

El potencial bursátil del mercado portugués

The potential of the portuguese stock market

108



José Luis Miralles Marcelo
Universidad de Extremadura
✉ jlmiralles@unex.es



José Luis Miralles Quirós
Universidad de Extremadura
✉ miralles@unex.es

I. INTRODUCCIÓN

La actividad económica portuguesa ha estado marcada en los últimos años por un continuo crecimiento marcando una tendencia que se ha mantenido recientemente y que se prevé que se mantenga a medio y largo plazo.

La política económica portuguesa de contención de la inflación y crecimiento sostenido, unido al hecho de que el mercado portugués se ha adaptado con eficacia a los cambios derivados del proceso de globalización que están sufriendo los mercados bursátiles, uniéndose a la plataforma bursátil europea Euronext (recientemente adquirida por la Bolsa de Nueva York (NYSE) con lo que ha pasado a denominarse NYSE Euronext), han convertido al mercado portugués y a su índice de referencia, el PSI 20, en una excelente oportunidad de inversión para el inversor español, principalmente como consecuencia de la reducción de los costes operativos, la existencia de buenos ratios bursátiles, el aumento notable de su liquidez y las constantes medidas de transparencia y seguridad que se toman en dicho mercado.

Siempre se puede argumentar que existen otras alternativas atractivas como las que proporcionan los mercados de los países del Este (como Polonia, la República Checa o Hungría) o los latinoamericanos (como Brasil y México), dado el ciclo ascendente de su economía. Sin embargo, la inversión directa en los mismos supone unos costes mayores que en los mercados bursátiles más desarrollados, hay que considerar la existencia de un gasto provocado por el cambio de divisa y, finalmente, la posible existencia de peores condiciones de operatividad, liquidez y transparencia.

A continuación vamos a exponer las perspectivas económicas y las principales magnitudes bursátiles de la economía y del mercado portugués, sin olvidar su evolución hasta la situación actual, aportando una visión que hace del mismo una referencia a considerar por el inversor.



RESUMEN DEL ARTÍCULO

La reciente inestabilidad de los principales mercados bursátiles europeos ha conducido a los inversores a considerar otros mercados en los que invertir, como los mercados latinoamericanos o aquellos pertenecientes a los países del Este. Sin embargo, existe otra posibilidad mucho más cercana que es la inversión en el mercado portugués ya que ofrece una transparencia y seguridad mayor que la de los mercados emergentes. Además, forma parte de la mayor plataforma bursátil europea (NYSE Euronext) y sus datos macroeconómicos y bursátiles revelan un gran potencial de crecimiento.

EXECUTIVE SUMMARY

The recent instability of the main European stock markets has lead investors to consider other markets in which to invest like the Latin American ones or those in Eastern Europe. However, many investors overlook the Portuguese stock market which offers an interesting alternative because of its greater transparency and security compared to the emerging markets. Furthermore, it forms part of the largest European stock-exchange platform (NYSE Euronext) and its macroeconomic and stock-exchange data indicate a strong potential for growth.

2. LA ECONOMÍA PORTUGUESA (2003-2007). INFLUENCIA EN EL MERCADO BURSÁTIL

La economía portuguesa ha experimentado un notable crecimiento en los últimos años debido, principalmente, a la mejora en la productividad y al aumento notable de la actividad empresarial. Esto ha permitido a su mercado bursátil retornar a los niveles de máximos perdidos tras la crisis tecnológica de marzo de 2000. Dicha recuperación se ha fundamentado, además, en unas buenas ratios bursátiles, una baja volatilidad y en el crecimiento de la capitalización y el volumen de negocio.

El primer aspecto que se ha de destacar son los datos correspondientes a la evolución del Producto Interior Bruto, tanto para Portugal como para otros países de referencia (incluyendo el dato correspondiente a la zona euro, UE 15), expuestos en la Tabla 1.

Los negativos datos del mercado portugués durante 2003 corresponden básicamente a su reacción a las inestabilidades geopolíticas y económicas provocadas por la guerra en Irak y a los brotes de gripe aviar que tuvieron lugar durante ese período, circunstancias que acentuaron la desaceleración del crecimiento que sufrió el país durante los dos años anteriores. Además, el objetivo de cumplimiento

110

Tabla 1: **Producto Interior Bruto***.

