

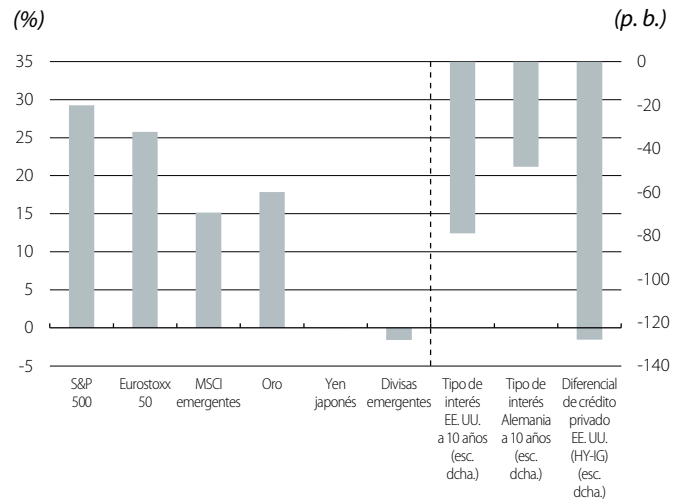
El retorno del apetito por el riesgo cierra un año con vaivenes en el sentimiento inversor

Buen tono de los mercados en el final de año. Atrás queda 2019, un año en el que los principales catalizadores de los mercados financieros fueron las tensiones comerciales entre EE. UU. y China, la resolución del *brexit*, la desaceleración del crecimiento mundial y la vuelta a escena de los estímulos monetarios por parte de los principales bancos centrales. Diciembre no fue una excepción, y el año terminó con avances en el terreno comercial (con un primer acuerdo entre EE. UU. y China) y en la situación política británica (donde el Parlamento ya ha aprobado el acuerdo de salida de la UE). Además, los bancos centrales reforzaron su compromiso con las medidas acomodaticias de los meses anteriores. Así, en un escenario de estabilización de las perspectivas económicas, en diciembre se redujo la volatilidad en los distintos mercados financieros y los inversores mostraron un mayor apetito por los activos de riesgo, lo que se tradujo en incrementos generalizados en las bolsas y los precios de las materias primas, y en cierta recuperación de los tipos de interés. No obstante, y a pesar del mejor desempeño en los últimos compases del año, los riesgos sobre el escenario económico y financiero seguirán presentes en 2020, y la sensibilidad que han mostrado los mercados a lo largo de 2019 a los acontecimientos geopolíticos y a los mensajes de los principales bancos centrales sugiere que estos continuarán marcando el ánimo de los inversores en el nuevo año.

Un buen año para las bolsas, a pesar de los vaivenes. Si 2019 comenzó con el miedo a que las turbulencias de finales de 2018 siguieran arrastrando las cotizaciones, finalmente el año ha terminado con unas ganancias notables y generalizadas: cercanas al 30% acumulado en el caso de las economías avanzadas y alrededor del 15% en las emergentes. Estas cifras van más allá del efecto rebote de las fuertes turbulencias registradas en otoño de 2018 y, de hecho, los principales índices se encuentran claramente por encima de sus máximos del verano de 2018: los superan en más de un 10% en las economías avanzadas y en alrededor de un 6% en las emergentes. Las ganancias se han respaldado en las medidas acomodaticias tomadas por los bancos centrales a lo largo del año y en una cierta calma en las incertidumbres geopolíticas alrededor de EE. UU. y China y de Europa (*brexit* e Italia), así como en la constatación de que los riesgos de recesión económica se han visto apaciguados por la resiliencia de la demanda doméstica. Sin embargo, el año no ha estado exento de turbulencias y en distintas ocasiones las bolsas han registrado correcciones destacables al son de las tensiones geopolíticas (como en el episodio de aversión al riesgo del pasado verano). Además, a este factor de riesgo se suman los elevados múltiplos en algunas bolsas occidentales (como las ratios *price-to-earnings*), que resaltan el temor de sobrevaloración de algunos activos enfatizado reiteradamente por instituciones como el FMI o el BIS.

