

INDICES BOLSA			RENTABILIDAD BONOS		FUTUROS BOLSA		
	Ultimo	%		Ultimo (%)		Ultimo	%
Ibex 35	8.713	-0,50	USA 10y	1,75	Eurostoxx 50	2.993	-0,86
Ibex Mid Cap	8.721	-0,75	GER 10y	0,02	Dax	10.498	-0,81
Ibex Small Cap	4.761	-0,02	ESP 10y	1,05	S&P 500	2.149	-0,35
Dow Jones	18.269	-0,07	ESP-GER 10y	1,03	Dow Jones	#N/A	N/A #N/A
S&P 500	2.161	0,05	USA 2y	0,85	DIVISAS		
Nasdaq 100	4.874	-0,08	GER 2y	-0,66	EUR/\$	1,1109	-0,47
Dax	10.494	-0,71	ESP 2y	-0,21	EUR/Yen	115,41	0,54
Cac 40	4.449	-0,69	ESP-GER 2y	0,45	Dólar/Yen	103,88	0,06
Milan FTE	16.470	-0,13			MATERIAS PRIMAS		
Nikkei	16.860	-0,23			Gold	1252,9	-1,22
Shangahi Comp.	3.005	0,21			Silver	17,305	-1,98
Bovespa Brasil	60.644	0,65			Oil W.Texas	50,66	1,22

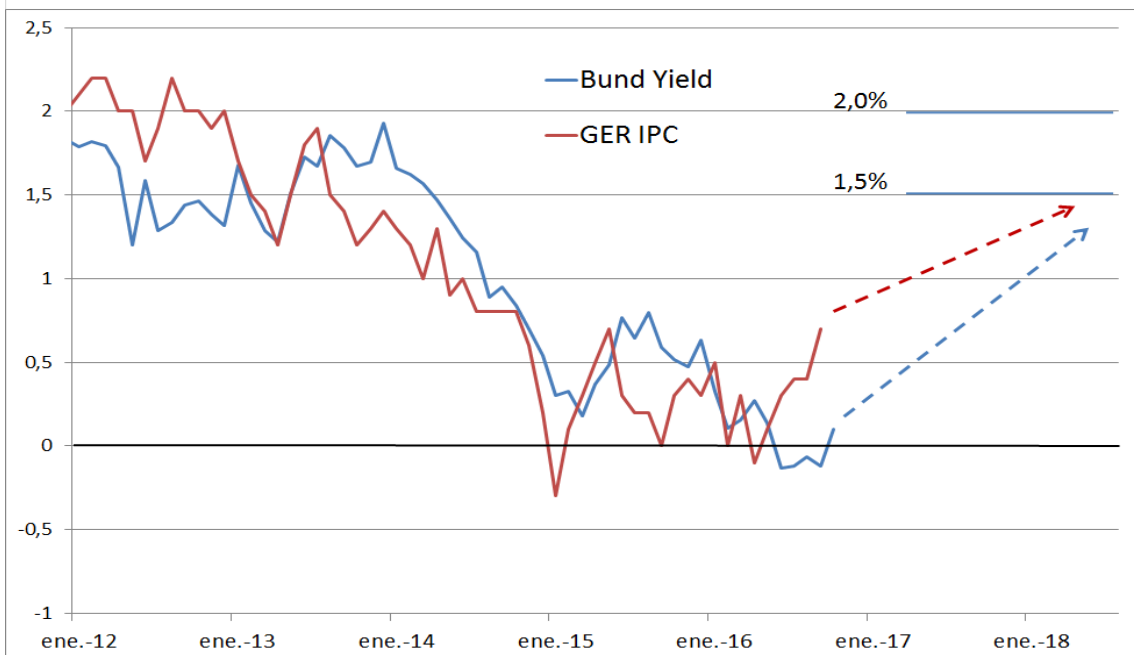
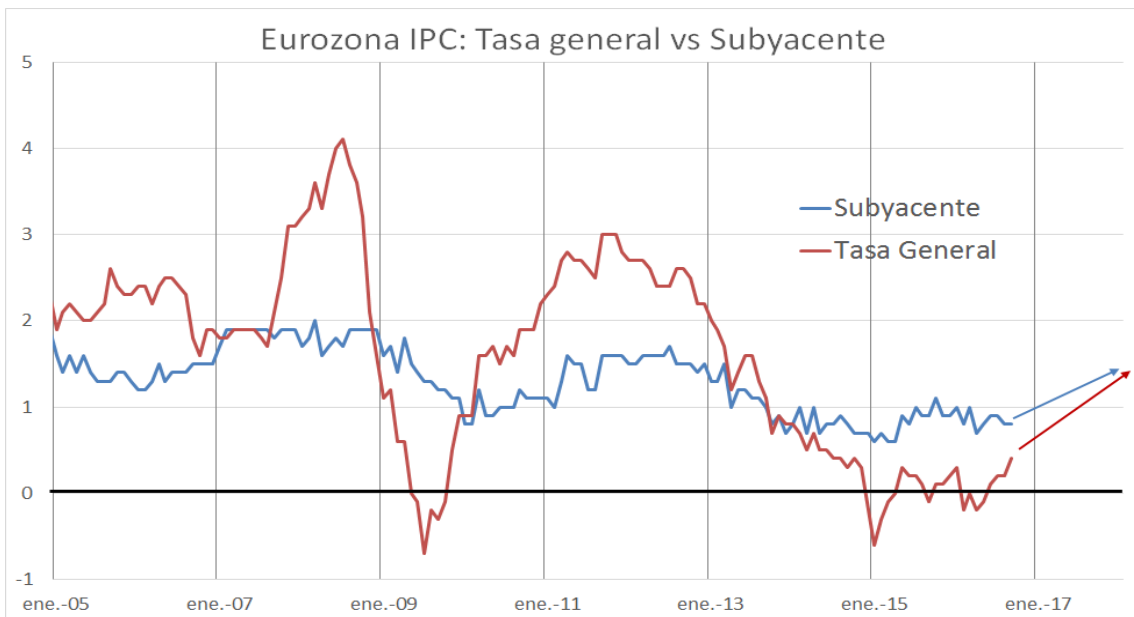
## COMENTARIO DE MERCADO