PAÍS	1T 2003	2T 2003	3T 2003	4T 2003	1T 2004	2T 2004	3T 2004	4T 2004
Portugal	-1,2%	-1,8%	-0,5%	0,6%	1,5%	2,0%	1,2%	0,8%
UEI5	1,3%	0,9%	1,1%	1,5%	2,0%	2,5%	2,1%	1,8%
España	2,9%	3,1%	3,1%	3,0%	3,1%	3,2%	3,3%	3,4%
Alemania	0,0%	-0,5%	-0,5%	0,2%	1,0%	1,3%	0,7%	0,2%
Francia	1,3%	0,6%	1,1%	1,5%	1,7%	2,5%	1,8%	2,1%

PAÍS	1T 2005	2T 2005	3T 2005	4T 2005	1T 2006	2T 2006	3T 2006	4T 2006	1T 2007	2T 2007
Portugal	-0,2%	0,5%	0,5%	1,1%	1,1%	1,0%	1,4%	1,6%	2,0%	1,6%
UEI5	1,4%	1,4%	1,8%	2,0%	2,4%	2,9%	2,9%	3,2%	3,0%	2,6%
España	3,5%	3,5%	3,6%	3,6%	3,7%	3,8%	3,8%	4,0%	4,1%	4,0%
Alemania	0,4%	0,8%	1,5%	1,7%	2,0%	2,8%	3,1%	3,8%	3,6%	2,4%
Francia	1,6%	0,8%	1,4%	1,0%	1,4%	2,6%	1,9%	2,4%	2,0%	1,3%

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Elaboración Propia.
 *Volumen encadenado. Tasas de variación interanual

del Pacto de Estabilidad y Crecimiento obligó al gobierno portugués a mantener un proceso de contención presupuestaria, iniciado en 2002, para garantizar un déficit público inferior al 3%. Siguiendo esta línea, la economía portuguesa se recuperó durante 2004 del comportamiento recesivo que sufrió en 2003, gracias al aumento de la inversión privada y las exportaciones. Sin embargo, las dificultades al final del año para cumplir el Pacto de Estabilidad y controlar el desempleo junto con la subida del petróleo y la presión inflacionista tornaron pesimista la evolución de la economía durante 2005, que estuvo marcada por el reducido crecimiento de la actividad y el aumento del desempleo. Esto tradujo en una desaceleración de la economía y, por tanto, en un crecimiento menor del PIB que trabó la recuperación iniciada el año anterior tras la recesión de 2003.

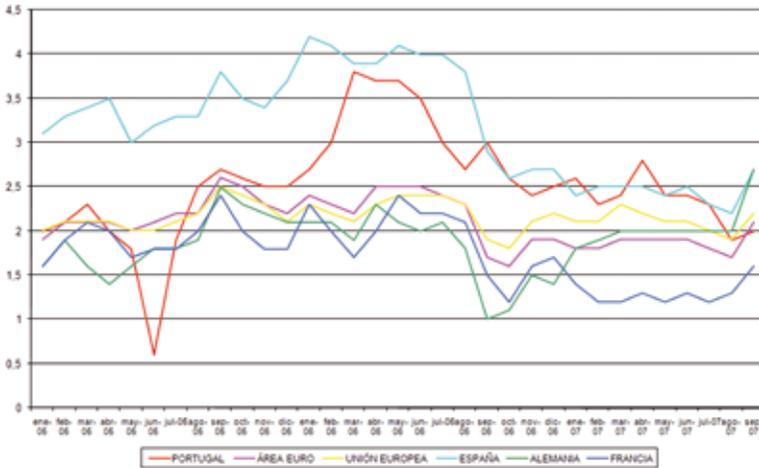
PALABRAS CLAVE

Mercado bursátil, Portugal, crecimiento, capitalización bursátil, volatilidad.

KEY WORDS

Stock market, Portugal, growth, market capitalization, volatility.

