

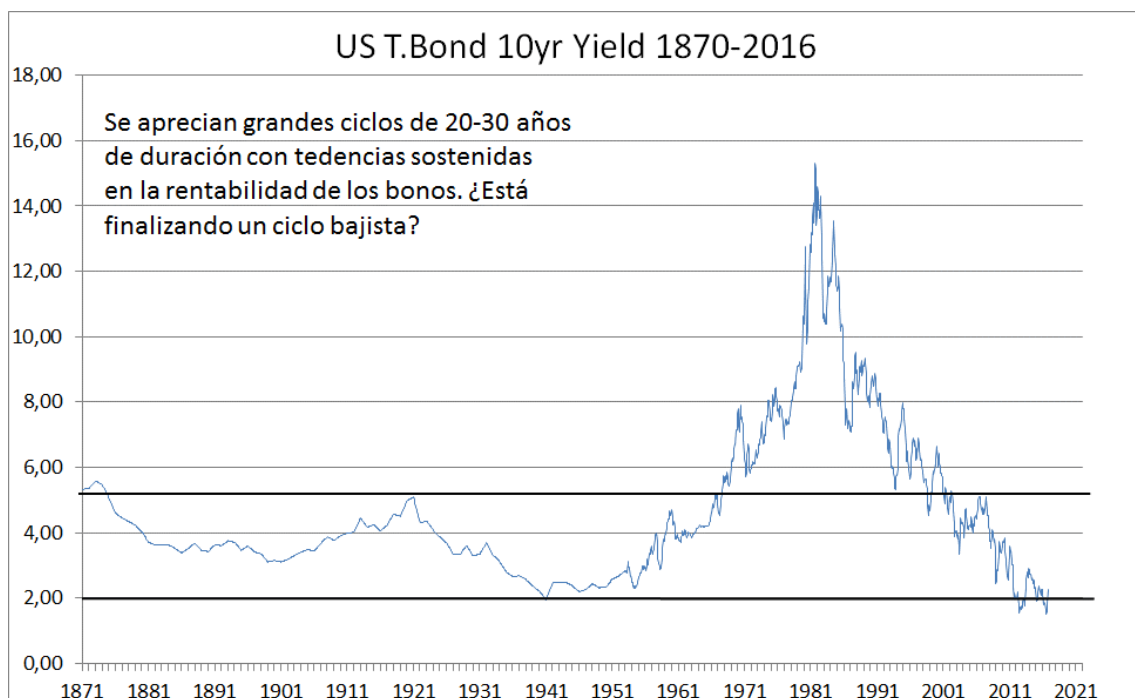
INDICES BOLSA			RENTABILIDAD BONOS		FUTUROS BOLSA		
	Ultimo	%		Ultimo (%)		Ultimo	%
Ibex 35	8.718	0,92	USA 10y	2,33	Eurostoxx 50	3.049	0,40
Ibex Mid Cap	8.677	0,22	GER 10y	0,32	Dax	10.732	0,48
Ibex Small Cap	4.583	0,10	ESP 10y	1,66	S&P 500	2.183	-0,07
Dow Jones	18.904	0,19	ESP-GER 10y	1,34	Dow Jones	#N/A	N/A #N/A
S&P 500	2.187	0,47	USA 2y	1,05	DIVISAS		
Nasdaq 100	4.827	0,72	GER 2y	-0,63	EUR/\$	1,0596	-0,38
Dax	10.686	0,20	ESP 2y	-0,09	EUR/Yen	117,36	-0,43
Cac 40	4.528	0,59	ESP-GER 2y	0,54	Dólar/Yen	110,75	-0,57
Milan FTE	16.555	-0,03			MATERIAS PRIMAS		
Nikkei	17.967	0,59			Gold	1208,7	-0,57
Shangahi Comp.	3.193	-0,49			Silver	16,615	-0,92
Bovespa Brasil	59.770	-1,63			Oil W.Texas	44,94	-0,33

