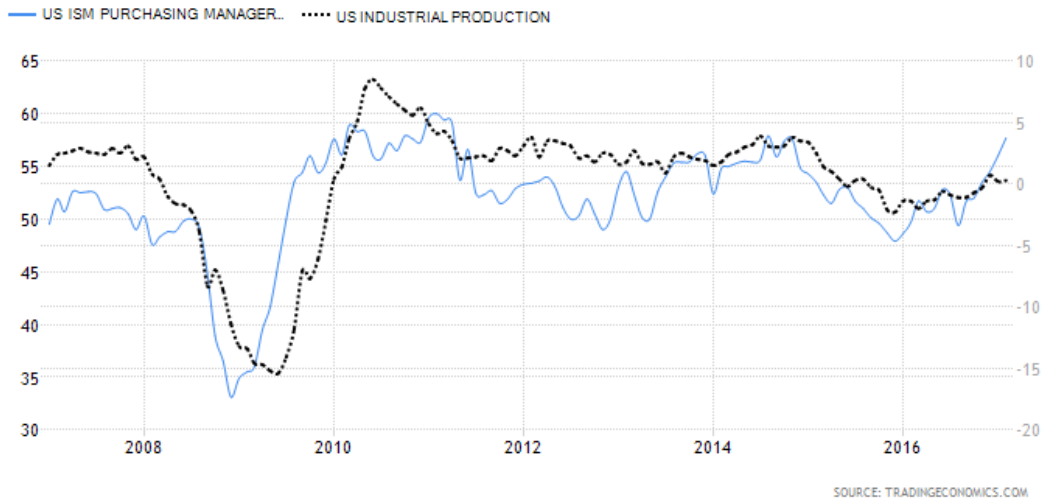
La victoria de Trump en las elecciones presidenciales y su plan de impulso fiscal pueden tener implicaciones negativas en los ratios de déficit y deuda que viene arrastrando el país, lo cual puede minar las expectativas de crecimiento a largo plazo del país y por tanto, de la bolsa.



Otro dato a resaltar es la relación entre el crecimiento del empleo y los salarios. Como se puede observar, la tasa de desempleo está en mínimos históricos (4,7%) lo que debería traducirse también en un alza de los salarios, a causa de las presiones inflacionistas y por la demanda creciente de personal en el mercado laboral. Sin embargo, esto no ha ocurrido así. El crecimiento de los salarios se encuentra estancado, ¿La causa? Hay quien podría pensar que es debido a que las expectativas de crecimiento y de inflación del país no son suficientemente consistentes y existe una cierta falta de confianza subyacente en la recuperación de la economía americana.



Por último, en el siguiente gráfico se puede observar la evolución, por un lado, del índice que recoge el nivel de confianza empresarial y por otro, del nivel de producción industrial. Como podemos ver, los dos índices suelen ir de la mano. Sin embargo, desde la crisis de 2007, el nivel de confianza empresarial ha estado por debajo de la producción industrial. El cambio de tendencia se está produciendo en 2017, donde la confianza empresarial supera a la producción industrial, que empieza a estancarse, lo que puede deteriorar la economía en los siguientes períodos.



Valoración del S&P500

Vistos los datos macroeconómicos y dándonos una primera pista sobre la valoración de la bolsa americana nos hemos fijado en el PER ajustado por ciclo (CAPE o PER de Shiller), uno de los mejores indicadores de predicción de rentabilidades a medio plazo.

En el siguiente gráfico, que refleja la evolución histórica de este indicador, observamos que supera en más de un 20% la media de los 5 últimos años y casi un 30% la de hace 10 años.



Aunque no se hayan alcanzado los niveles de otras crisis financieras (En el 2000 este indicador llegó a alcanzar el nivel de 43,53 o la crisis de 1929 con el nivel de 31,48), nos da una primera indicación de que la bolsa americana no es especialmente atractiva, con tendencia a estar sobrevalorada, aunque por supuesto no en niveles de burbuja, aunque sí para ser cautos con la rentabilidad de este índice en los siguientes períodos, como demuestra el siguiente gráfico de un estudio realizado por StarCapital, que relaciona el CAPE con la rentabilidad obtenida en los próximos 10-15 años.