Figura 1: **Evolución de la inflación (enero 2005- septiembre 2007)**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Elaboración Propia

A su vez el comportamiento de la inflación en Portugal durante 2005, mostrado en la Figura 1, es descendente durante gran parte del año llegando incluso a tener un diferencial negativo con respecto al área euro. Esto se debió principalmente a la reducción del diferencial de crecimiento de los precios de los servicios, a la evolución cíclica de la economía portuguesa y al comportamiento de los precios de las importaciones (excluyendo los combustibles) que ejercieron un efecto moderador sobre los precios. El comportamiento ascendente de final de año, compartido con el resto de países, se explica por la subida del precio del petróleo y el aumento de la tasa del IVA al 21%.

La evolución de la economía portuguesa en 2006 fue globalmente más favorable que en años anteriores, ya que la actividad económica se aceleró impulsada por las exportaciones de bienes y servicios y el crecimiento prácticamente nulo de la demanda interna lo que se reflejó en la moderación del consumo privado y en la caída del consumo público.

El crecimiento económico general durante 2006, como consecuencia del fortalecimiento significativo de la actividad económica en el área del euro, marcó una tendencia que se ha mantenido durante los dos primeros trimestres de 2007, y que se prevé que se mantenga en el medio y largo plazo a pesar de la posible existencia de elementos restrictivos (como el aumento de los precios de las materias primas como el petróleo o la indefinición de las políticas monetarias).

En cuanto a la inflación en Portugal durante 2006 ésta reflejó un comportamiento volátil acorde con el resto de países del entorno, aumentando en el primer semestre y disminuyendo en el segundo, como consecuencia del comportamiento del precio del petróleo (cuyas oscilaciones afectaron a todos los países ya sea en mayor o menor medida) y de las políticas monetarias establecidas por los organismos competentes para contener dicha inflación que sólo resultaron eficaces en la segunda parte del año 2006, lo que ha servido para mantener el control durante 2007. Tanto es así que Portugal ha ido disminuyendo durante 2007 su inflación hasta situarla en septiembre de 2007 en unos valores sólo mejorados por Francia.

Tanto el crecimiento económico como las presiones inflacionistas tienen notables repercusiones en los mercados ya que determinan la existencia de una mayor o menor volatilidad, la dirección de los flujos de capitales hacia los mismos y, por tanto, la sucesión o no de correcciones en el valor de los activos cotizados (y como consecuencia en la capitalización bursátil de dichos mercados).

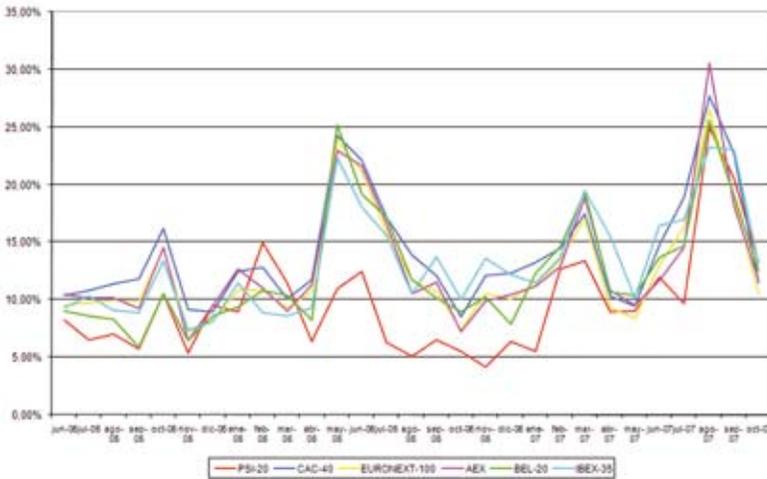
En la Figura 2 se muestra la evolución de la volatilidad² durante los dos últimos años (junio 2005-octubre 2007) de los índices más representativos de los mercados que componen la plataforma NYSE Euronext³ (representado por el índice Euronext-100) siendo éstos el índice PSI-20 por Lisboa, el índice CAC-40 por París, el índice AEX por Ámsterdam y el índice BEL-20 por Bruselas, además del índice más importante del mercado español, el índice IBEX-35.

