

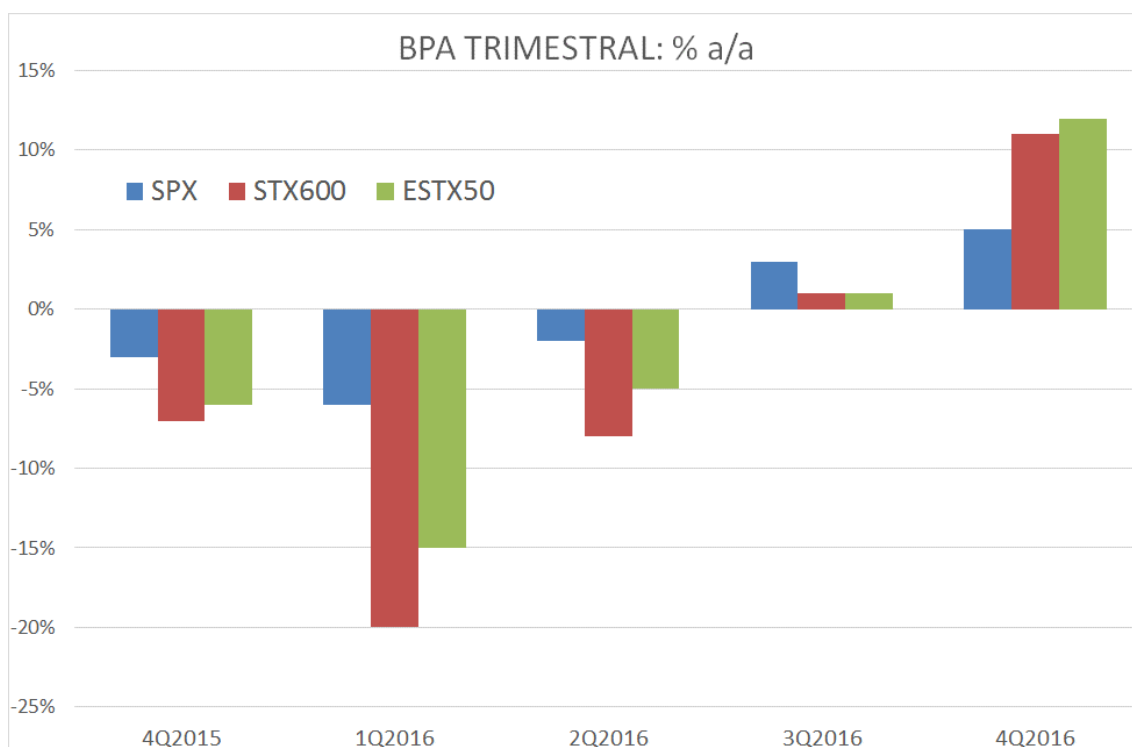
INDICES BOLSA			RENTABILIDAD BONOS		FUTUROS BOLSA		
	Ultimo	%		Ultimo (%)		Ultimo	%
Ibex 35	9.716	-0,36	USA 10y	2,47	Eurostoxx 50	3.377	-0,27
Ibex Mid Cap	9.736	0,40	GER 10y	0,30	Dax	12.017	-0,34
Ibex Small Cap	5.434	-0,50	ESP 10y	1,69	S&P 500	2.375	-0,31
Dow Jones	21.003	-0,53	ESP-GER 10y	1,39	Dow Jones	#N/A N/A #N/A N/A	
S&P 500	2.382	-0,59	USA 2y	1,31	DIVISAS		
Nasdaq 100	5.363	-0,51	GER 2y	-0,85	EUR/\$	1,0526	0,19
Dax	12.060	-0,06	ESP 2y	-0,14	EUR/Yen	120,17	0,10
Cac 40	4.964	0,06	ESP-GER 2y	0,71	Dólar/Yen	114,17	0,22
Milan FTE	19.441	0,39	MATERIAS PRIMAS				
Nikkei	19.469	-0,49			Gold	1231,1	-1,37
Shangahi Comp.	3.218	-0,36			Silver	17,735	-4,00
Bovespa Brasil	65.855	-1,69			Oil W. Texas	52,78	-2,27

COMENTARIO DE MERCADO

Crecimiento de los beneficios en Europa: esta vez es diferente. En los últimos años se ha repetido un patrón frustrante respecto a los beneficios de las compañías europeas. Todos los años se anticipaba que los beneficios iban a crecer a tasas del 10% o más pero a lo largo del año estas expectativas se iban rebajando hasta acabar en un crecimiento plano o negativo. La crisis bancaria, la crisis de las materias primas y energía, la fortaleza del euro o el entorno semi-deflacionista que ha dominado en Europa estarían entre los factores que explican la recaída de los beneficios en Europa a partir de 2012 en contraste con la fuerte recuperación en EEUU. Los datos del 4º trimestre que está a punto de completarse, sin embargo, parecen reflejar un punto de inflexión en este sentido reflejando una clara salida de la fase de recesión de trimestres anteriores. Esta vez sí, las previsiones de crecimientos de más del 10% en los próximos dos años tienen viso de convertirse en realidad.