COMENTARIO DE MERCADO

Y ahora, Italia. Cuando todavía perduran las turbulencias en los mercados como consecuencia del triunfo de Donald Trump en las elecciones, un nuevo factor de inestabilidad política empieza a afectar a los mercados. El referéndum italiano del 4 de diciembre busca un cambio constitucional que deje un mayor margen de maniobra al gobierno para llevar a cabo las reformas que considera necesarias para salir del largo período de estancamiento económico. El objetivo de Renzi se ha encontrado con la previsible oposición de los populistas del Movimiento 5 Estrellas y la Liga Norte, pero también del centro-derecha que ha visto en el referéndum una oportunidad para desgastar a Renzi. Las encuestas parecen apuntar a una derrota de Renzi que ha prometido dimitir y convocar nuevas elecciones en caso de ser rechazada su propuesta. Esto abriría un período de incertidumbre política y retrasaría la necesaria reestructuración del sector bancario pendiente de la decisión del gobierno. El aumento de la prima de riesgo de los países periféricos y nuevas turbulencias en el sector bancario serían la consecuencia a corto plazo de un triunfo del no en el referéndum.

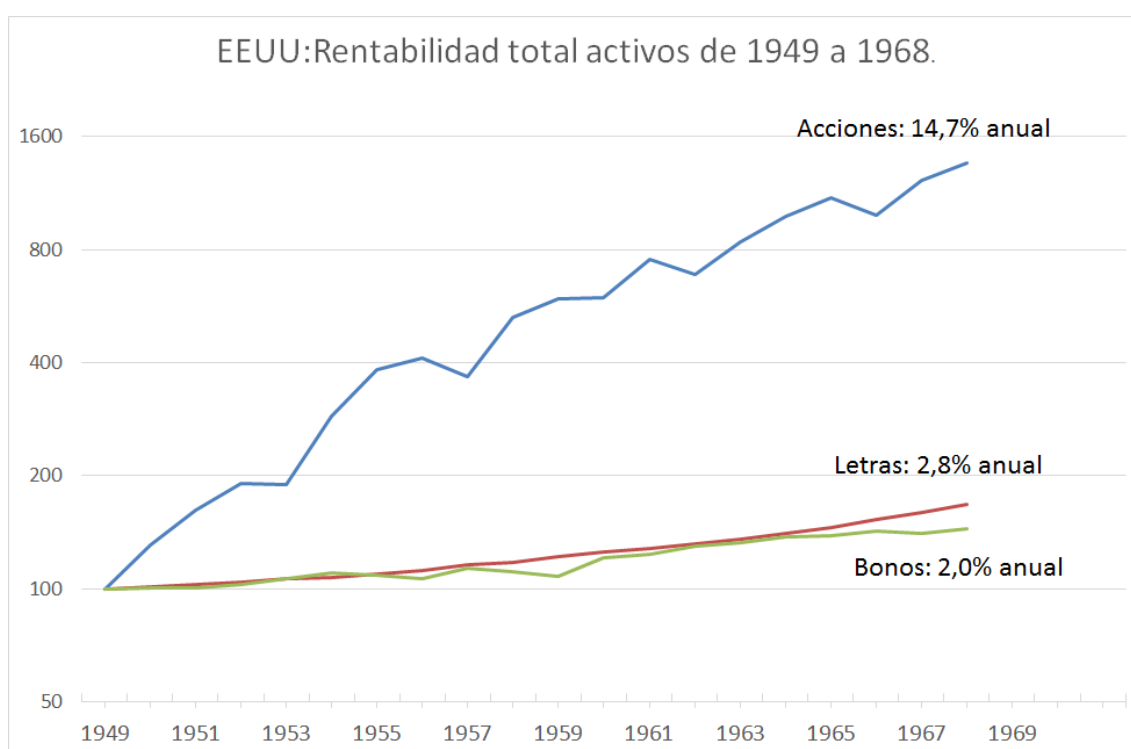
Trumponomics vs Trumpolitics. De la incredulidad de hace unos meses a la realidad de la victoria de un candidato inverosímil en las elecciones presidenciales norteamericanas. Los mercados tratan de anticipar las consecuencias de un Presidente con una agenda económica que mezcla estímulos fiscales con proteccionismo y una agenda política que es una absoluta incógnita pero que apunta en dirección contraria al proceso globalizador de las últimas décadas. Los mercados de momento se han quedado con una interpretación más bien positiva de los efectos que tendría una política fiscal expansiva a corto plazo en EEUU. Más dudas se perciben sobre las consecuencias de estas políticas en otros países. Los emergentes han reaccionado con caídas por el temor al proteccionismo y Europa se ha quedado a medio camino por los efectos cruzados de un dólar más fuerte (positivo), tipos de interés más altos (negativo) y sobre todo por el riesgo que se deriva de las afinidades de Trump con los movimientos políticos que se oponen a la integración europea en diversos países. El mencionado referéndum italiano y, sobre todo, las elecciones en Francia el año que viene adquieren ahora una relevancia mucho mayor a la vista del creciente avance de movimientos con tintes populistas y anti-globalización.