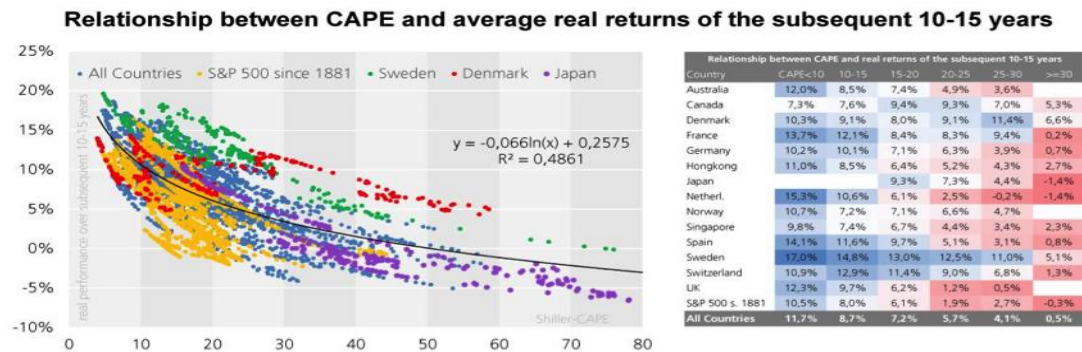
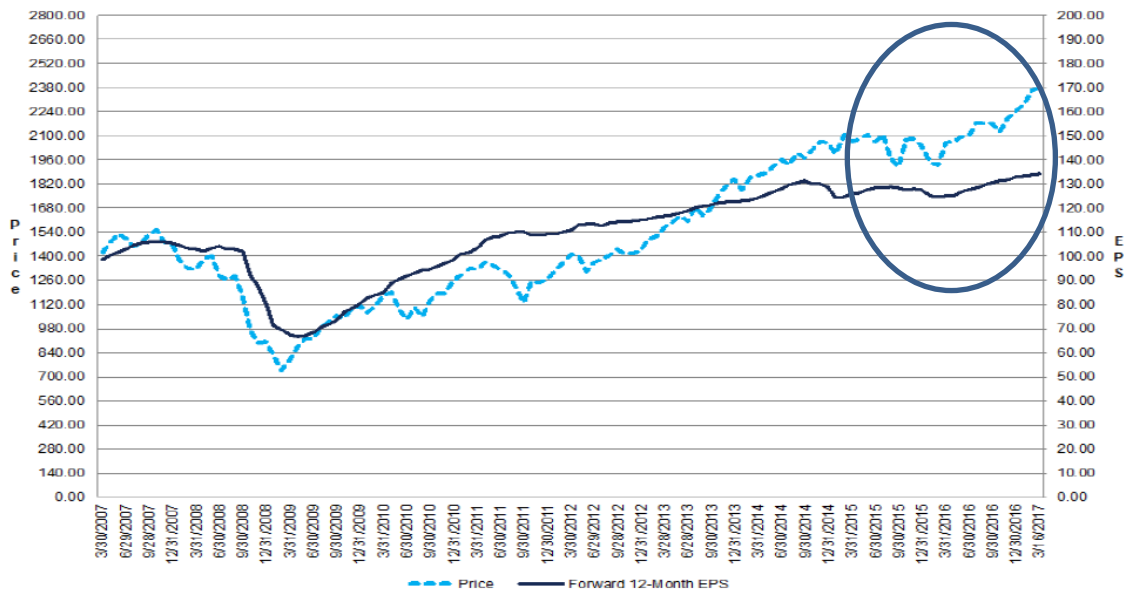


Figure 4: The left chart shows the relationship between CAPE and the returns of the subsequent 10-15 years for the periods 01/1881-05/2015 (S&P 500) and 12/1979-05/2015 (other MSCI countries). The three countries that had the highest absolute effect in terms of "R² Δ", as well as Japan, have been highlighted. All return data is adjusted for inflation, in local currency, incl. dividend income and annualised. The regression function applies to "All Countries". The right table shows the average returns (median) over the subsequent 10-15 years depending on the CAPE in each country. Source: S&P 500: Shiller, other countries: MSCI, calculations: StarCapital.

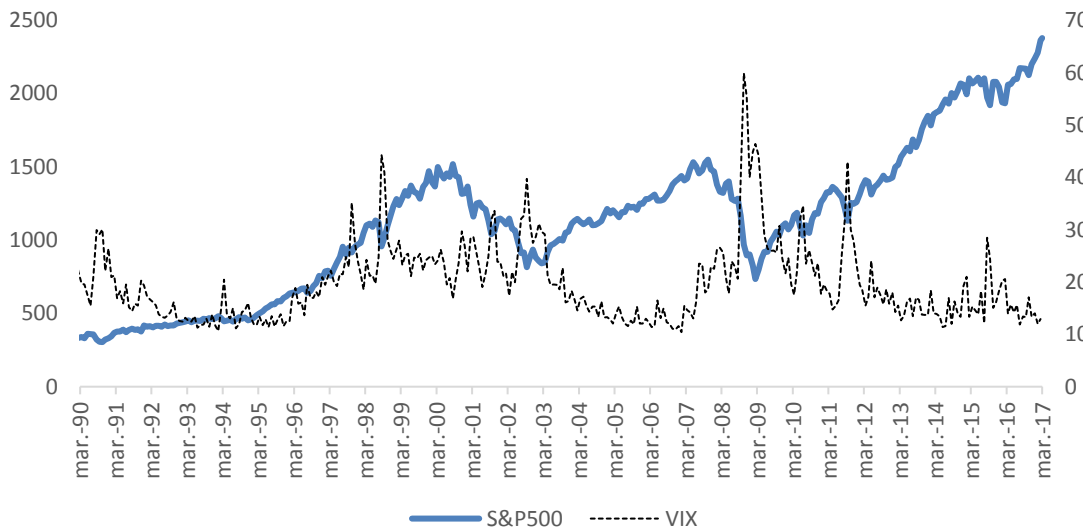
Según este estudio, con el CAPE actual 29,77, el rango de rentabilidad de este índice podría estar acotado entre 2,7% y -0,3%, por lo que nos hace rebajar la expectativa de rentabilidad futura de la bolsa americana.