Los tipos de interés se enraizan en terreno acomodaticio. En sus reuniones de diciembre, tanto el BCE como la Fed transmitieron un mensaje de continuidad de las medidas acomodaticias tomadas a lo largo de 2019. Por un lado, en el debut de

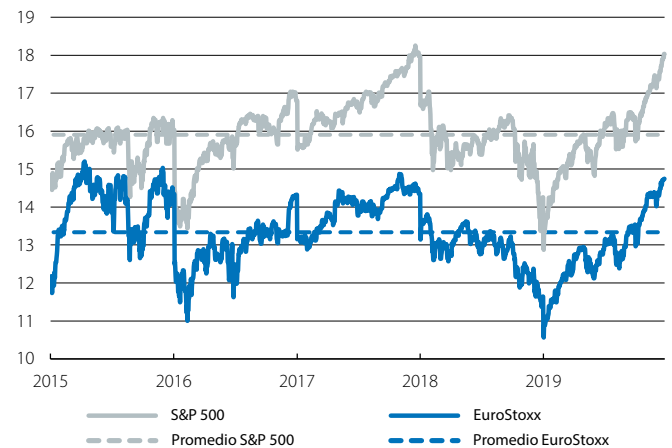
Variables financieras seleccionadas: variación en 2019



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Ratio P/E: evolución y media de los últimos cinco años

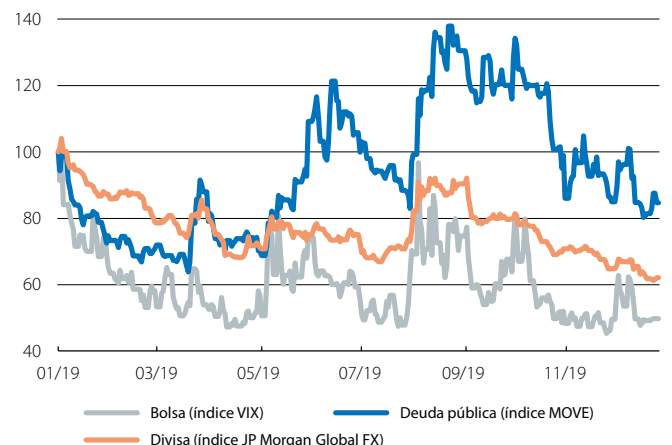
(12 meses forward)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Volatilidad implícita en los mercados financieros

Índice (100 = enero 2019)



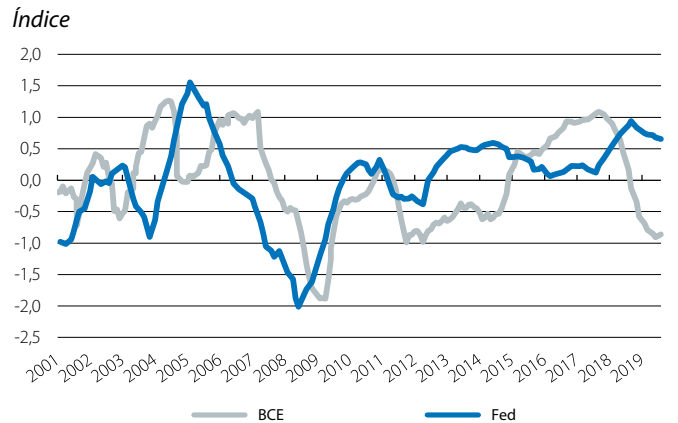
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Christine Lagarde como nueva presidenta, el BCE decidió mantener sin cambios la política monetaria y reiteró su compromiso con el paquete de estímulo anunciado en septiembre (recorte del tipo de depósito hasta el -0,50%, reanudación de las compras netas de activos y condiciones más favorables para las TLTRO). Asimismo, respaldándose en su lectura de un escenario de crecimiento débil y persistencia de los riesgos, el BCE reiteró la necesidad de mantener las condiciones financieras favorables por un largo periodo de tiempo. Por su parte, la Fed mantuvo el tipo de interés en el intervalo 1,50%-1,75%, tras realizar tres recortes en los pasados meses de julio, septiembre y octubre. Es más, las nuevas proyecciones de la Fed muestran que 13 de sus 17 miembros no prevén ningún cambio en los tipos en 2020 (mientras que los 4 restantes proyectan solo un incremento de 25 p. b.), con lo que alejó las probabilidades implícitas en las cotizaciones financieras de nuevos recortes en 2020. Estos mensajes, sin embargo, contrastan con los mandados hace un año, cuando, en diciembre de 2018, el BCE ponía fin a las compras netas de activos y la Fed señalaba la intención de realizar tres incrementos de tipos. Así, en los mercados de renta fija, 2019 estuvo marcado por fuertes caídas en los tipos soberanos (en el acumulado del año, alrededor de -75 p. b. y -40 p. b. en los tipos a 10 años de EE. UU. y Alemania, respectivamente), aunque estas se moderaron en los últimos meses gracias a la recuperación del sentimiento de los inversores: en diciembre, los tipos a 10 años de EE. UU. y Alemania repuntaron alrededor de 15 p. b. y culminaron una recuperación cercana a los 50 p. b. desde sus mínimos del verano pasado.