¿Fin al ciclo bajista secular de los tipos de interés? Allá por el año 2005 el entonces Presidente de la Fed Alan Greenspan acuñó el término “conundrum” (enigma) para referirse al hecho de que las rentabilidades a largo plazo de los bonos se mantuvieran en niveles anormalmente bajos (entonces sobre el 4,5%) pese a que la economía crecía con fuerza y al elevado déficit por cuenta corriente del país. Las rentabilidades de los bonos han seguido bajando desde entonces hasta un mínimo del 1,5 % y la explicación que se ha dado al enigma ha ido en dirección a las bajas expectativas de inflación a largo plazo y éstas, a su vez, se relacionan con un escenario de crecimiento débil. Los factores que explicarían este crecimiento débil son de tipo estructural: una demografía estancada en los países desarrollados y con un crecimiento cada vez menor en el resto del mundo, la transformación de la economía por las nuevas tecnologías que a corto plazo tienen un efecto disruptivo sobre el crecimiento, etc. Más allá de estos factores objetivos parece evidente que existen unos grandes ciclos de inflación/deflación cuya naturaleza escapa a un análisis económico racional. No son pocos los analistas/gestores que defienden que estaríamos ante un cambio de ciclo después de 36 años de inflación y tipos de interés a la baja. No nos atreveríamos a hacer un pronóstico concluyente de este tipo pero sí merece la pena señalar dos cuestiones al respecto. Por un lado, que el supuesto cambio de ciclo sería muy probablemente un proceso gradual de varios años de duración tutelado por los bancos centrales, y por otro, que un escenario de ese tipo es compatible con un escenario económico y de los mercados positivo en general.

