

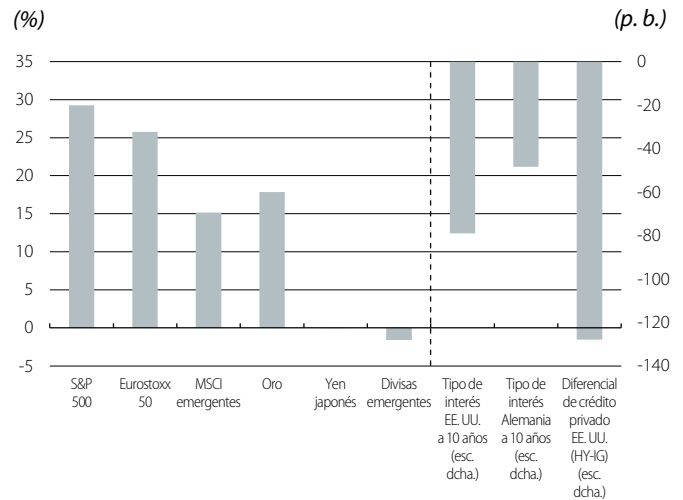
El retorno del apetito por el riesgo cierra un año con vaivenes en el sentimiento inversor

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

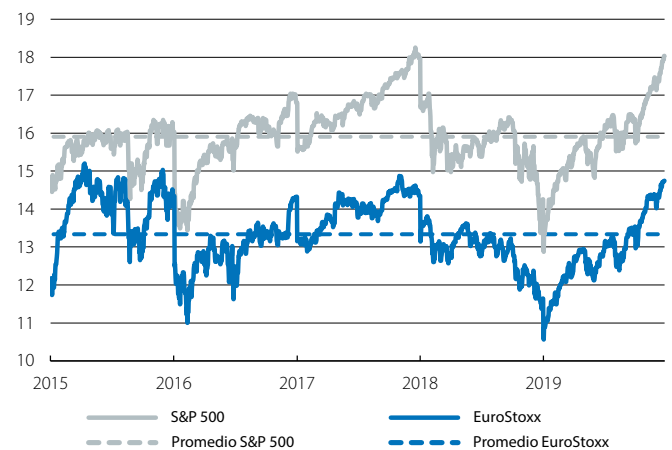
Variables financieras seleccionadas: variación en 2019



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

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

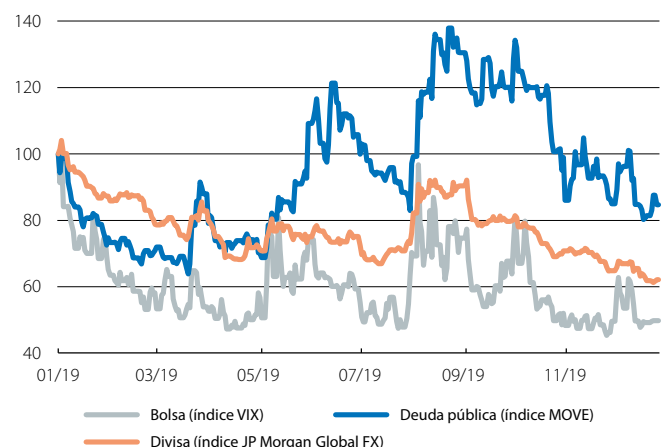
(12 meses forward)



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

Volatilidad implícita en los mercados financieros

Índice (100 = enero 2019)



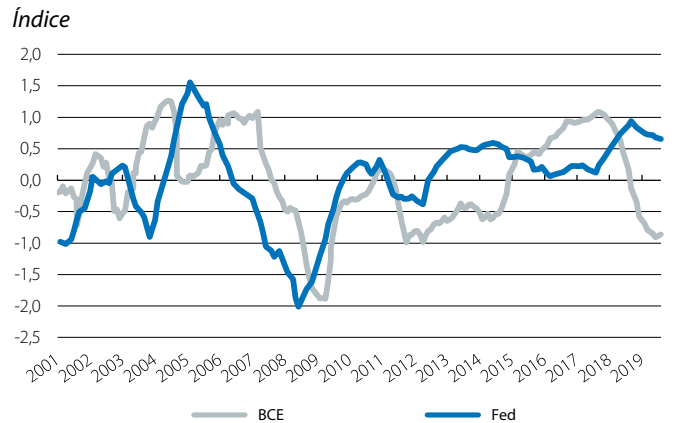
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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 que 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.