Se puede observar que, salvo repuntes puntuales, todos los mercados

han mantenido unos niveles de volatilidad homogéneos durante este período como consecuencia de las políticas que se tomaron de control de la inflación.

El hecho más relevante se encuentra en el segundo trimestre de 2006 donde el significativo aumento de la inflación (en todos los índices considerados menos en el índice portugués) corresponde a la inseguridad que provocó la subida de los tipos de interés en los Estados Unidos, lo que se tradujo en un significativo descenso de las cotizaciones, como se refleja en la Figura 3 que muestra las rentabilidades mensuales de dichos índices.

Figura 2: Volatilidades mensuales anualizadas (junio 2005-octubre 2007)



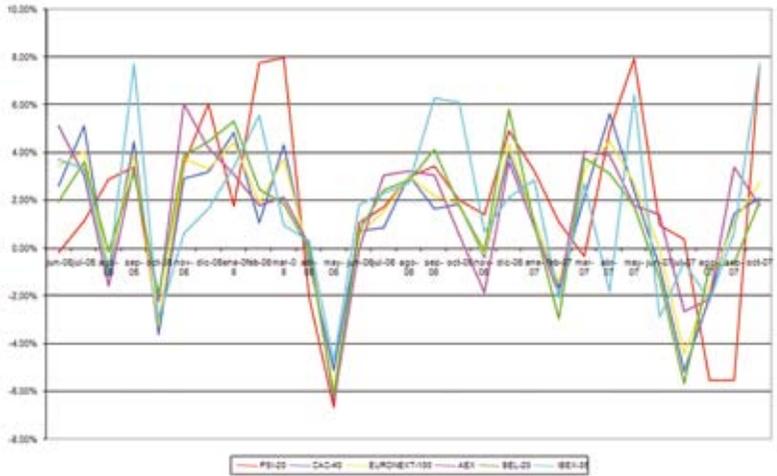
Fuente: Euronext, Instituto Nacional de Estadística y Elaboración Propia

La estabilidad volvió a los mercados en el verano de 2006 y se mantuvo hasta febrero de 2007 donde nuevamente el aumento de los tipos de interés tanto en Estados Unidos como en Europa provocó un período de nueva inestabilidad en los mercados, pero con una intensidad y efecto menor en la rentabilidad de los mismos que el anterior, tras el cual los niveles de volatilidad volvieron su situación normal. En todo este período el índice de referencia del mercado portugués tuvo en términos generales un mejor comportamiento que el resto de los índices ya que su volatilidad permaneció estable en torno al 5%-15%, salvo en el primer trimestre de 2007, lo que revela una especial adaptación al entorno económico que rodea a dicho mercado y, por tanto, un alto nivel de seguridad.

Cabe destacar, igualmente, cómo el índice portugués ha soportado mejor que el resto de índices la crisis provocada por las hipotecas



Figura 3: Rentabilidades mensuales (junio 2006- octubre 2007)



Fuente: Euronext, Instituto Nacional de Estadística y Elaboración Propia.

“subprime” generada en los Estados Unidos durante el tercer trimestre de 2007. Como se puede observar en la Figura 2 el aumento de la volatilidad es notable durante el mes de agosto, para posteriormente volver a los términos habituales durante septiembre, sin embargo, dentro de ese aumento el mercado portugués reacciona con mayor moderación que el resto, lo que evidencia su eficiencia y estabilidad. Esta estabilidad del mercado portugués se vio acompañada por una mayor rentabilidad del índice en los periodos ascendentes con respecto al conjunto de índices considerados y con movimientos en la media del resto en los momentos de mayor inestabilidad (obteniendo incluso mayores rentabilidades como se observa en la Figura 3 en febrero y octubre de 2007).

El desarrollo positivo de la economía, unido a la estabilidad de los mercados y a una alta rentabilidad de los activos conduce al incremento de los flujos de capitales que estos mercados reciben por parte de los inversores como se puede comprobar en la Tabla 2.

A partir de los datos contenidos en el mismo resulta especialmente interesante el crecimiento del volumen de negocio captado por Euronext Lisboa en los dos últimos años, ya que tanto en el período 2005-2006 (aumento del 65,76%) como en el volumen captado hasta septiembre (aumento del 84,35%) logra unos incrementos significativamente superiores a los obtenidos por el resto de mercados europeos que componen la plataforma bursátil NYSE Euronext y el mercado español (Bolsas y Mercados Españoles, BME).