Exuberancia ... ¿racional?. Tras subir más de un 20% desde las elecciones presidenciales de noviembre, la Bolsa americana presenta niveles de valoración bastante elevados en términos históricos con un PER 12 meses forward cerca de 18x el BPA operativo. Esto es sin embargo algo normal en un mercado alcista en la medida en que refleja confianza en la evolución futura de la economía y las empresas. El final de un gran ciclo alcista se produce cuando coinciden unas valoraciones muy elevadas con un cambio brusco de las expectativas de crecimiento. Mientras este segundo factor no se produzca, la bolsa puede mantener muchos años su comportamiento alcista pese a que los ratios de valoración sean altos. Fue en 1996 cuando Alana Greenspan alertó por primera vez de los riesgos de un mercado sobrevalorado con su famosa expresión de “exuberancia irracional”. En los siguientes cinco años la bolsa americana experimentó uno de los períodos más alcistas de su historia antes de llegar al fin de ciclo. Si resulta razonable asumir que la economía y los beneficios de las empresas van a mantener su crecimiento en los próximos años, entonces estaría más bien ante un caso de “exuberancia racional” con unas valoraciones elevadas pero que se justifican por el crecimiento esperado. Las valoraciones en Europa son bastante más bajas (Eurostoxx 50 PER 14,2x, Ibex Per 13,6x) y las previsiones de crecimiento de los dos próximos años superiores por lo que, con permiso de las incertidumbres políticas, sería razonable esperar un gradual mejor comportamiento de la Bolsa europea en los próximos meses.

Resultados del 4º trimestre: se confirma el crecimiento generalizado. El factor clave detrás de la fase correctiva de los mercados en 2015/16 ha sido la recesión experimentada por los beneficios de las empresas, en buena medida provocada por la crisis de las materias primas que tuvo un impacto directo en los sectores de energía y materias primas pero que afectó a otras muchas compañías a través de la fuerte depreciación de las divisas de los países emergentes. Tras un tercer trimestre de 2016 con tímidos crecimientos positivos, el 4º trimestre muestra ya una clara aceleración con crecimientos del 5% en EEUU y más del 10% en Europa respecto al 4º trimestre de 2015.