**La eurozona se aleja de la deflación.** Los últimos datos de inflación en Europa empiezan a reflejar la subida de los precios de la energía de los últimos meses. Después de un año y medio fluctuando alrededor del 0%, en septiembre la tasa interanual de inflación se ha situado en el 0,4%, su nivel más elevado desde finales de 2014. Aunque lejos todavía del objetivo a medio plazo del BCE del 2%, parece al menos alejar las fuertes presiones deflacionistas que afectan a Europa en los últimos años. La consolidación de un suave proceso reflacionista en los próximos meses tendría repercusiones importantes para los mercados financieros que ya empiezan a manifestarse tímidamente.

**El BCE espera a diciembre para evaluar posibles cambios en el programa de estímulos.** El programa de compra de activos por valor de 80.000 millones de euros al mes que viene implementando el BCE estará vigente “al menos” hasta marzo de 2017. A medida que nos acercamos a esa fecha el BCE tendrá que decidir si se va a prolongar unos meses más o por el contrario va a empezar un gradual proceso de retirada hasta su cancelación total. Pese a recientes especulaciones en el sentido de que el BCE estaría discutiendo cómo finalizar el programa de compra de bonos, creemos que con toda probabilidad éste se prolongará más allá de marzo de 2017 dejando abierta su duración en la medida en que se considere necesario. Actualmente las previsiones de inflación del BCE son del 1,3% en 2017 y 1,5% en 2018 con crecimientos del PIB del 1,5%, demasiado bajas como para pensar en un final próximo de los estímulos. Sigue considerando además que los riesgos a estas previsiones son a la baja por lo que seguramente en diciembre, cuando se publicarán nuevas previsiones hasta 2019, se anunciará la extensión del QE.