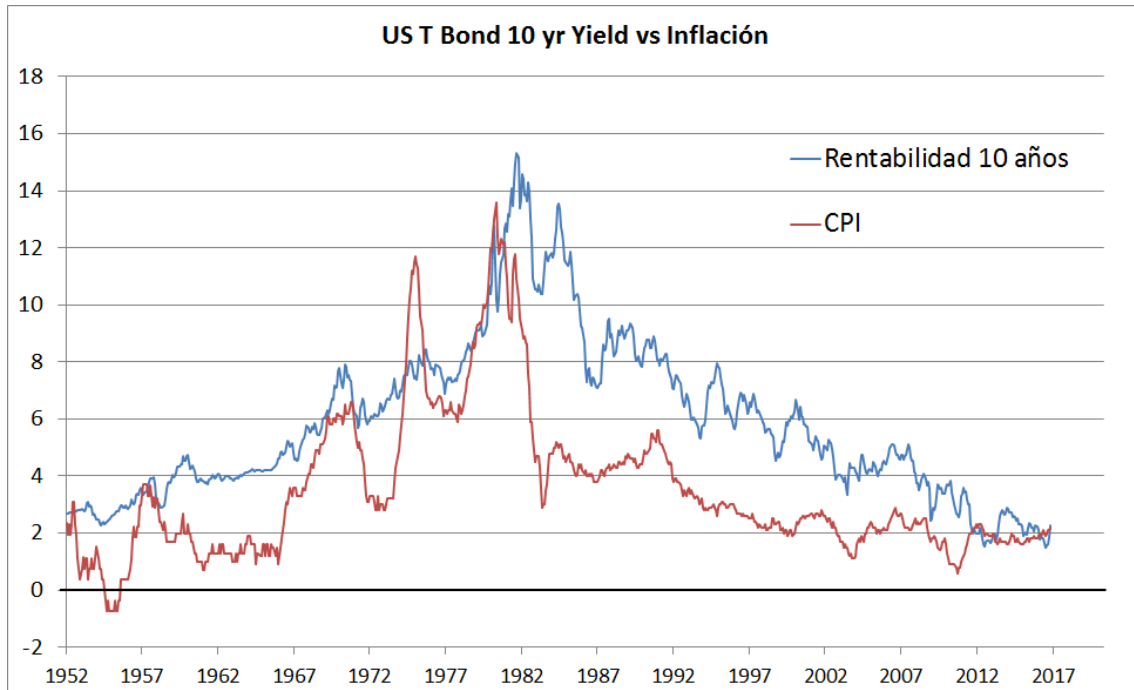


Comportamiento de los mercados en un ciclo alcista secular de los tipos de interés. La referencia del anterior ciclo alcista que tenemos se desarrolló entre 1941 y 1981 aproximadamente. Al igual que ha sucedido ahora, las rentabilidades de los bonos siguieron cayendo 8 años más tras la Gran Depresión hasta que hicieron suelo en 1941. Ahí se inició un período hasta 1949 en que la Reserva Federal mantuvo la rentabilidad en el 2% y fue a partir de ese año que dejó de intervenir y se inició propiamente un ciclo alcista. Las rentabilidades subieron muy gradualmente durante los siguientes 16 años hasta situarse en el 4,5% en 1965 y a partir de ese año la subida se fue acelerando gradualmente en paralelo con la crisis inflacionista de los años 70'. Un escenario así, con un aumento gradual de las rentabilidades en los próximos 15 años hasta el 4-5% sería sin duda un escenario en general positivo para los mercados y

consistente con un sano crecimiento de la economía. Supondría dejar atrás el “conundrum” y entrar en una senda de normalización monetaria y de una inflación moderada consistente con un crecimiento sostenido. En definitiva, un escenario ideal para la bolsa y la economía al menos hasta la fase final del ciclo en que las tensiones inflacionistas hacen mella en los mercados y acaban provocando una recesión. Los retornos obtenidos por diferentes activos (acciones, letras y bonos) reflejan claramente que éste es un escenario favorable para las acciones. No es bueno para los bonos, lógicamente, pero tampoco el escenario catastrófico que algunos anuncian. Un Fondo de renta fija tenderá a obtener una rentabilidad anual acumulada en un período así muy parecida a la rentabilidad actual de los bonos. Esto es, del orden del 2% anual en EEUU, del 1,5% en España o del 0,5% en bonos europeos “core”.



La rentabilidad de la bolsa americana en el período 1949-1968 fue muy elevada acercándose al 15% anual. Esta rentabilidad fue posible, además de por el fuerte crecimiento económico del período, por las valoraciones extremadamente bajas que había en esa época con un PER del S&P 500 de 6,0x en 1949. La situación actual es bastante diferente con un PER de 16,5x y un crecimiento esperado de la economía del 2,5% anual en los próximos años. En consecuencia, la rentabilidad a largo plazo que cabría esperar de la bolsa americana desde sus niveles actuales estará más en el entorno del 7% anual que el 15% de aquella época.

