

## La possible pujada de les rendibilitats a llarg termini és un risc per a la renda variable?

El repunt de les taxes d'inflació (en especial als EUA) omple moltes pàgines salmó i genera nombrosos informes d'experts. Davant aquesta situació, qualsevol inversor es pregunta sobre les implicacions que aquest repunt pot tenir sobre les rendibilitats dels bons a llarg termini i, en última instància, sobre el preu de les accions. En principi, el consens d'analistes s'alinea amb el discurs dels grans bancs centrals i espera que aquest increment de la inflació sigui transitori. Encara pot quedar algun mes complicat, però tendirà a moderar-se. Aquest és el missatge dominant, i sembla que té el vot de confiança dels mercats de bons, atès el comportament de les seves rendibilitats des del març. Però, si el repunt de la inflació fos més intens i/o més durador del que ara s'espera, quina seria la reacció del mercat de bons i com es podria veure afectada la renda variable?

Responent la primera qüestió, l'experiència ens diu que una sorpresa negativa en la inflació no sol ser ben rebuda per la renda fixa. Els inversors, per protegir la rendibilitat real esperada, exigirien tipus d'interès nominals més elevats. Si ens centrem als EUA, amb la rendibilitat a 10 anys oscil·lant al voltant de l'1,5%, no és difícil imaginar que podria experimentar un repunt, fins a situar-se una mica per damunt del 2,0%, on fluctuava poc abans de la pandèmia. Plantejar-se nivells més elevats, com, per exemple, el 3%, és prematur. L'última vegada que aquest tipus d'interès va oscil·lar entre el 3,0% i el 3,2% va ser al final del 2018, quan l'*output gap* de l'economia era positiu i el país creixia clarament per damunt del seu potencial (al voltant del 3%, en relació amb un potencial d'una mica menys del 2%). En aquell moment, la possibilitat d'un repunt inflacionista sostingut en el temps semblava ele-

vada i la Fed ja portava temps endurint la política monetària. En l'actualitat, l'economia, tot i que molt recuperada de la contracció experimentada el 2020, encara té marge de millora en diversos àmbits (vegeu el Focus «[EUA: recuperació \(in\)completa del mercat laboral](#)», en aquest mateix *Informe Mensual*).

Pel que fa a l'efecte que podria tenir la pujada de les rendibilitats a llarg termini sobre la renda variable, una mirada al passat pot ser útil. La primera idea és que és més freqüent que la borsa experimenti pujades amb tipus d'interès repuntant que no que experimenti reculades. Considerant les dades anuals, des del 1961, hi ha hagut 10 exercicis en què les rendibilitats a 10 anys han pujat i l'S&P 500 ha caigut, mentre que hi ha hagut el doble d'ocasions en què l'S&P 500 ha pujat alhora que ho feien les TIR.<sup>1</sup> La segona idea és que hi ha altres elements que poden propiciar que la borsa pugi, tot i que també ho facin les TIR, com, per exemple, els beneficis empresarials: el 86% dels anys en què l'S&P 500 i les rendibilitats han pujat, el creixement mitjà dels beneficis ha estat del 10%. Hi ha hagut tres excepcions, en què els beneficis van caure i l'S&P 500 va tancar amb guanys, però va ser per l'anticipació del creixement que es va produir l'any següent (una mitjana del 31%). Així i tot, és cert que una pujada de les rendibilitats pot tenir un impacte negatiu temporal sobre la borsa, més gran com més intensa o inesperada és aquesta pujada. Revisant l'evolució de l'S&P 500 en els 12 mesos següents a l'inici dels set cicles de pujada de rendibilitats que hem identificat des del 1990 (vegeu la primera taula), s'han produït episodis correctius amb un *drawdown*<sup>2</sup> mitjà del 8%.

### Mirada al passat: bons nord-americans i S&P 500

Cicles alcistes en la TIR a 10 anys dels EUA (1990-2020)				Evolució de l'S&P 500 *					Drawdown	
Inici	Durada (M)	TIR inici	Variació	-6 m.	-3 m.	Durant	+3 m.	+6 m.		
Octubre del 1993	13	5,32	2,62	5%	4%	-1%	5%	14%	-8,9%	
Gener del 1996	4	5,65	1,26	10%	5%	9%	1%	11%	-3,8%	
Octubre del 1998	15	4,52	2,13	-7%	-11%	38%	3%	3%	-9,6%	
Juny del 2003	48	3,32	1,78	10%	17%	53%	-1%	-2%	-7,8%	
Desembre del 2008	6	2,39	1,31	-35%	-28%	6%	13%	20%	**	
Abril del 2013	8	1,73	1,16	9%	6%	15%	3%	8%	-5,8%	
Juliol del 2016	27	1,49	1,66	12%	4%	30%	-6%	4%	-9,7%	
<b>Mitjanes</b>	<b>=</b>	<b>16,4</b>	<b>3,13</b>	<b>1,62</b>	<b>0%</b>	<b>2%</b>	<b>22%</b>	<b>2%</b>	<b>8%</b>	<b>-7,6%</b>

**Notes:** El cicle alcista actual, iniciat al juliol del 2020, pot no haver acabat. Càlculs realitzats fins a l'últim tancament mensual. \* Rendibilitat de l'S&P 500 durant el cicle alcista de la TIR, així com els 3 i els 6 mesos anteriors i posteriors a aquest cicle. \*\* No es calcula el drawdown perquè va ser un any de fortes caigudes al començament de la gran crisi financera del 2008-2009.

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

1. Els anys en què les rendibilitats han experimentat reculades no han estat considerats en aquesta anàlisi.
2. S'ha considerat la major caiguda entre el màxim i el mínim en la sèrie de preus dins el període de referència adoptat.

**Anàlisi de sensibilitat: bons a 10 anys i S&P 500**

Nivell de la TIR a 10 anys

	0,75%	0,90%	1,05%	1,20%	1,35%	1,50%	1,65%	1,80%	1,95%	2,10%	2,25%
200	5.426	5.197	4.986	4.792	4.613	4.446	4.291	4.146	4.011	3.884	3.765
198	5.372	5.145	4.937	4.744	4.566	4.401	4.248	4.105	3.971	3.845	3.728
196	5.318	5.093	4.887	4.696	4.520	4.357	4.205	4.063	3.931	3.807	3.690
194	5.264	5.041	4.837	4.648	4.474	4.312	4.162	4.022	3.891	3.768	3.652
192	5.209	4.989	4.787	4.601	4.428	4.268	4.119	3.980	3.850	3.729	3.615
190	5.155	4.937	4.737	4.553	4.382	4.223	4.076	3.939	3.810	3.690	3.577
188	5.101	4.885	4.687	4.505	4.336	4.179	4.033	3.897	3.770	3.651	3.539
186	5.047	4.833	4.637	4.457	4.290	4.135	3.990	3.856	3.730	3.612	3.502
184	4.992	4.781	4.588	4.409	4.244	4.090	3.947	3.814	3.690	3.573	3.464
182	4.938	4.729	4.538	4.361	4.197	4.046	3.905	3.773	3.650	3.535	3.426
180	4.884	4.677	4.488	4.313	4.151	4.001	3.862	3.731	3.610	3.496	3.389

Font: CaixaBank Research.

Finalment, un exercici interessant és realitzar una simulació de la sensibilitat de la valoració de l'S&P 500 a les variacions en la rendibilitat del bo a 10 anys, d'una banda, i al benefici esperat per acció, de l'altra. Els resultats són els recollits a la segona taula, on es parteix de la situació actual, amb un benefici esperat per acció pel consens de 190 dòlars<sup>3</sup> i una rendibilitat a 10 anys de l'1,5%. Tenint en compte que l'S&P 500 se situa en nivells de 4.250 punts, la prima de risc implícita seria del 5,15%.

A la mateixa taula, mantenint estable la prima de risc, podem veure els resultats que s'obtidrien per a diferents combinacions de TIR i de BPA esperat. És important entendre que es tracta d'una simulació teòrica, que, com a tal, implica una simplificació d'una realitat força més complexa. En tot cas, del conjunt de possibles «solucions», ens centrem en les que apareixen destacades en un requadre dins aquesta taula, ja que corresponen a una teòrica pujada de la rendibilitat a 10 anys dins el rang 1,8%-2,1%. En aquests casos, i mantenint sense canvis el BPA esperat, l'S&P 500 estaria correctament valorat entre 3.939 i 3.690 punts, una mica per sota dels nivells actuals.

Òbviament, un creixement dels beneficis superior al que s'espera ara tendria a compensar l'efecte negatiu de la pujada de la rendibilitat a 10 anys, de la mateixa manera que un relaxament de la prima de risc implícita tindria un efecte positiu sobre el nivell teòric de l'índex. En aquest sentit, la pujada de gairebé 1 p. p. que ha experimentat la rendibilitat a 10 anys als EUA des de l'agost del 2020 fins a l'actualitat no ha estat un obstacle perquè l'S&P 500 acumuli, en el mateix període, una revaloració del 28%, situació en què han influït, sens dubte, la intensa recuperació

dels beneficis empresarials (el +54% en el 1T 2021 i el +35% esperat per a tot el 2021) i una moderació de la prima de risc implícita de 0,6 p. p.<sup>4</sup>

Com ja hem dit, es tracta d'una anàlisi bàsica de sensibilitat que deixa fora molts elements, però que ens serveix per veure fins a quin punt una pujada de tipus sobirans pot afectar la borsa nord-americana.

José Luis López

3. Es tracta d'un model que descompta els fluxos de caixa que rebrien els inversors en l'S&P 500 si aquest fos una acció cotitzada. Aquests fluxos estan compostos pels dividendes pagats pels components de l'índex i per les operacions de recompra d'accions. S'ha considerat adequat utilitzar la mitjana dels cinc últims anys, en què el 90% del benefici per acció s'ha destinat a aquestes finalitats.

4. Dada mitjana estimada pel professor Aswath Damodaran, de l'Stern School of Business de la Nova York University.