Estos incrementos en el volumen de negocio del mercado portugués



confirman el traspaso de capitales por parte de los inversores hacia dicho mercado como consecuencia tanto de los buenos datos referentes al crecimiento e inflación del país luso como por el nivel de estabilidad (ausencia de volatilidad) y rentabilidad frente al resto de mercados.

Para incidir aún más en la importancia de este hecho no hay más que observar la comparativa de la evolución del volumen de negocios en la plataforma NYSE Euronext entre los años 2006 y 2007 (hasta el mes de septiembre) que se presenta en la Tabla 3. En el mismo se muestra cómo el incremento de volumen del mercado portugués ha sido constante, y siempre en mayor medida, que el resto de los mercados que componen NYSE Euronext. Resulta especialmente significativo el hecho de que en el segundo y tercer trimestre de 2007 el incremento de volumen de negocio del mercado portugués haya sido siempre superior al 70% con respecto al mismo mes de 2006, con especial atención a los meses de junio, julio y agosto, coincidentes en parte con la crisis hipotecaria estadounidense, donde los incrementos fueron respectivamente del 192,69%; 209,01% y 169,82%.



Tabla 2: **Volumen de Negocio (en millones de euros).**

MERCADO	2004	2005	2006	SEP-06	SEP-07	Δ% (04-05)	Δ% (05-06)	Δ% (06-07)
Lisboa	27.343,06	30.352,13	50.312,92	39.000,56	71.896,62	11,00%	65,76%	84,35%
París	993.925,73	1.103.351,90	1.534.831,62	1.157.270,75	1.506.477,75	11,01%	39,11%	30,18%
Ámsterdam	465.831,42	558.693,16	686.955,65	512.126,97	807.759,96	19,93%	22,96%	57,73%
Bruselas	55.866,81	91.048,82	103.373,51	75.698,13	112.944,88	62,97%	13,54%	49,20%
BME	633.398,04	847.589,40	1.136.467,40	1.074.734,20	1.631.750,70	33,82%	34,08%	51,83%

Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores, NYSE Euronext y Elaboración Propia

Dicho aumento del volumen de negocio conduce a una mayor demanda de activos, a un aumento del precio de los mismos y, por tanto, a un aumento notable de la capitalización bursátil, tal y como se refleja en la Tabla 4. Una vez más el mercado portugués presenta unos excelentes valores ya que aumentó su valor de 2005 a 2006 en un 39,16%, en un porcentaje muy superior al del resto de mercados, y hasta final de septiembre de 2007 también encabeza, junto con Ámsterdam, el porcentaje de aumento en la capitalización del conjunto de plataformas europeas que componen NYSE

Tabla 3: Volumen de Negocio NYSE Euronext (En millones de euros).

MES	EURONEXT LISBOA			EURONEXT PARÍS		
	2006	2007	Δ%	2006	2007	Δ%
ENERO	4.355,30	6.273,51	44,04%	128.056,85	156.812,98	22,46%
FEBRERO	6.126,07	9.692,03	58,21%	120.467,75	147.946,00	22,81%
MARZO	6.920,85	7.310,94	5,64%	148.955,10	182.310,71	22,39%
ABRIL	3.609,07	6.436,88	78,35%	112.382,07	144.271,24	28,38%
MAYO	5.095,17	9.274,76	82,03%	168.303,21	162.365,47	-3,53%
JUNIO	3.365,79	9.851,19	192,69%	146.456,51	182.292,79	24,47%
JULIO	3.016,00	9.319,88	209,01%	112.091,43	170.699,74	52,29%
AGOSTO	2.556,13	6.897,05	169,82%	102.925,05	199.507,32	93,84%
SEPTIEMBRE	3.956,19	6.840,38	72,90%	117.632,79	160.271,51	36,25%
TOTAL	39.000,56	71.896,62	84,35%	1.157.270,75	1.506.477,75	30,18%