Las divisas emergentes ceden ante el dólar. Durante 2019, el dólar estadounidense exhibió una mayor fortaleza en su tipo de cambio respecto a la mayoría de divisas mundiales, penalizadas por la incertidumbre económica, las tensiones comerciales y los diferenciales de los tipos de interés a largo plazo. Estos factores pesaron especialmente entre los países emergentes, cuyas divisas se depreciaron claramente frente al dólar (lastradas, además, por distintos factores idiosincráticos). Los casos más destacables fueron los del renminbi (cuya depreciación lo llevó a romper la barrera de los 7 yuanes por dólar por primera vez desde 2008) y la mayoría de las divisas latinoamericanas (cuya depreciación media en diciembre fue del 4% según el índice de JP Morgan para América Latina). Por otra parte, en diciembre la libra esterlina protagonizó una revalorización cercana al 2% respecto al dólar, impulsada por el resultado de las elecciones generales en el Reino Unido y la perspectiva de un *brexit* acordado el próximo 31 de enero.

Rally de fin de año para las materias primas. La mejora del sentimiento inversor también empujó los precios de las materias primas en la recta final del año. En el mercado de petróleo, en diciembre, ello se sumó a la decisión de la OPEP y sus aliados (liderados por Rusia) de recortar su producción de crudo en 500.000 barriles diarios adicionales a partir de enero de 2020, con lo que elevaron los recortes totales hasta los 1,7 millones de barriles diarios respecto a los niveles de octubre de 2018 (para más detalles, véase el Focus «Petróleo: juntando las piezas del rompecabezas» en este mismo Informe Mensual). Además, aunque no se prolongó la duración del acuerdo (que termina en marzo de 2020), Arabia Saudí manifestó la voluntad de seguir liderando los recortes de producción, aspecto que favoreció el encarecimiento del barril de Brent por encima de los 65 dólares.

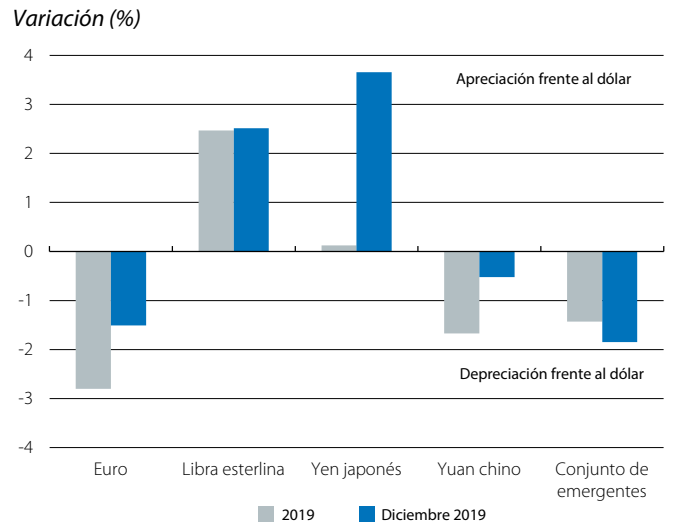
Índice de sentimiento económico de los bancos centrales



Nota: El índice de sentimiento de los bancos centrales mide el pesimismo o el optimismo que desprenden de la nota de prensa de la Fed y de la rueda de prensa del BCE posterior a sus respectivas reuniones. Para más detalles, véase «El "sentido y sensibilidad" de los mensajes del BCE» en el IM11/2019.

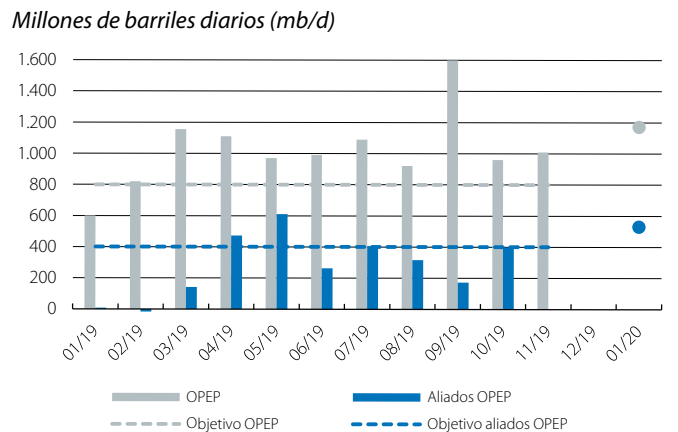
Fuente: CaixaBank Research.

Divisas internacionales frente al dólar



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

OPEP: cumplimiento de los recortes acordados en diciembre de 2018



Nota: Valores por encima de las líneas discontinuas implican que se sobrecumple el acuerdo de recortes de producción. El punto al final muestra el recorte que acordaron el pasado 6 de diciembre y que será efectivo a partir de enero de 2020.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.