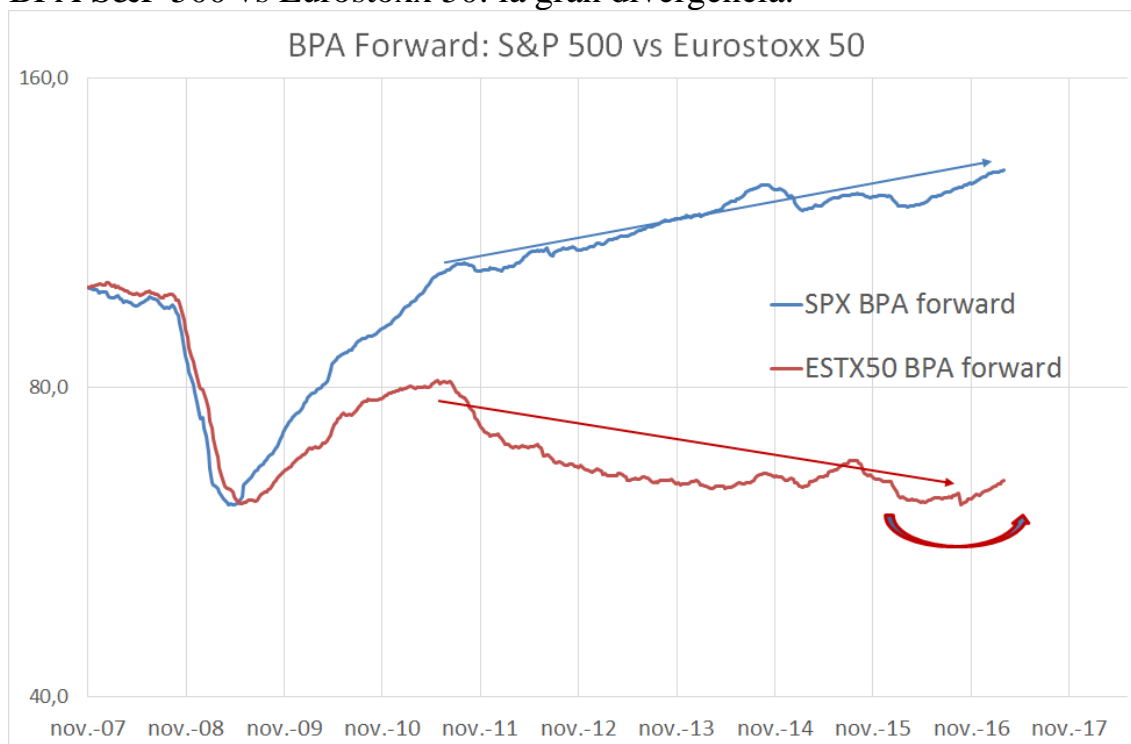


Previsiones de crecimientos del 10% anual en próximos tres años en Europa: esta vez es diferente. En el caso de Europa la aceleración en el crecimiento de los beneficios rompe no sólo con la fase de recesión de los últimos trimestres, sino con una tendencia más estructural que viene desde 2011 cuando el estallido de la crisis del euro hizo descarrilar el proceso de recuperación económica en Europa. Desde entonces la evolución de los beneficios empresariales en EEUU y Europa ha seguido caminos divergentes con un crecimiento sostenido en el primer caso (con el breve paréntesis de 2015/16) y una senda descendente en Europa. Bien es cierto que la caída de los beneficios agregados de los índices europeos esconde parte de la realidad. Frente a algunos sectores que han mantenido un buen comportamiento durante estos años, el impacto de unos pocos sectores con el bancario a la cabeza explica en buena medida la prolongada recesión de los beneficios agregados en Europa. Una vez que el sector bancario parece finalmente haber completado su saneamiento, salvo puntuales excepciones, con la crisis de materias primas y energía definitivamente atrás, y un entorno de inflación más favorable que en años pasados parece que, esta vez sí, los beneficios de las empresas europeas están en condiciones de cumplir las expectativas del consenso de analistas que apuntan a crecimientos del orden del 10% anual en los próximos años. En la tabla siguiente de previsiones sectoriales puede apreciarse además que el crecimiento se espera generalizado en todos los sectores.

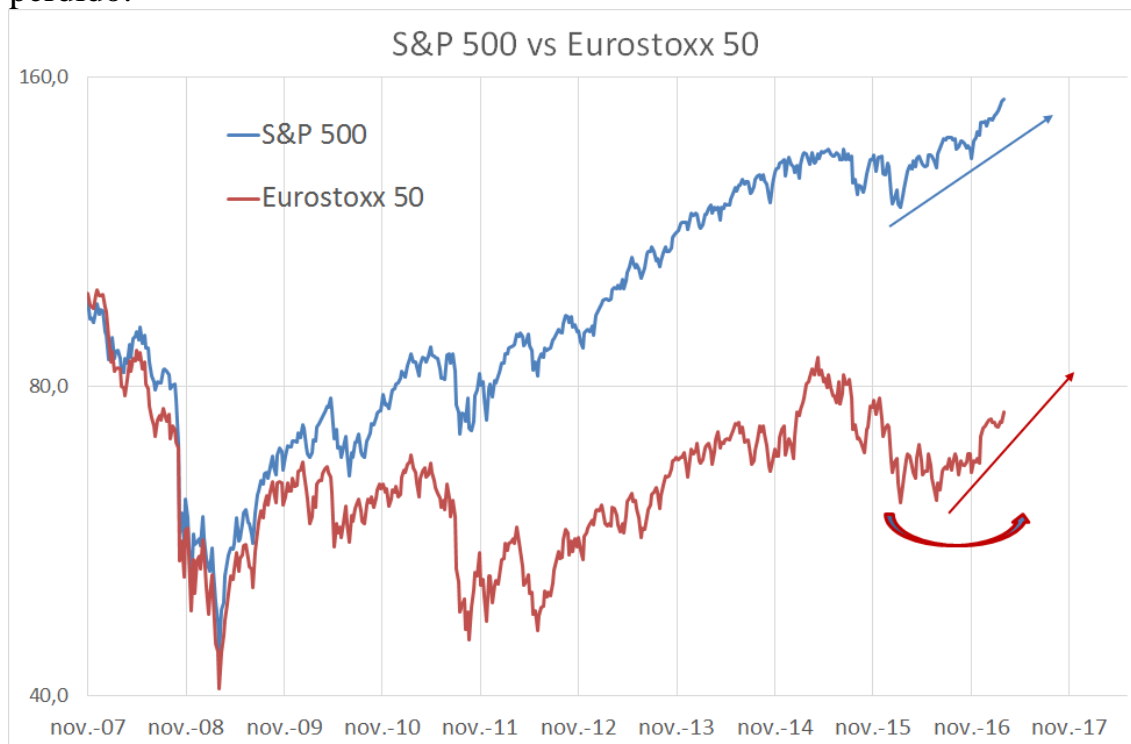
Previsiones crecimiento BPA Eurostoxx 50 y sectores 2016-2019:

	Cos	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
Euro Stoxx 50 Index	50	-0.23%	10.51%	10.16%	7.30%
Companies Included	50	50	50	50	50
-----Basic Materials-----					
Total Sector	3	2.12%	8.31%	7.96%	8.01%
Chemicals	3	2.12%	8.31%	7.96%	8.01%
-----Consumer Goods-----					
Total Sector	9	-3.93%	12.71%	7.59%	0.13%
Automobiles & Parts	3	-3.06%	9.00%	5.52%	-8.98%
Food & Beverage	2	-23.95%	29.82%	10.93%	11.21%
Personal & Household Goods	4	9.42%	10.29%	9.14%	8.50%
-----Consumer Services-----					
Total Sector	3	21.16%	14.30%	15.27%	11.86%
Media	1	1.96%	21.42%	20.12%	14.08%
Retail	2	25.10%	13.11%	14.40%	11.44%
-----Financials-----					
Total Sector	11	0.56%	4.48%	8.95%	6.65%
Banks	7	0.53%	6.01%	11.30%	8.20%
Insurance	3	0.21%	1.43%	4.23%	3.14%
Real Estate	1	6.43%	4.41%	6.87%	7.55%
-----Health Care-----					
Total Sector	4	0.08%	2.61%	8.04%	10.20%
-----Industrials-----					
Total Sector	8	12.92%	7.74%	12.01%	11.74%
Construction & Materials	3	21.89%	13.98%	11.07%	14.20%
Industrial Goods & Service	5	10.49%	5.88%	12.31%	10.96%
-----Oil & Gas-----					
Total Sector	2	-27.03%	63.36%	21.09%	19.16%
-----Technology-----					
Total Sector	3	1.05%	10.19%	16.75%	15.40%
-----Telecommunications-----					
Total Sector	3	4.89%	10.19%	11.52%	7.10%
-----Utilities-----					
Total Sector	4	-2.85%	5.12%	7.50%	7.76%

BPA S&P 500 vs Eurostoxx 50: la gran divergencia.

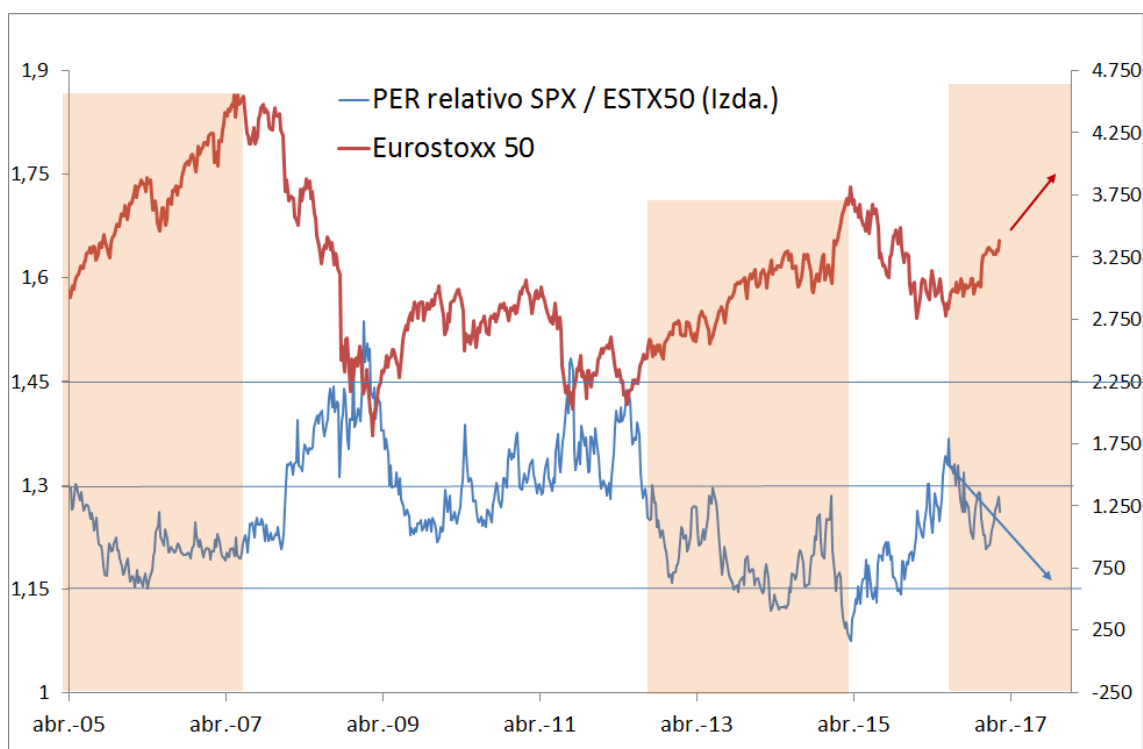


La Bolsa europea está en condiciones de recuperar parte del terreno perdido.