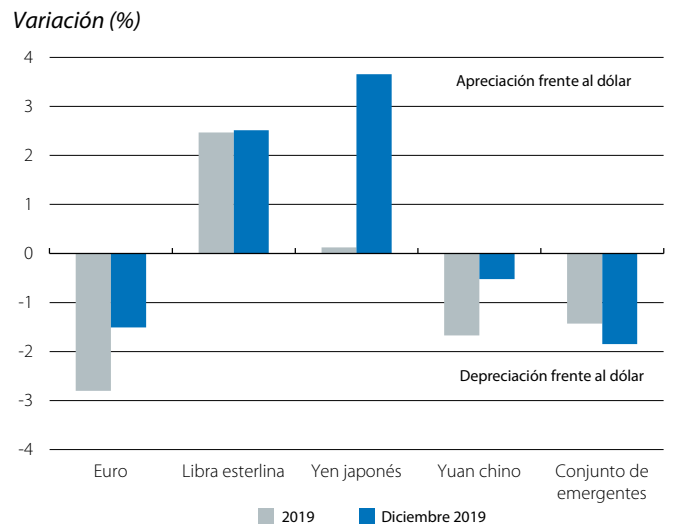
Rally de fin de año para las materias primas. La mejora del sentimiento inversor también empujó los precios de las materias primas en la recta final del año. En el mercado de petróleo, en diciembre, ello se sumó a la decisión de la OPEP y sus aliados (liderados por Rusia) de recortar su producción de 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



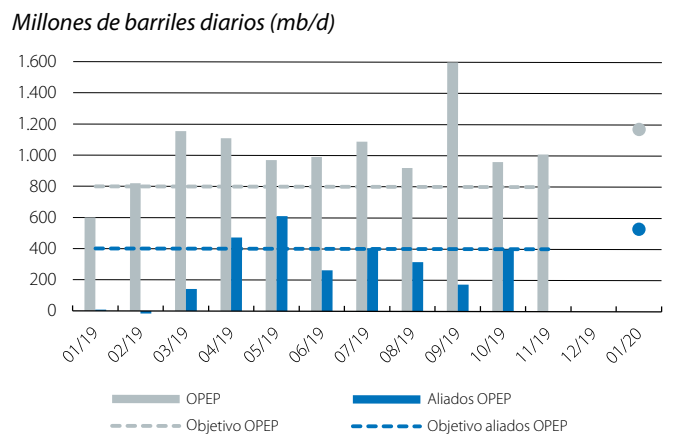
Nota: El índice de sentimiento de los bancos centrales mide el pesimismo o el optimismo que desprenden de la nota de prensa de la Fed y de la rueda de prensa del BCE posterior a sus respectivas reuniones. Para más detalles, véase «El "sentido y sensibilidad" de los mensajes del BCE» en el IM11/2019.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