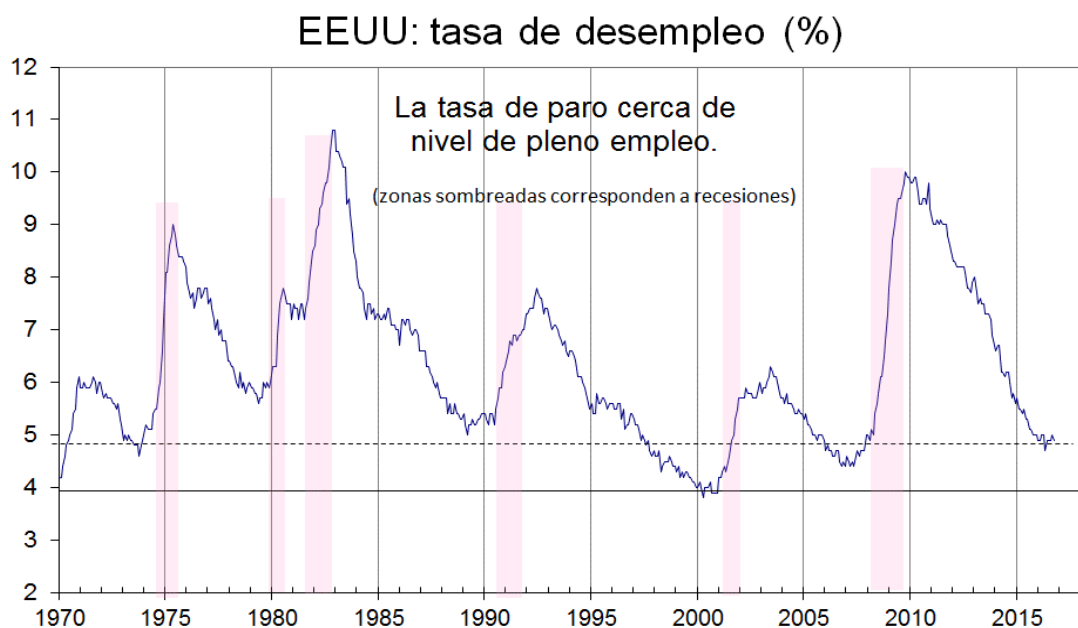
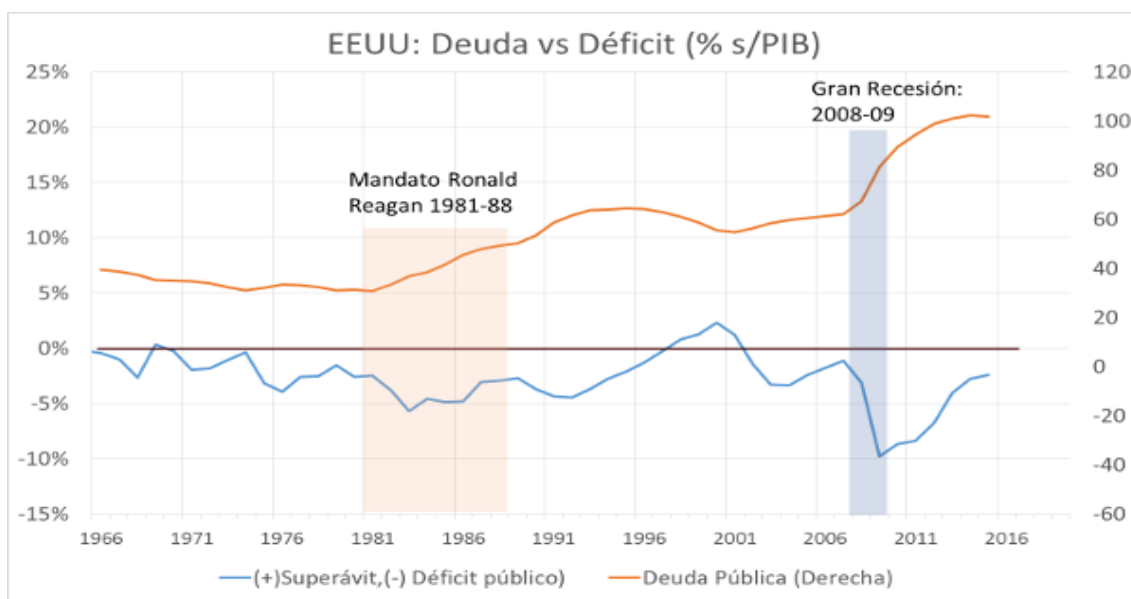