MES	EURONEXT ÁMSTERDAM			EURONEXT BRUSELAS		
	2006	2007	Δ%	2006	2007	Δ%
ENERO	55.544,11	66.822,11	20,30%	8.400,2	10.045,4	19,59%
FEBRERO	53.785,79	73.224,34	36,14%	8.346,9	11.123,3	33,26%
MARZO	64.266,97	105.236,77	63,75%	9.600,2	14.131,8	47,20%
ABRIL	53.785,26	81.363,05	51,27%	7.677,3	10.731,0	39,78%
MAYO	69.933,17	86.114,02	23,14%	10.349,6	13.035,5	25,95%
JUNIO	56.284,86	89.780,08	59,51%	8.533,0	12.820,9	50,25%
JULIO	48.278,66	100.409,21	107,98%	5.842,6	12.560,9	114,99%
AGOSTO	55.859,83	118.057,44	111,35%	7.462,7	15.619,2	109,30%
SEPTIEMBRE	54.388,33	86.752,94	59,51%	9.485,5	12.876,9	35,75%
TOTAL	512.126,97	807.759,96	57,73%	75.698,13	112.944,88	49,20%

Fuente: NYSE Euronext y Elaboración Propia.

Euronext, aunque ambas par debajo del incremento del mercado español.

El hecho de que haya aumentado significativamente la capitalización bursátil del mercado portugués no significa en este caso un encarecimiento del mismo y que, como consecuencia, deje de ser atractivo para invertir ya que las estimaciones de su ratio precio-beneficio (PER) para 2007 (13,8 veces), mostradas en la Tabla 5, evidencian que resulta más barato invertir en el mercado portugués que en de Bruselas (14,4 veces), París (14,5 veces) o Madrid (15 veces), y casi tanto como en Ámsterdam que tiene un PER más bajo (11,7 veces).

Tabla 4: **Capitalización Bursátil.**

MERCADO	2004	2005	2006	SEP-07	Δ% (04-05)	Δ% (05-06)	Δ% (06-07)
Lisboa	51.676	56.780	79.016	86.614	9,88%	39,16%	9,62%
París	1.147.037	1.490.868	1.841.586	1.917.305	29,98%	23,52%	4,11%
Ámsterdam	396.295	502.606	591.205	682.147	26,83%	17,63%	15,38%
Bruselas	201.028	244.574	300.454	260.728	21,66%	22,85%	-13,22%
BME	692.053	813.812	1.003.299	1.157.501,38	17,59%	23,28%	15,37%

Fuente: Euronext, Federación Internacional de Bolsas de Valores y Elaboración Propia

Tabla 5: **Indicadores Bursátiles.**

MERCADO	2005		2006		ESTIMACIONES 2007	
	PER	R. DIVIDENDO	PER	R. DIVIDENDO	PER	CRECIMIENTO (%)
Lisboa	18,8	3,9	15,8	4,2	13,8	14,3
París	16,6	3,1	15,4	3,2	14,5	6,4
Ámsterdam	12,5	5,0	11,8	3,7	11,7	0,7
Bruselas	17,6	3,0	15,1	2,7	14,4	5,5
BME	20,4	2,9	16,5	3,0	15,0	9,4

Fuente: Bolsa de Madrid y Elaboración Propia

Finalmente, hay que señalar que el gran atractivo del mercado portugués se refuerza con los valores de la rentabilidad por dividendo y las estimaciones de consenso de crecimiento de dicho mercado para 2007, dado que ambas referencias presentan valores significativamente superiores para el mercado portugués frente al resto de mercados considerados tanto en 2005 como en 2006 (sólo se ve superado por el valor de la rentabilidad por dividendo del mercado holandés en 2005).