Portugal: dinámica favorable a pesar de la incertidumbre internacional

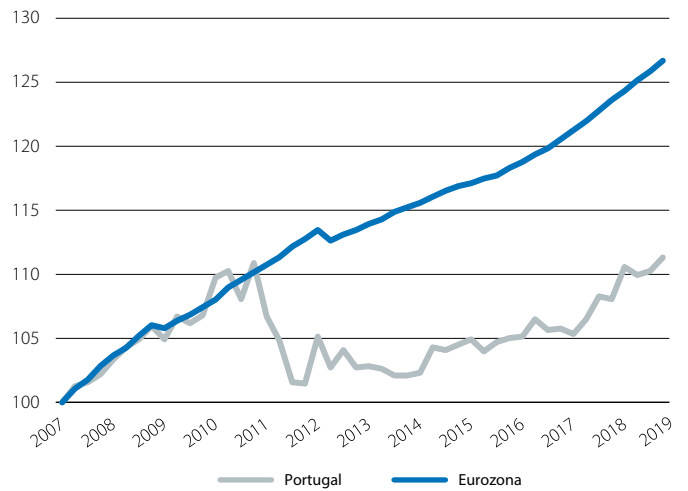
En 2020, Portugal seguirá creciendo por encima de la eurozona. Inaugurado el nuevo año, las previsiones apuntan a que 2020 será el quinto año consecutivo en que Portugal crezca por encima del conjunto de la eurozona. Entre 2016 y 2019, el crecimiento medio anual de Portugal fue del 2,5%, 0,6 p. p. más que la eurozona, y todo indica que en 2020 la economía lusa mantendrá este diferencial positivo. De hecho, prevemos que Portugal crezca un 1,7%, lo que contrasta con el 1,1% proyectado para la eurozona. En la actual fase expansiva, Portugal tiene una posición de mayor resiliencia, ya que los desequilibrios macroeconómicos que aún padece son menores que en el pasado. En concreto, las familias están menos endeudadas (con una ratio cerca del 65% del PIB, cuando en 2007 era del 87%); lo mismo se observa en el caso de las empresas, cuya ratio de endeudamiento está en un 101%, 7 p. p. menos que en 2007. Además, en el plano exterior, la balanza por cuenta corriente ha pasado de un déficit próximo al 10% del PIB en 2007 a un déficit alrededor del 1% en 2019. También se ha producido una recuperación en los indicadores de competitividad. En términos medios anuales, entre 2007 y 2019, los costes laborales aumentaron un 1,4% en Portugal, lo que contrasta con el 2,1% en la eurozona. En el mismo sentido, en 2019 la inflación de Portugal fue 0,9 p. p. inferior a la de la eurozona, mientras que en 2007 era +0,3 p. p. superior. Sin embargo, aún hay deberes pendientes y, a medida que avanza la expansión, la economía cuenta menos con el apoyo de los factores de impulso cíclicos. Entre ellos, el elevado endeudamiento exterior (la deuda externa neta ha pasado del 66% del PIB en 2007 al 89% en 2019) y del sector público (la deuda pública es solo levemente inferior al 120% del PIB, mientras que en 2007 estaba en torno al 73%).

Los indicadores de corto plazo reflejan un buen desempeño de la actividad en el último trimestre de 2019. Entre ellos, destaca que en noviembre los indicadores coincidentes del Banco de Portugal se estabilizaron en el 1,9% en el caso del indicador para la actividad agregada y en el 2,6% en el caso del consumo privado, lo que sugiere que el crecimiento en el 4T se habrá situado en cotas similares a las del 3T (cuando fue del 0,3% intertrimestral y el 1,9% interanual). En el mismo sentido apunta la estabilización del indicador de clima en el 2,1% y la mejora de la confianza de los consumidores hasta el -6,9 (datos relativos a noviembre).

La economía mantiene la capacidad de financiación respecto al exterior. En el 3T 2019, la capacidad de financiación de la economía fue del 0,3% del PIB (datos acumulados de cuatro trimestres), 0,2 p. p. menos que en el trimestre anterior, lo que refleja esencialmente la reducción de la capacidad de financiación del Estado hasta el 0,0% del PIB (0,2% en el 2T). Con respecto al resto de sectores, destaca la mejora de la situación de las familias, especialmente el aumento de su capacidad de financiación y de la tasa de ahorro, ambas en 1 décima. En concreto, la capacidad de financiación de los hogares mejoró hasta el 1,2% del PIB y la tasa de ahorro aumentó hasta el 6,2% de la

Portugal: costes laborales

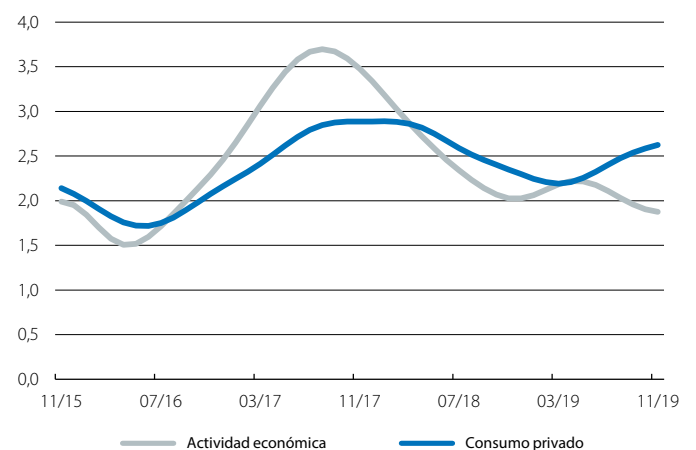
Índice (100 = 4T 2007)