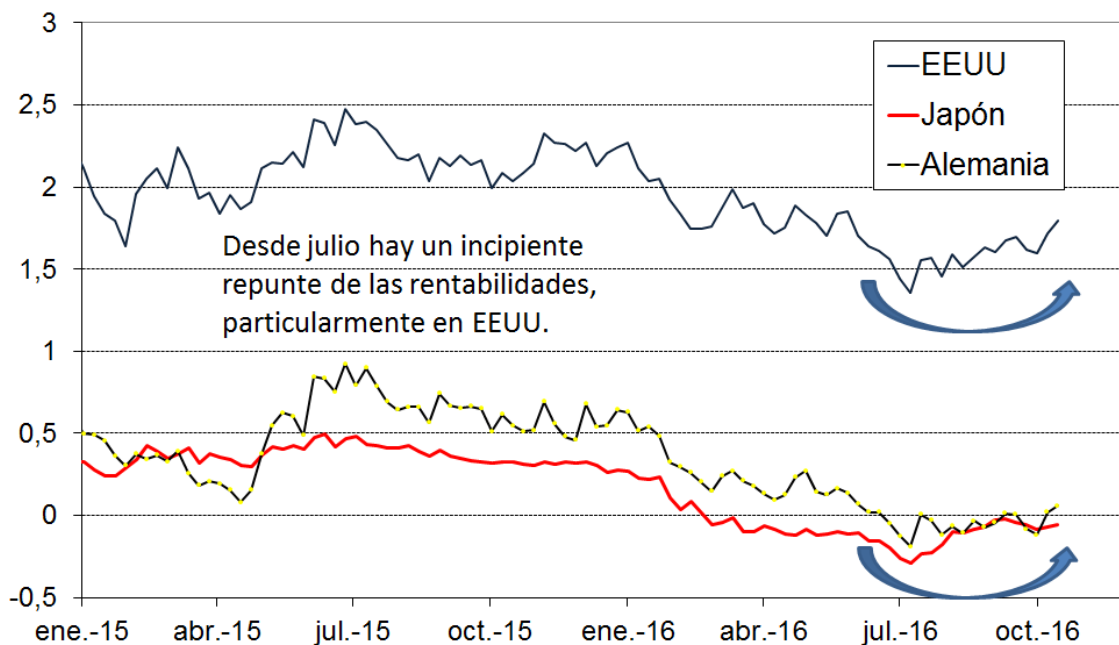
**A la espera del crecimiento de los beneficios.** La recesión de beneficios en EEUU tocó fondo en el primer trimestre de 2016. En conjunto este año tendrá un crecimiento más bien plano de los beneficios pero se proyectan crecimientos del 8-10% para 2017-18. En Europa la recesión/estancamiento de los beneficios dura ya 5 años en los que las previsiones de crecimiento se han visto permanentemente frustradas. En los últimos meses el proceso de revisión a la baja de las estimaciones parece haber finalizado. Las proyecciones apuntan a crecimientos del orden del 10-15% en los dos próximos años que los mercados todavía no asumen con claridad aunque esperamos que lo hagan en próximos meses.

**La eurozona se aleja de la deflación.** Los últimos datos de inflación en la eurozona confirman la consolidación de un incipiente repunte de la tasa general de inflación. Después de más de un año y medio fluctuando alrededor del 0%, en septiembre se ha situado en el 0,4% que supone su nivel más alto desde finales de 2014. El hecho de que la tasa subyacente (que excluye energía y alimentos) se mantenga todavía bastante estable parece indicar que de momento el repunte responde fundamentalmente a la subida de los precios del crudo en los últimos meses. Previsiblemente, sin embargo, en los próximos meses se consolidará un suave aumento de la inflación que nos vaya acercando a medio plazo hacia el objetivo del BCE del 2%.



**¿Empiezan a cambiar las expectativas en los mercados?** Este movimiento está favoreciendo un cierto cambio de expectativas que tiene su reflejo en los mercados financieros. En particular se aprecia un incipiente repunte en los plazos largo de las rentabilidades de los bonos, más perceptible en EEUU, pero que se ha trasladado también a Europa e incluso Japón. Quizás es prematuro asumir que estamos en el inicio de una tendencia sostenible, pero existen indicios diversos de que la fase de riesgo deflacionista empieza a quedar atrás. No esperamos, en todo caso, un repunte muy intenso en las rentabilidades especialmente en Europa. La situación en la eurozona apunta a un repunte muy gradual de la inflación en los próximos 2-3 años y un crecimiento más bien modesto de la economía. Creemos que las rentabilidades negativas irán desapareciendo poco a poco pero de momento esperamos que se estabilicen en la banda 0,0%-0,5% en los países “core” y en la banda 1,0%-1,5% en España o Italia.