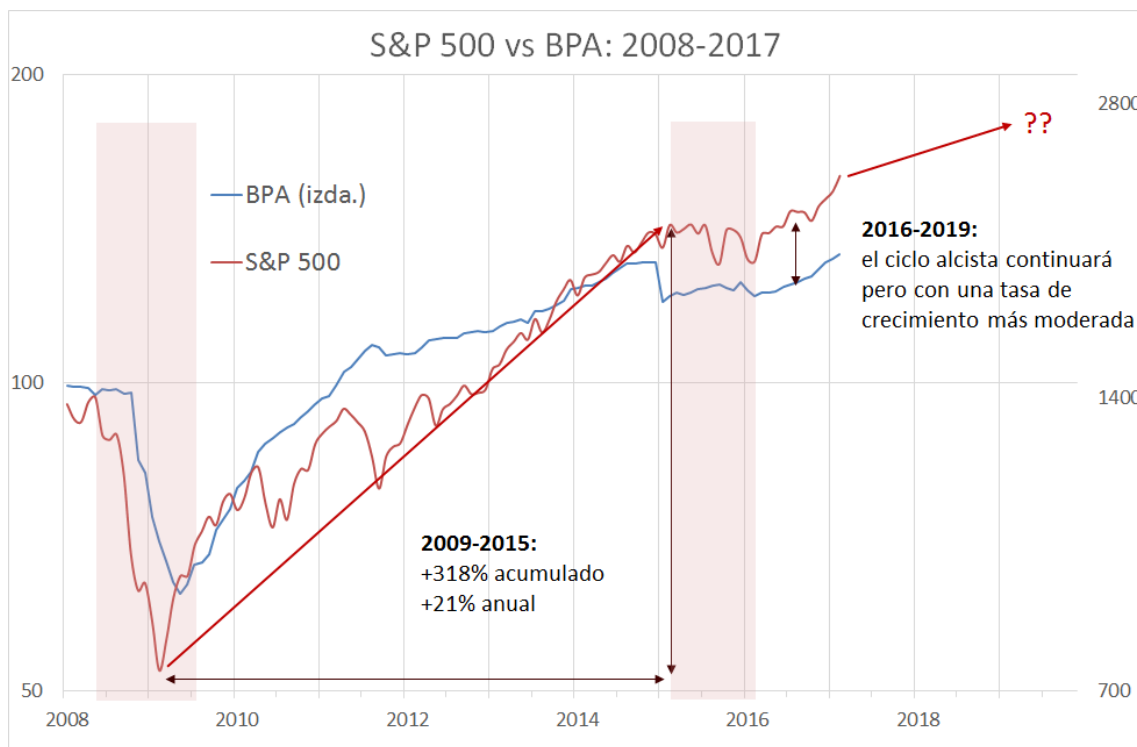
Valoración relativa EEUU/Europa.

La Bolsa americana ha cotizado históricamente con una prima respecto a Europa. Medida como el cociente entre el PER forward entre el S&P 500 y el Eurostoxx 50 la prima ha oscilado entre el 15% y el 45% desde 2005. Diferentes expectativas de crecimiento y, sobre todo, diferentes perfiles de riesgo de las compañías y los países han justificado en el pasado estas primas. En general la valoración relativa de EEUU tiende a aumentar durante las crisis o procesos bajistas y disminuye durante los procesos alcistas (zonas sombreadas en el gráfico). Actualmente el PER del S&P 500 de 17,9x es cerca de un 30% superior al del Eurostoxx 50 que es de 14,2x. Esta diferencia puede considerarse en la media desde 2005 pero en un entorno alcista y de crecimiento como el que esperamos cabe esperar que tienda a reducirse hacia el 15% aprox. Es decir, en los próximos meses/años cabe esperar que el comportamiento de la Bolsa europea supere a la americana por un doble motivo: superiores expectativas de crecimiento y disminución de la prima de valoración relativa de la bolsa americana.