Trumponomics: el mercado apuesta por más crecimiento e inflación en EEUU. La victoria de Donald Trump ha provocado un pequeño terremoto en los mercados por los movimientos de los inversores que tratan de anticipar el escenario económico del mandato del nuevo Presidente. En esencia los inversores parecen apostar por más crecimiento, inflación y tipos de interés más elevados. La base principal de este cambio de percepción es el programa de inversión pública y rebaja de impuestos que, sin concretar demasiado, prometió durante la campaña. Personalmente soy bastante escéptico que una política de ese tipo vaya a suponer un gran cambio en las dinámicas de la economía global en los próximos años. Un impulso fiscal a la economía puede tener un impacto significativo dependiendo de la naturaleza del mismo y de las condiciones concretas en que se encuentre la economía. Aunque habría que esperar a ver cuál es el diseño final de ese programa, lo que sabemos es que Trump se ha referido a inversiones en infraestructuras que necesitarían cierta renovación. Sin duda, si se gastan un 1% del PIB en los dos próximos años en arreglar las autopistas financiándolo con deuda, el PIB tendrá un impulso de esa cuantía, pero desaparecerá cuando acabe el programa sin mayores consecuencias para la economía. Otra cosa sería construir una red de autopistas por todo el país que impulse el tráfico de pasajeros y mercancías por carretera, generando así una ganancia en productividad para la economía. Pero resulta que esto ya lo hizo Eisenhower hace más de 60 años.

¿Trumponomics = Reagonomics? Se tiende a establecer cierto paralelismo entre las políticas de Trump y lo que sucedió con Ronald Reagan, pero la situación de la economía en la actualidad no tiene nada que ver con la de 1.981. Reagan se encontró en una crisis inflacionista y a la Reserva Federal aplicando un tratamiento de choque en forma de subidas de tipos de interés agresivas. Los mercados de bonos y acciones estaban por los suelos y para completar el panorama al año de su llegada la economía entró en recesión. A partir de ahí Reagan puso en marcha sus medidas de aumento del gasto público y recorte de impuestos y la economía inició un nuevo ciclo de crecimiento. Digamos que se daban las condiciones para una recuperación cíclica intensa de la economía acompañada por un fuerte proceso alcista en las bolsas y los bonos. La deuda pública era de apenas el 30% del PIB, por lo que los déficits del orden del 5%

del PIB se tradujeron en un aumento asumible de la deuda hasta el 50% del PIB que no impidió que los tipos de interés bajaran durante esos años.

Los estímulos pueden no generar crecimiento en una economía en pleno empleo. La situación actual de la economía norteamericana es la opuesta en muchos sentidos. Venimos de un período de déficits muy elevados que han llevado la deuda a superar el 100% del PIB. La economía lleva ya 7 años de expansión y la tasa de paro está en el 4,9% frente al 10% en 1982. No parece que tenga mucho sentido tratar de estimular el crecimiento de una economía que está prácticamente en pleno empleo en un momento delicado en que se busca iniciar un proceso de normalización de los tipos de interés.



Esperamos un efecto bastante limitado de los estímulos en la economía. En el mejor de los casos creemos que estas políticas crearán un impulso transitorio artificial a la economía que se desvanecerá a la finalización de los programas. En el peor, supone adentrarse por un camino peligroso de estímulos cada vez mayores ante la falta de resultados positivos que dejen un legado de deuda que no haga sino agravar el problema de un crecimiento relativamente débil en los últimos años. Vivimos en un mundo de tipos de interés e inflación anormalmente bajos desde hace muchos años. Hay muchos factores complejos interactuando detrás de este escenario, entre ellos una demografía en declive y una economía en transformación desde lo físico hacia lo virtual o digital. Una cosa es acompañar este proceso con unas políticas monetarias que eviten los riesgos deflacionistas que se deriven de este escenario, y otra tratar de impulsar artificialmente el crecimiento por caminos no sostenibles. La economía es cada vez más una economía de servicios y consumo. El peso de la inversión tradicional es cada vez menor, no porque esté transitoriamente deprimida, sino porque la naturaleza de la economía está cambiando. Las grandes empresas invierten cada vez más en activos intangibles y menos en activos físicos. Es por eso que un programa estatal de inversión en infraestructuras físicas difícilmente va a tener un impacto significativo en el crecimiento económico más allá del que se deriva estrictamente del gasto en sí.