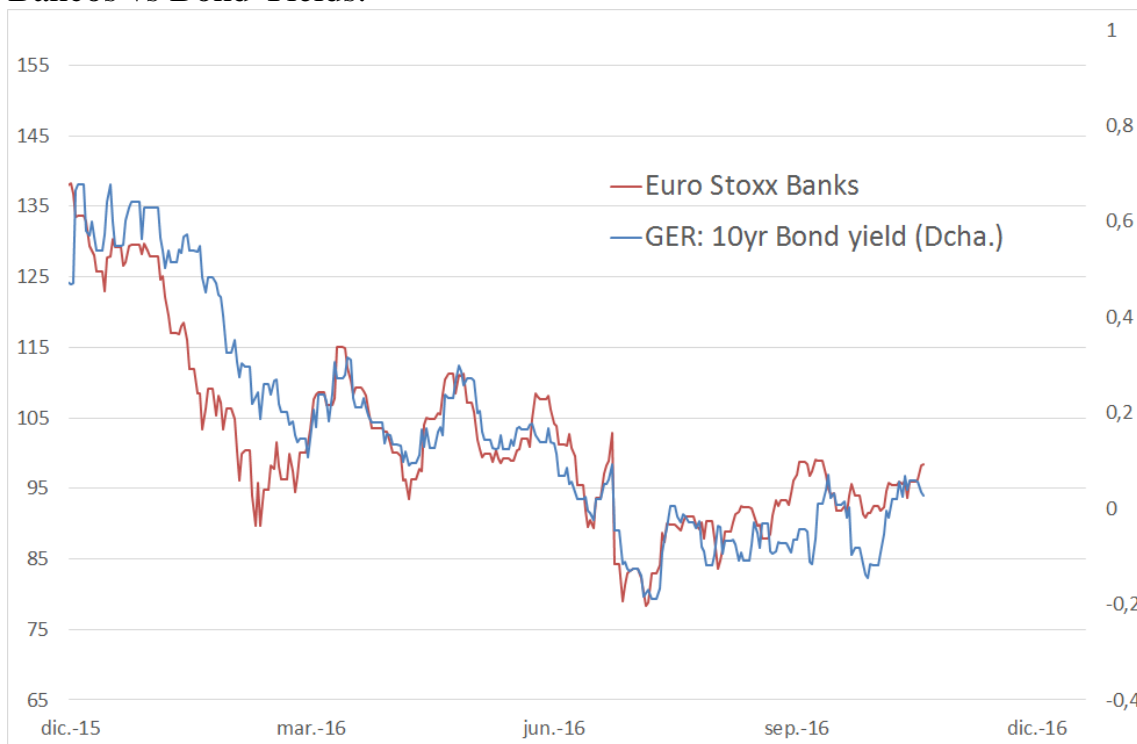
### Rentabilidad Bonos Tesoro 10 años



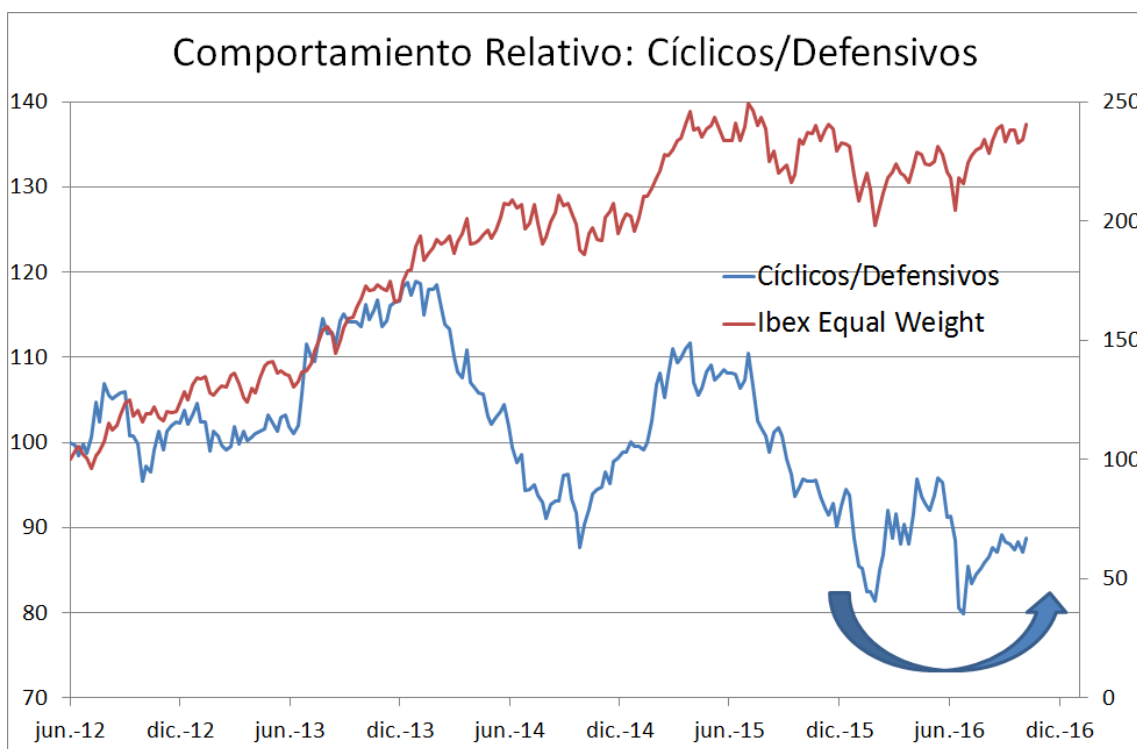
Las consecuencias para la bolsa europea de unas mayores expectativas de inflación pueden ser también importantes:

- Se refuerza la idea de que los beneficios empresariales estarían tocando fondo tras 5 años de recesión/estancamiento.
- Se aprecian síntomas de que finalmente podemos estar entrando en una fase de mejor comportamiento relativo de la bolsa europea vs bolsa americana dado el fuerte diferencial de valoración.
- Rotación desde sectores defensivos hacia sectores más cíclicos: Industrial, Construcción, Autos, Consumo cíclico, Energía, Seguros, Recursos Básicos y finalmente.... ¿Bancos?
- La fuerte correlación observada en los últimos meses entre el índice sectorial bancario y las rentabilidades de los bonos a largo plazo apunta a que el sector bancario estaría entre los grandes beneficiados de un repunte de las rentabilidades.

**Bancos vs Bond Yields.**



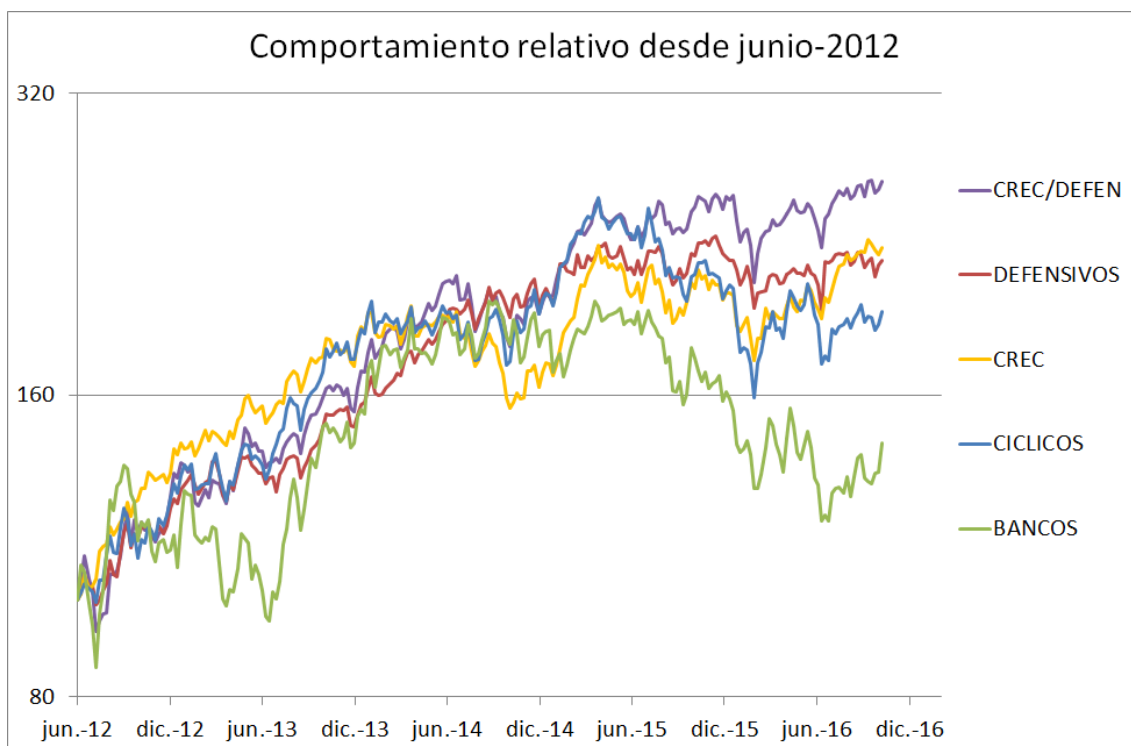
Una rotación hacia valores cíclicos, dentro de un movimiento alcista general, sería una señal de confianza en la economía.