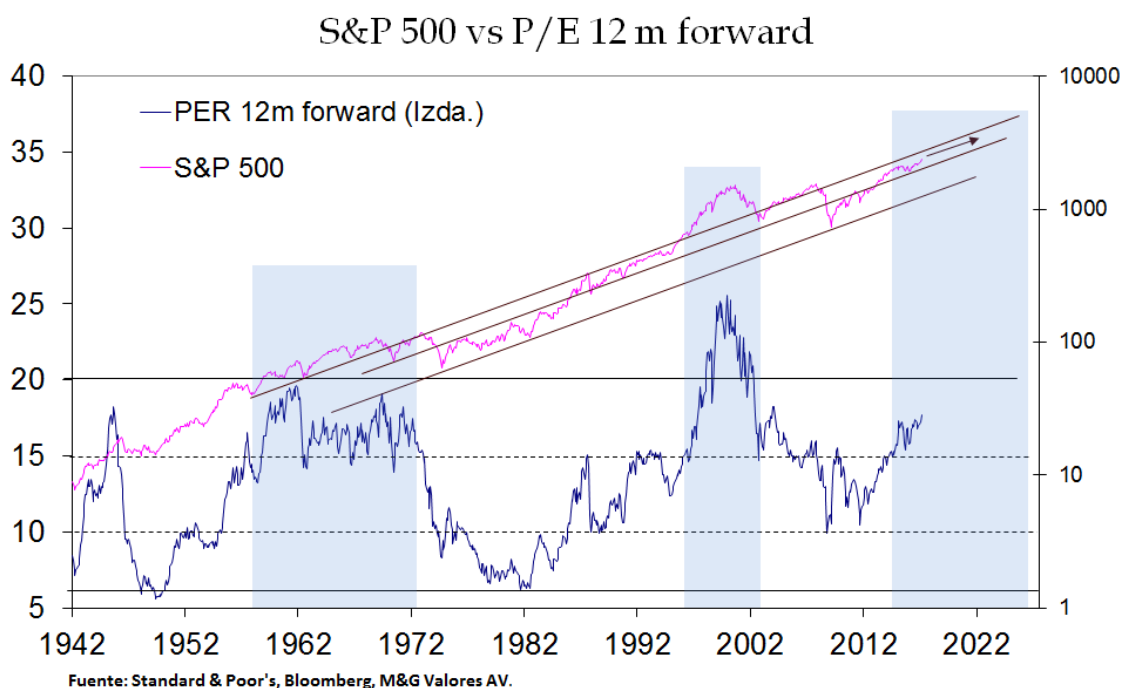


Las valoraciones absolutas nos muestran una Bolsa americana cara en términos históricos con un PER forward cerca de 18x. Esto puede interpretarse en el sentido de que la rentabilidad que puede esperarse en próximos años será más bien moderada y en línea con el crecimiento de los beneficios ya que es poco probable que se encarezca mucho más. Históricamente niveles de PER como el actual se han mantenido en entornos alcistas del mercado durante los años 60' y 90' y el final de ambos ciclos llegó en el marco de una recesión, y no simplemente porque el mercado estuviera caro. Si tenemos en cuenta los actuales niveles de rentabilidad de los bonos la valoración de la Bolsa puede considerarse la correcta (según "modelo de la Fed" empleando Rentabilidad de bonos Baa Corp.). En Europa