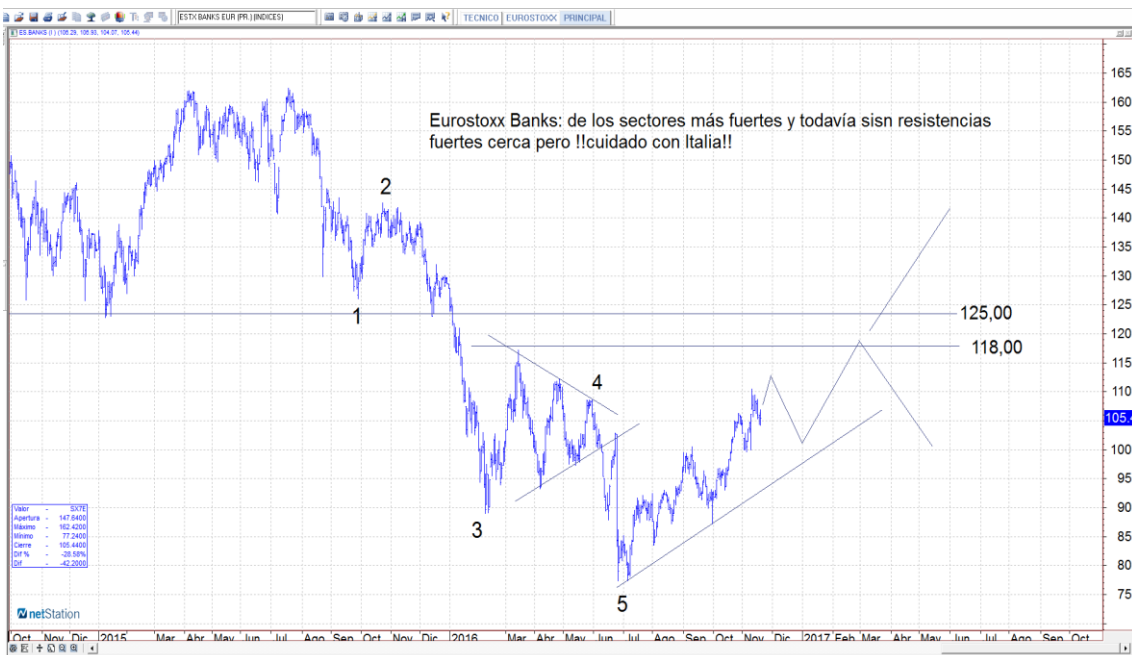
ANÁLISIS TÉCNICO

El cambio más importante que se ha producido en los mercados europeos en los últimos días se deriva de la fuerte rotación sectorial desde sectores defensivos hacia sectores más cíclicos, en particular Financieros y Recursos Básicos. De momento, sin embargo, seguimos sin ver una ruptura alcista en los índices e incluso en los sectores lo que hemos visto es un movimiento hacia niveles de resistencia en unos sectores y una caída a niveles de soporte en otros.

La tendencia de los índices europeos sigue siendo lateral y de momento no tiene visos de cambiar la situación a corto plazo. Esperaríamos que en las próximas semanas veamos al menos una estabilización en los sectores defensivos que han sufrido fuertes caídas. De los sectores que están subiendo sin duda los financieros son los más fuertes a corto plazo: Bancos, Seguros y Servicios Financieros podrían mantener cierta fortaleza pero no nos fiaríamos demasiado de un mercado liderado casi en exclusiva por un sector tan volátil como el bancario. Seguimos esperando a una ruptura de los rangos laterales con un movimiento apoyado por una mayoría de sectores. Esperamos que esta ruptura acabe produciéndose pero es probable que haya que esperar todavía algún tiempo para ello.









Departamento de Análisis.

Nicolás López

Director.

91.347.06.17

Email: mganalisis@mgvalores.com

Blog: www.mgvalores.com

Twitter: @nicolas_lopezm