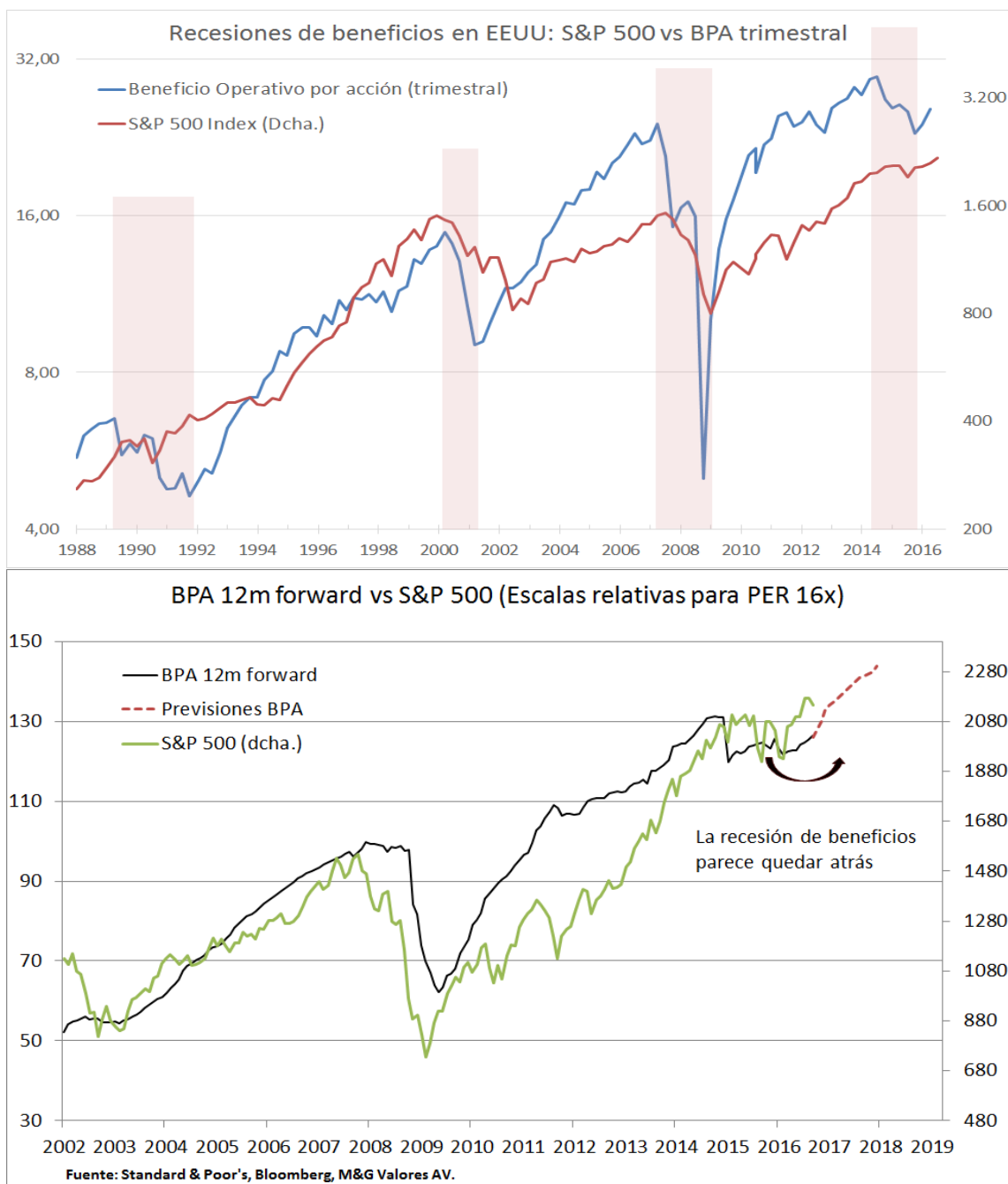
Valores del Ibx por tipo de valor:

	←	MENOS RIESGO	MAS RIESGO	→	
	CRECIMIENTO		CRECIMIENTO		
DEFENSIVOS	DEFENSIVO	CRECIMIENTO	CICLICO	CICLICOS	BANCOS
ENAGAS	ABERTIS	AMADEUS	TECNICAS REUNIDAS	MELIA	BBVA
GAS NATURAL	FERROVIAL	DIA	GAMESA	MAPFRE	POPULAR
IBERDROLA	ACCIONA	INDITEX		ARCELOR MITTAL	SANTANDER
RED ELECTRICA	ACS	INDRA		MEDIASET	SABADELL
TELEFONICA	CELLNEX	GRIFOLS		IAG	BANKIA
ENDESA	MERLIN			REPSOL	BANKINTER
VISCOFAN	AENA			ACERINOX	CAIXABANK