Además, si observamos la evolución de la expectativa de beneficio por acción (forward 12meses), que se podría considerar como un indicador adelantado de la evolución del precio de la bolsa, ya que los beneficios suelen moderarse o caer antes que los precios, vemos la divergencia que existe entre las dos magnitudes y que vuelve a hacernos pensar en que la bolsa de Estados Unidos está sobrevalorada.



Fuente: Factset

Por último, también hemos observado que los niveles de volatilidad implícita de la bolsa americana se encuentran en mínimos, equiparándose a los de 2007, prelude de la última crisis financiera.



¿Cuáles son los peores escenarios a los que nos enfrentamos?

Como ya sabemos, rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras y, por el contrario, pérdidas pasadas no deben ser las guías de pánico para el futuro. Sin embargo, en la siguiente tabla se presenta de modo ilustrativo una distribución de los rendimientos obtenidos por el S&P500 en los últimos 30 años.

Percentil	5%	25%	50%	75%	95%
Mensual	-7,06%	-1,77%	1,11%	3,51%	7,22%
Anual	-24,45%	-6,15%	3,83%	12,17%	25,01%

En los últimos 30 años, el peor escenario que ha vivido la bolsa americana fue entre el 2000 y el 2002, en la burbuja de las dotcom, con una caída anual de más del 24%.

¿Cómo se han posicionado los mayores fondos de inversión de Europa y Estados Unidos?

Como consecuencia de los riesgos que de forma inminente se pueden producir en las economías de los países desarrollados (Elecciones en Francia, subidas de tipos de la FED, políticas de Trump, transición del Brexit, precio de las materias primas, China...), los grandes fondos han decidido posicionarse de una forma más moderada en renta variable, incluso en ocasiones infraponderando esta clase de activo.

Reflexiones finales

Como conclusión, la bolsa americana reúne muchos indicios de que está sobrevalorada, aunque lejos de los niveles que podrían indicar una burbuja bursátil. Los datos macroeconómicos, en general, siguen consolidando el crecimiento de Estados Unidos. Por tanto, por el momento no esperamos un caída brusca de la bolsa de Estados Unidos, sino un alto riesgo de corrección, ya que la bolsa americana lleva más de un año sin sufrir una corrección del 10% y acumula más de 67 días con volatilidades en mínimos, por debajo del 10%. El aumento del apetito por el riesgo en los últimos meses y el posicionamiento conservador de algunos fondos aumenta el potencial riesgo de corrección.

Exhibit 1: Risk appetite has remained elevated

Risk appetite indicator for different asset classes. See July 2016 GOAL for construction



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

Exhibit 2: Macro surprises have picked up, supporting equity markets

US Macro Surprises (GS MAP), S&P 500 1-month rolling price returns



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

El programa económico que ha defendido Trump, con el plan de estímulo fiscal a la cabeza, ha sostenido en buena medida las subidas bursátiles que se produjeron desde su victoria en las elecciones presidenciales. Los inversores han depositado su confianza en que Trump pueda llevar a cabo las medidas de su programa económico. Sin embargo, si no pudiera cumplirlas, nos enfrentaríamos a uno de los riesgos más importantes que se barajan en el mercado, y no se equivocan. Hoy han aparecido unas declaraciones de Trump en el que condicionaba la aprobación del plan de estímulo fiscal a la eliminación del Obamacare. La reacción en los mercados no se ha hecho esperar: El dólar cae con fuerza y el S&P500 también, arrastrando al resto de bolsas mundiales. Por tanto, podemos concluir que, aunque el avance de la economía americana es un hecho, un paso en falso puede deshacer la estela de recuperación a nivel global que estamos alcanzando.