3. EL MERCADO DE VALORES PORTUGUÉS Y EL CONTEXTO EURONEXT

Durante los últimos años las bolsas de valores han sufrido un proceso de transformación desde sociedades controladas por un reducido número de miembros hasta convertirse en sociedades anónimas cuyas acciones pueden ser compradas por cualquier inversor. Un mayor tamaño implica una mayor atracción de negocio y, por

tanto, una mejor captación de liquidez, como es el caso de la plataforma NYSE Euronext, que es el resultado de unir la Bolsa de Valores de Nueva York (New York Stock Exchange, NYSE) con la ya existente plataforma europea Euronext (que hasta la unión con NYSE, llevada a cabo el 4 de abril de 2007, englobaba a la Bolsas de Ámsterdam, Bruselas, Lisboa y París), ya que supone la concentración en una sola entidad de seis mercados de valores en cinco países diferentes y seis mercados de derivados en seis países lo que representa una capitalización, al final del tercer trimestre de 2007, de 21,3 trillones de euros y una media diaria de volumen de negocio de 103 billones de euros.

El mercado de valores portugués tras culminar el 1 de marzo de 2000 con su proceso de homogeneización nacional, al unir la Bolsa de Valores de Lisboa con la Bolsa de Derivados de Porto en la Bolsa de Valores de Lisboa y Porto, se unió a la plataforma bursátil Euronext en febrero de 2002 (siendo su integración definitiva en 2003) tras la firma de un Memorandum of Understanding en julio de 2001. Participa, por tanto, en un mercado que se ha convertido en el líder mundial en admisión y negociación de productos al contado y derivados sobre tipos de interés, obligaciones y distribución de datos al mercado lo que, consecuentemente, coloca al mercado portugués en la vanguardia de los mercados bursátiles europeos con el atractivo que ello supone para la captación de capitales y, por ende, para la revalorización de los activos que en el mismo se coticen.

Los procesos de fusión de los mercados han de continuar en el futuro con el objetivo de mejorar las posiciones financieras, reducir los costes y ampliar los efectos de las sinergias. Entre estos movimientos caben destacar la compra de la gestora de la Bolsa de Milán, Borsa Italiana, por parte de la Bolsa de Londres, en una operación valorada en 6.600 millones de euros o las continuas ofertas que recibe la propia Bolsa de Londres para ser integrada en NASDAQ (que controla el 30% de sus acciones) o NYSE Euronext y conformar, así, un gran mercado de valores.

4. CONCLUSIONES

Como se ha podido comprobar el mercado de valores portugués se ha confirmado como una referencia de liquidez y rentabilidad, especialmente en los períodos de inestabilidad que han sufrido recientemente el conjunto de los mercados mundiales.

Ello es consecuencia del notable esfuerzo que se ha realizado en el

plano económico durante los últimos años para competir al mismo nivel que las principales economías de Europa y cumplir con lo acordado en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento europeo.

Se ha de señalar, igualmente, que este esfuerzo ha estado acompañado por una transformación del mercado de valores portugués hacia la integración en la principal plataforma bursátil europea, NYSE Euronext, lo que le ha dotado de unos parámetros de calidad, transparencia y seguridad al más alto nivel. Este hecho unido a la circunstancia de poseer unas buenas ratios bursátiles, un alto potencial de crecimiento y unos elevados niveles de liquidez aumenta su atractivo y su consideración una excelente oportunidad de inversión que habría de ser aprovechada, especialmente por el inversor español.

BIBLIOGRAFÍA

- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, Relatório Anual 2005.
 Diario Expansión, Ediciones de 15 de Mayo (pág. 28) y 9 de Junio (pág. 10 Suplemento Fin de Semana)
<http://www.bolsasymercados.es>
<http://www.bolsamadrid.es>
<http://www.bportugal.pt>
<http://www.cnmv.es>
<http://www.cmvm.pt>
<http://www.euronext.com>
<http://www.ine.es>
<http://www.ine.pt>
<http://www.expansiondirecto.com>
<http://www.sbolsas.es>
<http://www.world-exchanges.org>

Notas

1. Autor de contacto: Universidad de Extremadura; Facultad de Económicas; Av. de Elvas s/n; 06071 Badajoz; España.
2. Volatilidad mensual anualizada calculada como la desviación típica de las rentabilidades diarias durante el mes $\times \sqrt{250}$
3. Centramos el análisis de los mercados en el contexto europeo por lo que consideramos dentro de la plataforma NYSE Euronext únicamente los mercados, y consecuentemente los índices, de París, Ámsterdam, Bruselas y Lisboa.