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

Portugal: indicadores coincidentes de actividad

Variación interanual (%)

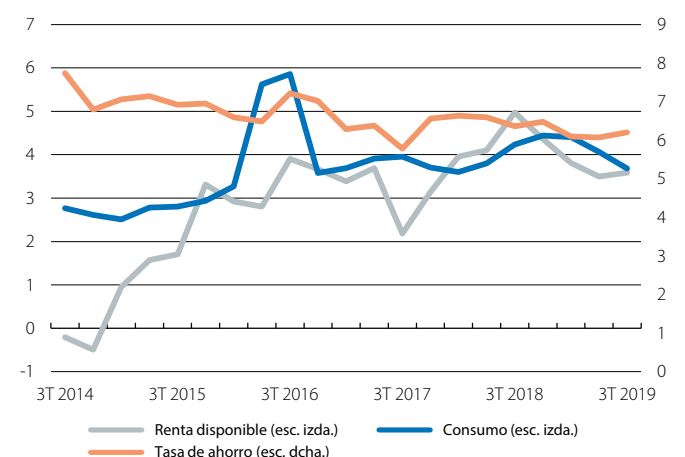


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal.

Portugal: ahorro, renta y consumo de los hogares

Variación interanual (%)

(% de renta disponible bruta)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

renta disponible. La mejora de la tasa de ahorro refleja la aceleración del ritmo de crecimiento de la renta disponible hasta el 3,6% interanual, 1 décima más, mientras que el consumo se ralentizó hasta el 3,7% interanual, 4 décimas menos que en el trimestre anterior.

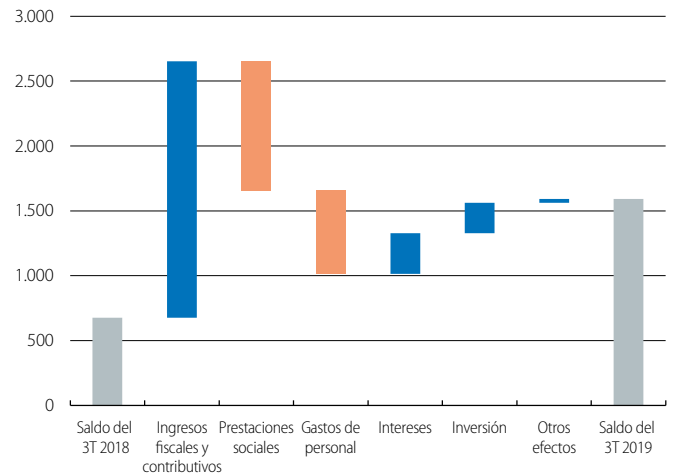
El saldo presupuestario continuó en terreno positivo en el 3T. Con datos acumulados para los tres primeros trimestres de 2019, el saldo alcanzó el +1,0% del PIB en el 3T 2019 (1.590 millones de euros), lo que representa una mejora de 0,4 p. p. de PIB respecto al 3T 2018. Este incremento responde a un aumento de los ingresos (4,2%) superior al del gasto (2,8%), y destacan, en sentido favorable, el crecimiento de las cotizaciones sociales (6,1%) y la reducción de los gastos por intereses (-6,1%). Por otro lado, los gastos de personal y las prestaciones sociales explican casi la totalidad del aumento del gasto en este periodo. También cabe destacar la caída de la inversión, en un 9,0% respecto al 3T 2018. Así, en su conjunto, la ejecución presupuestaria hasta el 3T 2019 refuerza la estimación del Gobierno para el saldo presupuestario en el conjunto del año, inscrita en el Presupuesto de Estado para 2020 (-0,1% del PIB). En lo que respecta a 2020, los presupuestos, que se han elaborado con una previsión de crecimiento del PIB del 1,9%, proyectan un superávit del 0,2% del PIB, respaldado en los ingresos fiscales y contributivos y al menor gasto por intereses, a pesar del aumento de los gastos de personal y de las prestaciones sociales. Al mismo tiempo, los presupuestos prevén una caída de la ratio de deuda pública hasta el 116% del PIB, frente a una estimación del 119,2% del PIB en 2019.