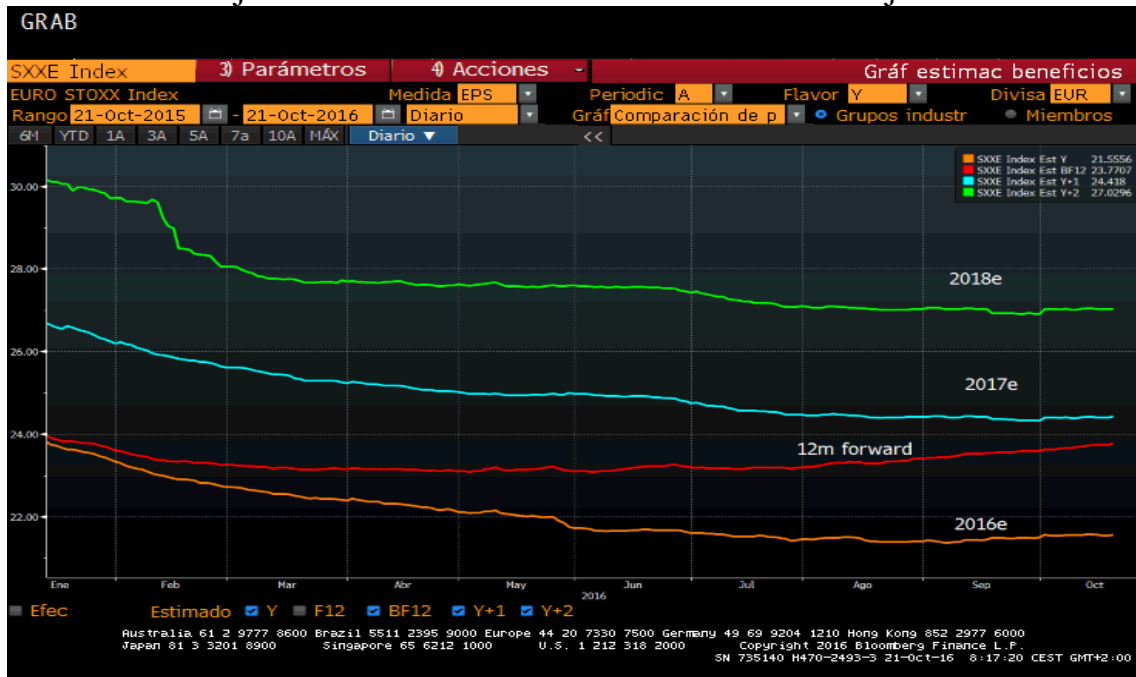
En la tabla anterior hemos clasificado los valores del Ibx según sus características como tipo de inversión. Los bancos serían en principio valores cíclicos pero los hemos separado por sus especiales circunstancias en los últimos años. En el gráfico siguiente hemos recogido la evolución en Bolsa de estos grupos asumiendo una ponderación igual de cada valor (“equal weight”). Como se aprecia, durante la fase alcista de 2012 a 2015 todos los sectores subieron de forma más o menos homogénea con el sector cíclico a la cabeza y el bancario mostrando ya cierta debilidad. En la fase bajista de 2015/16 las diferencias entre sectores han sido notables con los valores defensivos y de crecimiento aguantando mucho mejor que los cíclicos/bancos. A día de hoy todavía no se puede afirmar que estemos de nuevo en una fase alcista aunque creemos que estamos cerca de ella. En un mercado alcista cabría esperar subidas generalizadas en todos los sectores, pero más fuertes en los que han quedado más retrasados en la corrección: bancos y cíclicos. Una subida que se apoye exclusivamente en el rebote de estos últimos no sería muy sostenible y sería indicativa de que seguimos en un entorno lateral/correctivo como el que nos acompaña desde principios de año.



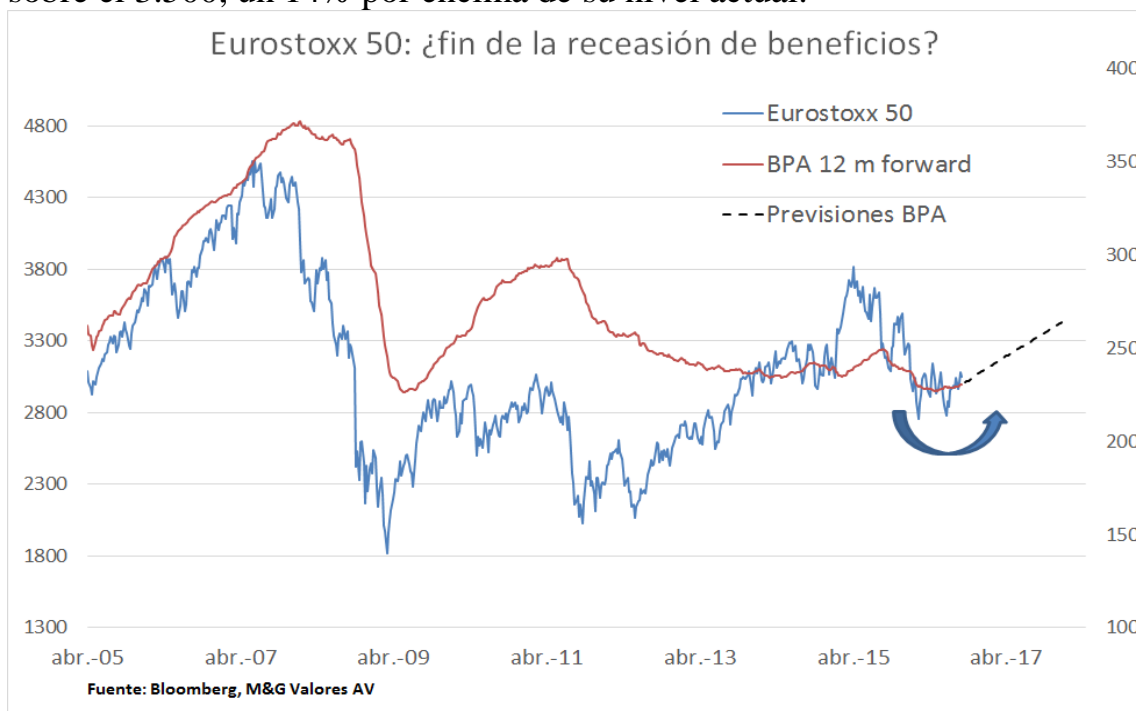
**Fin de la recesión de beneficios en EEUU.** En el gráfico siguiente hemos señalado los períodos con caídas significativas de los beneficios de las empresas del S&P 500 desde 1988. Los tres primeros períodos se produjeron en el marco de recesiones económicas mientras que el más reciente la economía ha seguido creciendo pese a la caída de los beneficios. La explicación es que en buena medida la reciente recesión de beneficios en EEUU se ha producido en unos sectores muy concretos, energía y materias primas fundamentalmente, pero la situación general de la economía no se ha deteriorado en exceso. Una vez que la crisis del petróleo ha quedado atrás, cabe esperar que el crecimiento de los beneficios se reanude en próximos trimestres tal y como proyectan los analistas. De acuerdo con esas proyecciones, y asumiendo un PER 12 meses forward de 16x, el S&P 500 podría situarse sobre los 2.300 puntos a finales de 2017, un modesto 7% por encima de sus niveles actuales.



Evolución BPA Eurostoxx 50 estimado para 2016, 2017 y 2018 desde principio de año por lo que el Forward está creciendo: el proceso de revisión a la baja de las estimaciones se ha detenido desde julio.



En Europa la recesión de beneficios dura ya 5 años pero se observan indicios de que pueda estar acabando. Con las estimaciones actuales y un PER de 13x tendríamos un objetivo para el Eurostoxx 50 a fin de 2017 sobre el 3.500, un 14% por encima de su nivel actual.



Fuente: Bloomberg, M&G Valores AV

## ANALISIS TECNICO

En los últimos días se han producido algunos movimientos significativos en el corto plazo pero todavía la situación de medio-largo plazo se mantiene sin cambios respecto a anteriores comentarios.

Los índices europeos han salido de sus rangos laterales de corto plazo y han hecho un movimiento hacia las zonas de resistencia críticas que venimos señalando. Este movimiento ha estado impulsado por la caída del euro y por el fuerte rebote del sector bancario. Otros sectores, sin embargo, se muestran algo remisos a subir con claridad por lo que de momento no podemos confirmar el inicio de un proceso alcista sostenido.

En próximos días o semanas debería producirse finalmente esa ruptura o bien iniciar un nuevo retroceso dentro del amplio rango lateral de los últimos meses. Seguimos esperando una resolución alcista pero no se puede descartar que se retrase todavía algún tiempo.

La situación de los índices norteamericanos no ha variado en los últimos días. Siguen en su proceso de consolidación lateral de las últimas semanas y de momento no han acompañado el tirón alcista de los índices europeos.





Departamento de Análisis.

**Nicolás López**

Director.

91.347.06.17

Email: [mganalisis@mgvalores.com](mailto:mganalisis@mgvalores.com)

Blog: [www.mgvalores.com](http://www.mgvalores.com)

Twitter: @nicolas\_lopezm