Fuerte tirón de la Bolsa por encima del crecimiento del BPA

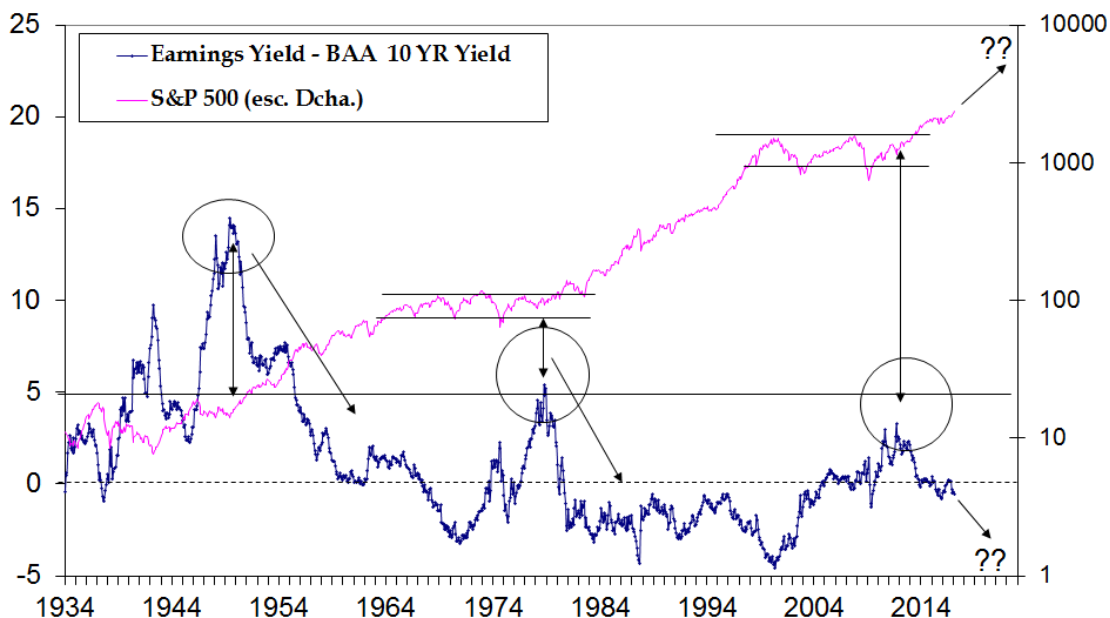


... lleva al PER a niveles históricamente elevados pero que se han sostenido durante años en la década de los 60' y 90'.



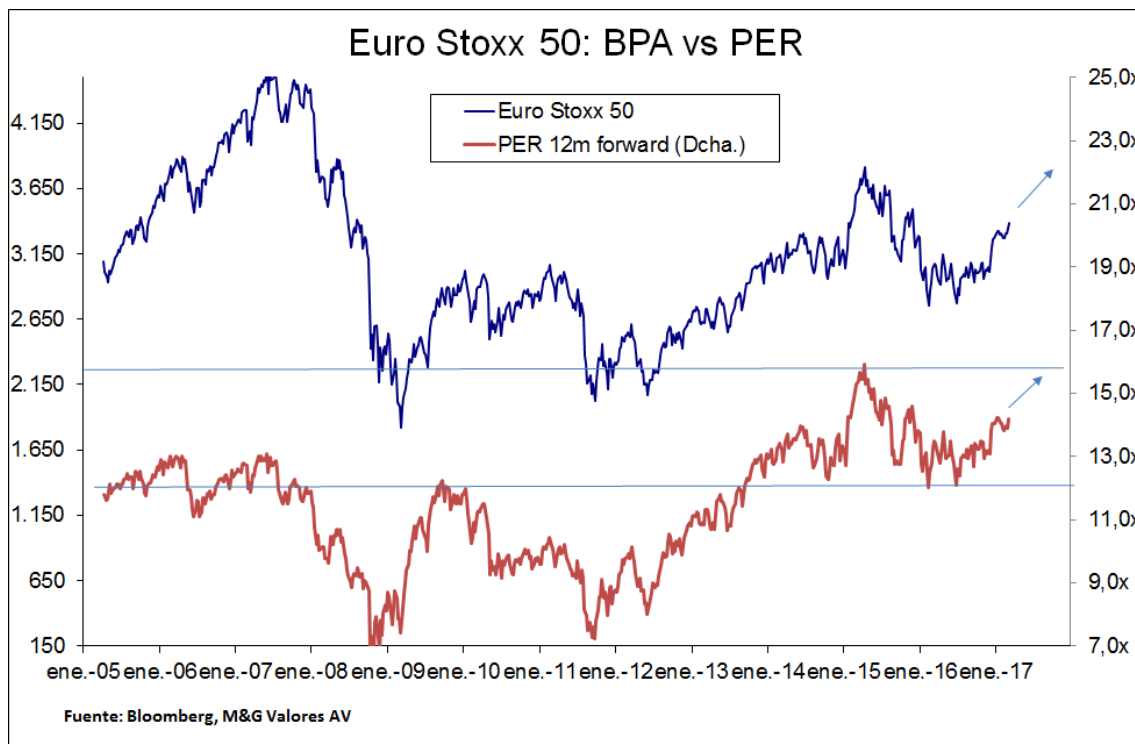
La valoración de la Bolsa actual es correcta de acuerdo a la rentabilidad de los bonos (Baa Corp) y está lejos de los niveles extremos que pueden señalar techos cíclicos,

S&P 500: Earnings Yield Gap



La Bolsa europea podría cotizar a un PER de 16x en un entorno de crecimiento y tipos de interés bajos.