El mercado inmobiliario mantiene el dinamismo. En el 3T 2019, los precios inmobiliarios avanzaron por encima de lo esperado (en concreto, un 1,2% intertrimestral y un 10,3% interanual) empujados por la aceleración del ritmo de crecimiento de los precios de las viviendas ya existentes. En el mismo periodo, el número de ventas de inmuebles se contrajo un 0,2%, después de que en el trimestre anterior hubiese registrado una caída del 6,6%. En los próximos trimestres, cabe esperar que el incremento de la construcción residencial, el efecto de una posible desaceleración del sector del turismo y los efectos de la incertidumbre a nivel global contribuyan a un crecimiento más moderado de los precios.

Las nuevas operaciones de crédito revelan dinamismo en la segunda mitad del año. Más concretamente, las nuevas operaciones concedidas al sector privado no financiero aceleraron un 9,4% interanual en octubre (acumulado del año), por encima del 7,2% de septiembre. Este desempeño se debió a la aceleración de los nuevos préstamos a empresas (8,0% interanual frente al 5,7% hasta septiembre) y a familias (11,7% frente a 9,8% hasta septiembre). En el segmento de las familias, destaca el crédito a la vivienda, cuyo dinamismo se ve beneficiado por el contexto de bajos tipos de interés. No obstante, las tasas de crecimiento se mantienen inferiores a las tasas de crecimiento de dos dígitos registradas en 2018. A la vez, a pesar de esta evolución de las nuevas operaciones de crédito, la cartera de crédito del sector privado no financiero continúa contrayéndose (-0,5% interanual en octubre), lo que pone de manifiesto que la dinámica de las nuevas operaciones de crédito va también acompañada por la amortización anticipada de préstamos contraídos en el pasado.

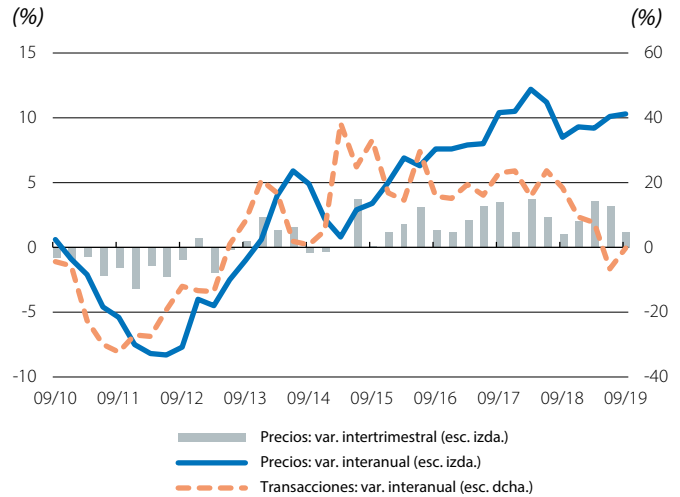
Portugal: saldo del Estado

(Millones de euros)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

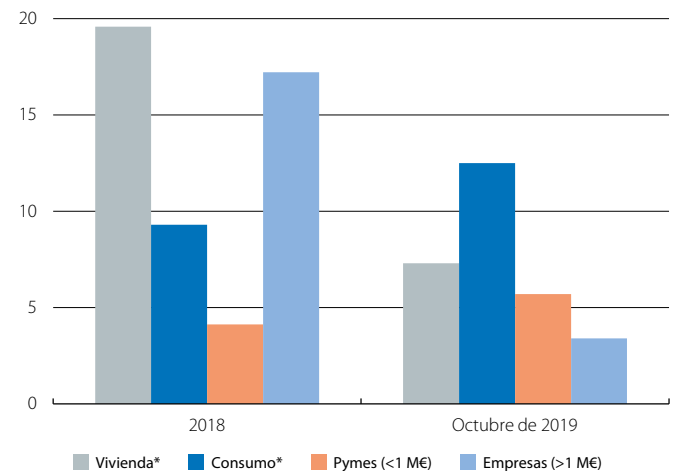
Portugal: precios de la vivienda y transacciones



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

Portugal: nuevas operaciones de crédito

Variación interanual (%)



Nota: * Excluye renegociaciones.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal.