

Tot el que puja... baixa? Perspectives per a la renda variable

Les borses internacionals han estat, sense cap mena de dubte, un dels mercats que millor ha esquivat el xoc de la COVID-19. Durant la primera onada de contagis, els índexs borsaris van registrar un enfonsament en el rang del 30%-40%. De llavors ençà, el ritme de recuperació ha estat espectacular, tot i que amb alts i baixos i a velocitats diferents en funció del sector i del mercat. Als EUA, per exemple, la borsa va recuperar el nivell pre-COVID només sis mesos després de l'esclat de la pandèmia, mentre que, en l'agregat per a Europa (Eurostoxx 50), aquesta fita no es va assolir fins un any després. En els dos casos, la recuperació va ser molt més ràpida que en altres crisis¹ i que en l'economia real (vegeu el primer gràfic).²

Arran d'aquesta ràpida recuperació, les valoracions dels actius de renda variable, que, en algunes regions, al principi de la pandèmia ja es trobaven en nivells històricament elevats, han pujat encara més i s'han allunyat dels nivells que alguns models consideren coherents amb els fonamentals. Com a referència, utilitzem el CAPE (de les sigles en anglès de *cyclically adjusted price-to-earnings*), proposat pel Premi Nobel d'Economia Robert J. Shiller, que divideix la capitalització total d'un índex borsari per la mitjana dels beneficis reportats per les empreses integrants en els 10 últims anys. Un nivell elevat de CAPE, superior a la mitjana històrica, ens indica que el preu pagat per l'acció, o l'índex agregat, reflecteix altres factors diferents dels resultats empresarials, com l'expectativa d'un augment dels beneficis en el futur, fet que comporta supòsits sobre el tipus d'interès amb què es descompten. I, per tant, poden reflectir sobrevaloració als mercats de valors.

Per països, la borsa nord-americana destaca amb un CAPE molt per damunt de la mitjana històrica, en nivells que no s'havien registrat des del període anterior a la bombolla de les *puntcom* l'any 2000 (vegeu el segon gràfic). A Europa, el CAPE suggereix que la borsa podria estar lleugerament sobrevalorada a França i a Itàlia, mentre que després se situa per sota de la mitjana històrica a Alemanya i a Espanya.

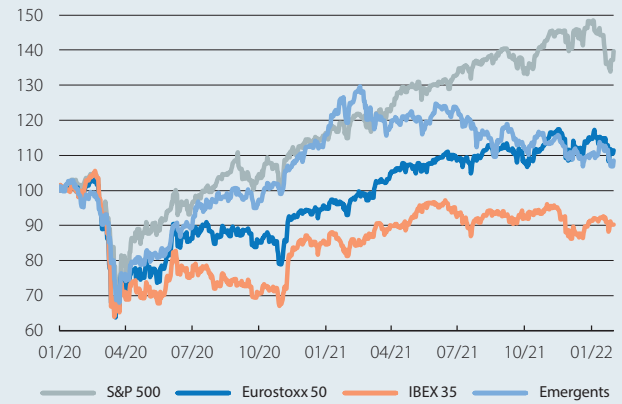
Amb el cicle econòmic ja força avançat, i les perspectives de beneficis empresarials afectades per la possible persistència de les pressions inflacionistes i pel gir de la política monetària, ens preguntem: ha arribat el moment de la inesperada correcció borsària?

1. Durant la crisi financera global del 2007-2008, l'S&P va recuperar el nivell precrisi el 2012. Durant la crisi del deute sobirà a Europa el 2011-2012, l'Eurostoxx va recuperar el nivell precrisi en dos anys.

2. En termes de PIB, els EUA van recuperar el nivell del 4T 2019 cap a la meitat del 2021. A la zona de l'euro, situem aquesta recuperació en aquest 1T 2022.

Borses internacionals

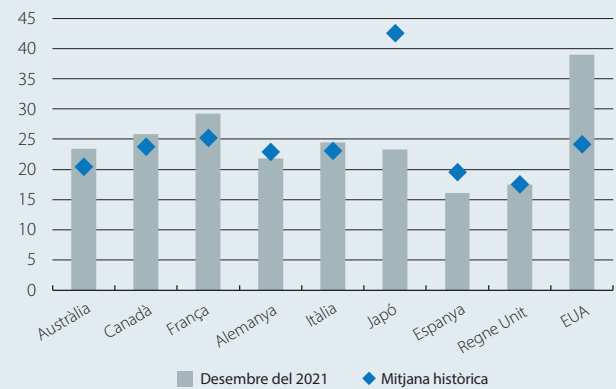
Nivell (100 = gener 2020)



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

CAPE ajustat per als principals índexs borsaris internacionals

Ràtio



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

Moderació més que correcció

Prenent com a referència el consens d'analistes de Bloomberg, no sembla que aquesta correcció hagi de succeir enguany. Així, per a l'S&P, el consens projecta un avanç que ronda entre el 5% i el 10% al final de l'any. A Europa, el consens també projecta un increment al voltant del 12% per a l'Eurostoxx, la qual cosa reflecteix expectatives positives en els comptes dels resultats empresarials.

Aquestes previsions se situen per damunt de les estimacions de models més convencionals, com els que intenten predir el valor objectiu de l'índex borsari a partir dels fluxos esperats, expressats en valor present net.³ Per a l'S&P, per exemple, un model d'aquest estil apuntaria a un retorn inferior al 5%, tant per al 2022 com per al 2023, per

3. Per aquest motiu, es prenen estimacions de creixement del BPA en els propers anys i es descompta utilitzant previsions del tipus sobirà a 10 anys i de la prima de risc borsària implícita.

sota de la mitjana històrica del 9%. L'elevat nivell del CAPE també seria coherent amb un avanç més modest de la renda variable.

No obstant això, cal destacar que aquests tipus de models han tendit a subestimar la rendibilitat de les borses en els últims anys. Com el consens d'analistes de Bloomberg, pensem que el més probable és que aquest patró es repeteixi enguany per diferents motius.

En primer lloc, perquè preveiem que el PIB global mantindrà un ritme d'expansió sòlid el 2022, superior a la majoria de països, al creixement potencial. En gran part, atribuïm aquest escenari a la fortalesa de la demanda, que s'ha vist secundada per la bona evolució en la creació d'ocupació, per l'acumulació d'estalvis i per l'adaptabilitat que han mostrat els agents als canvis recurrents de la pandèmia.

D'altra banda, malgrat els alts i baixos en les últimes setmanes, els inversors van iniciar l'any amb una apetència pel risc similar a l'observada, de mitjana, el 2021, en un context de tipus d'interès reals en negatiu, un factor que hauria de donar suport a la renda variable. D'aquesta manera, la volatilitat implícita als mercats de renda variable s'ha mantingut relativament continguda, fins i tot durant el període d'estrès financer del final del 2021.

Finalment, malgrat la retirada d'alguns dels estímuls, la política monetària mantindrà un biaix acomodatiu; els bancs centrals continuaran actius als mercats amb compra de bons, i els tipus d'interès oficials es mantindran en nivells molt baixos des del punt de vista històric. Pel que fa a la política fiscal, el seu biaix restrictiu el 2022 palesa l'expiració d'una gran part dels beneficis aprovats al llarg de la pandèmia el 2020-2021, i no tant mesures de consolidació fiscal, com possibles pujades d'impostos.

En conjunt, pensem que aquests factors permetran un avanç positiu dels principals índexs borsaris enguany, tot i que a ritmes probablement inferiors als registrats durant el 2021, potser més en línia amb la tendència històrica. A nivell sectorial, s'espera que els més cíclics (com l'energia o el sector financer) registrin els millors rendiments enguany, un patró que podria beneficiar més els índexs europeus (en relació amb els nord-americans).

Què pot sortir malament?

L'evolució de la pandèmia continua sent un dels principals factors de risc en les perspectives de la renda variable per a enguany. No solament pel que podria significar un nou deteriorament en la corba de contagis per a la recuperació de la demanda, sinó també pel seu possible impacte sobre l'oferta i, per tant, sobre la inflació, l'altre gran risc per a enguany. I és que la persistència dels colls d'ampolla i de les pressions inflacionistes podria accelerar el procés de retirada dels estímuls monetaris per part dels bancs cen-

trals i, en última instància, podria tensionar les condicions financeres.

Sobre aquest risc, però, és important assenyalar que, amb la distribució de les vacunes, l'efecte negatiu de cada onada de COVID sobre l'economia real i sobre els mercats financers ha anat disminuint, a mesura que els consumidors i que les empreses s'han adaptat a operar amb el virus. Així mateix, els governs també han mostrat una major resistència a introduir restriccions molt estrictes a la mobilitat. D'altra banda, les empreses han pogut traslladar, si més no fins ara, una part de l'increment de costos als preus, sense incidir en els marges. De fet, d'acord amb el consens d'analistes, s'espera que les empreses de l'S&P podran incrementar lleugerament els seus marges enguany.

Finalment, els gestors de política econòmica s'han mostrat molt reticents a permetre caigudes sostingudes a les borses o ajustos molt severos en les condicions creditícies per intentar evitar un escenari en què la crisi sanitària desencadeni una crisi financera. I és que, malgrat la retirada, els bancs centrals han deixat oberta la possibilitat de reintroduir els estímuls, si fos necessari, i, d'aquesta manera, atenuar els possibles danys d'un nou xoc negatiu o cigne negre.

Antonio Montilla