

Los mercados financieros marcan el rumbo

El contraste entre la situación que estamos viviendo y la que esperamos vivir en unos meses es enorme. La efectividad que hasta la fecha han mostrado las vacunas y el ambicioso calendario de distribución con el que se trabaja nos permiten ser optimistas. Aunque hoy en día las restricciones a la movilidad y la actividad económica han vuelto a aumentar en la mayoría de los países desarrollados, confiamos en que pronto volveremos a movernos libremente. El contraste a nivel económico probablemente también será mayúsculo. Ello tiene su reflejo en la distinta evolución de los indicadores de actividad y los financieros. Mientras unos muestran el duro golpe que la pandemia todavía está ejerciendo, los otros, que viven con la mirada puesta en el futuro, ya se encuentran en los niveles propios de una expansión económica.

De hecho, los indicadores de actividad de los principales países desarrollados apuntan a que el proceso de recuperación se ha estancado. Tras el rebote experimentado en el 3T, el repunte de los contagios y las consiguientes medidas para reducir las interacciones sociales han frenado la recuperación. En EE. UU. es probable que el PIB acabe anotando una tasa de crecimiento positiva en el 4T, pero probablemente será modesta. En la eurozona, donde las restricciones a la movilidad han sido más severas, difícilmente se podrá evitar un retroceso del PIB (en España la variación del PIB probablemente se situará alrededor del 0%). Además, todo apunta a que el 1T 2021 no será mucho mejor. La actividad económica difícilmente podrá dar un gran paso adelante mientras no se haya administrado la vacuna, al menos, a los colectivos de mayor riesgo. Una condición imprescindible para poder relajar significativamente las restricciones a la movilidad y a las interacciones sociales sin riesgo de colapsar el sistema sanitario.

Todo ello contrasta con la buena evolución que han experimentado los principales índices bursátiles durante los últimos dos meses. El índice MSCI que engloba la evolución de los principales parques a nivel global ya ha superado con creces los niveles previos a la pandemia. En EE. UU., el índice S&P 500 cerró el año con una revalorización del 16% y ya se encuentra en máximos históricos. En Europa, el Eurostoxx 50 cerró 2020 con un descenso del 5% respecto al nivel de finales de 2019, pero se encuentra un 4% por encima del valor promedio de dicho año. También los índices de los principales países emergentes han cerrado el año con ganancias notables, especialmente los de los países asiáticos.

El principal catalizador del *rally* bursátil ha sido la efectividad mostrada por las vacunas y la convicción de que a mediados de este año en las principales economías ya se habrán administrado a un número suficiente de personas

como para suprimir de manera definitiva el grueso de las restricciones a la movilidad. Cuando ello suceda, la actividad económica se acelerará de forma pronunciada y podrá revertirse buena parte de la caída que se produjo cuando estalló la pandemia. No será una recuperación gradual normal, porque la naturaleza del *shock* tampoco lo es. Aunque, naturalmente, habrá diferencias entre países y no todos conseguirán recuperar los niveles de actividad previos a la pandemia al unísono. Se pondrá de manifiesto entonces qué países han protegido mejor su tejido empresarial a la vez que facilitaban la reasignación de factores hacia las empresas y sectores más productivos. Un equilibrio que no es fácil conseguir.

Las valoraciones de las empresas en bolsa también descuentan el impacto positivo que previsiblemente tendrán los distintos planes de estímulo fiscal que se llevarán a cabo este año. En este sentido, destaca que en diciembre EE. UU. finalmente aprobó medidas de estímulo que ascienden al 4% del PIB, y en Europa se aprobó el nuevo presupuesto comunitario tras superar la amenaza de veto de Hungría y Polonia, lo que allana el camino a los desembolsos del Plan de Recuperación NGEU según el calendario previsto.

Finalmente, los elevados niveles que han alcanzado los principales índices bursátiles también descansan sobre la hipótesis de que el entorno financiero seguirá siendo muy acomodaticio durante muchos años. Los bancos centrales, y especialmente la Fed y el BCE, han conseguido convencer a los mercados de que mantendrán los tipos de interés en mínimos históricos incluso más allá del momento en el que la actividad supere los niveles previos a la pandemia. Esta expectativa alimenta las valoraciones bursátiles al reducir la tasa a la que se descuentan los beneficios futuros de las empresas, pero, a la vez, las hace muy sensibles a los dictados de los bancos centrales y a las sorpresas que puedan ocurrir en este ámbito.

El rumbo fijado por los mercados financieros está lleno de incógnitas y no se puede descartar que la COVID-19 nos vuelva a plantear nuevos obstáculos por superar. En el ámbito político, aunque se han despejado las principales fuentes de incertidumbre, la presidencia de Trump y el *brexit*, permanecen varios frentes abiertos. Naturalmente, también se deberá seguir con atención la implementación de los planes de estímulo fiscal y los distintos elementos que condicionan la política monetaria. Sin embargo, aunque los próximos meses aún serán complejos, podemos mirar más allá con optimismo. Los mercados financieros marcan el rumbo.

Oriol Aspachs
Director de Estudios