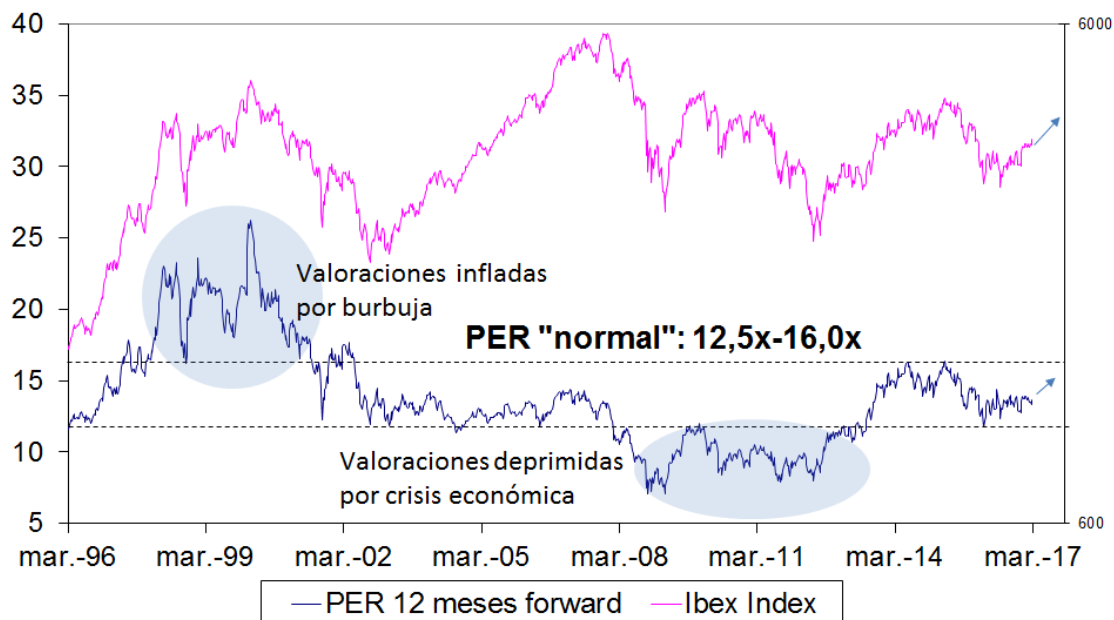
Euro Stoxx 50: BPA vs PER



Fuente: Bloomberg, M&G Valores AV

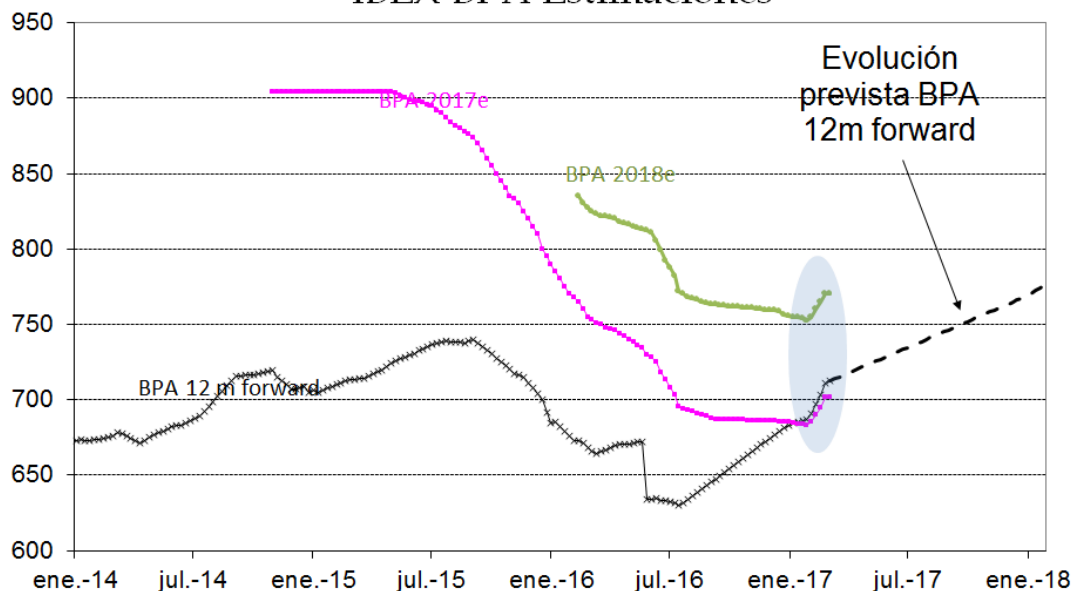
La Bolsa española con un PER forward de 13,6x tiene potencial de revalorización importante.

Ibex 35 vs PER 12 meses forward



La publicación de resultados ha dado lugar a una importante revisión al alza de las estimaciones para 2017/18

IBEX BPA Estimaciones



ANÁLISIS TÉCNICO





Departamento de Análisis.

Nicolás López

Director.

91.347.06.17

Email: mganalisis@mgvalores.com

Blog: www.mgvalores.com

Twitter: @nicolas_lopezm