

INDICES BOLSA			RENTABILIDAD BONOS		FUTUROS BOLSA		
	Ultimo	%		Ultimo (%)		Ultimo	%
Ibex 35	8.669	-0,22	USA 10y	2,44	Eurostoxx 50	3.009	-0,50
Ibex Mid Cap	8.663	-0,20	GER 10y	0,37	Dax	10.471	-0,38
Ibex Small Cap	4.704	0,53	ESP 10y	1,59	S&P 500	2.189	-0,12
Dow Jones	19.192	0,36	ESP-GER 10y	1,22	Dow Jones	#N/A N/A #N/A N/A	
S&P 500	2.191	-0,35	USA 2y	1,14	DIVISAS		
Nasdaq 100	4.734	-1,59	GER 2y	-0,73	EUR/\$	1,0678	0,50
Dax	10.534	-1,00	ESP 2y	-0,09	EUR/Yen	121,82	-0,13
Cac 40	4.561	-0,39	ESP-GER 2y	0,64	Dólar/Yen	114,09	0,00
Milan FTE	17.098	0,99			MATERIAS PRIMAS		
Nikkei	18.426	-0,47			Gold	1173,3	-0,33
Shangahi Comp.	3.244	-0,90			Silver	16,515	0,13
Bovespa Brasil	59.507	-3,88			Oil W.Texas	50,91	3,28

## COMENTARIO DE MERCADO

**2016: un año marcado por las incertidumbres y la volatilidad en los mercados.** Pese a un escenario macroeconómico bastante estable en los países desarrollados, los mercados han atravesado diversas fases de turbulencias que han hecho de 2016 un año dominado por el pesimismo casi hasta el final. El origen de los problemas se sitúa en la crisis de los países emergentes, las dudas sobre el crecimiento en China y el hundimiento de los precios del petróleo y otras materias primas, problemas que venían incubándose desde hace algunos años y que estallaron definitivamente en 2015. Durante algunos meses entre 2015 y 2016 los mercados temieron por el contagio de la crisis a los países desarrollados y entraron en una fase de corrección tras las subidas de años precedentes. Tanto las materias primas como las bolsas hicieron suelo en el mes de febrero y a partir de entonces entraron en un proceso de recuperación que se ha ido consolidando con el tiempo.

**Un escenario macro bastante estable pese a todo.** La evolución de la economía se ha mantenido bastante estable a lo largo de 2016 en los países desarrollados. Por un lado persisten factores estructurales que hacen que las tasas de crecimiento sean inferiores a ciclos anteriores. Factores demográficos, cambios tecnológicos y efectos pendientes de la Gran Recesión de 2008/09 explican este crecimiento relativamente débil. Por otra parte la crisis de materias primas / emergentes ha dejado cierto rastro en los sectores económicos directamente afectados y en los beneficios de las empresas, pero no se han confirmado los temores del mercado a una desaceleración/recesión en los países desarrollados. En los últimos meses del año los indicadores cíclicos muestran una clara mejoría y todo apunta a que la fase expansiva continuará en próximos trimestres.

**2017: esperamos un año positivo para la renta variable.** Creemos que el mercado está en condiciones de reanudar la tendencia alcista de largo plazo después de la fase correctiva de 2015/16. De hecho en EEUU ya lo ha hecho y todo apunta a que Europa está arrancando también. El factor clave es la vuelta al crecimiento de los beneficios de las empresas y la recuperación de las expectativas de inflación que van a favorecer a la renta variable frente a la renta fija. Los principales riesgos que se perciben serían de tipo político en Europa y la eterna amenaza de una crisis en China, pero no esperamos que vayan a traducirse en nada más que los inevitables episodios de volatilidad que se producen en el mercado periódicamente. Estimamos un objetivo teórico para el Ibex a finales de 2017 sobre los 10.500-11.000 puntos.

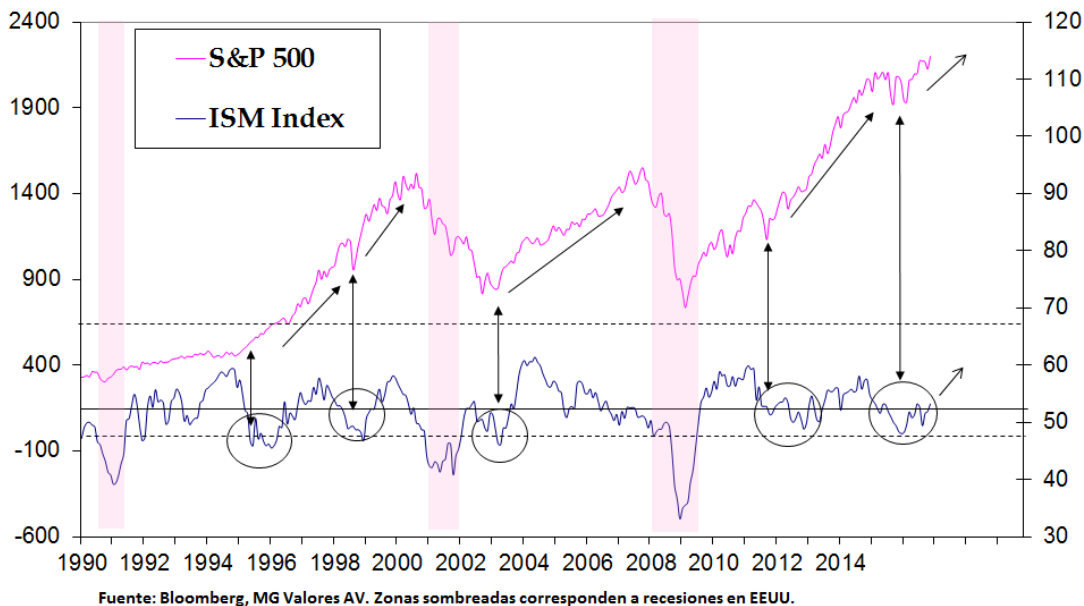
**La corrección de 2015/16 ha quedado atrás.** El comportamiento del mercado en 2016 ha venido marcado en su fase inicial por la crisis de materias primas /emergentes que se desató en 2015. La entrada en recesión de algunas economías emergentes, la desaceleración en China y el desplome en los precios de las materias primas favorecieron una fase correctiva importante en las bolsas desde mediados de 2015 hasta febrero de 2016. A partir de entonces las bolsas iniciaron un proceso de recuperación que se mantiene a día de hoy pese a que las dudas sobre la economía se mantuvieron durante buena parte del año. La recuperación en Europa ha ido muy lenta respecto a EEUU. La persistente crisis bancaria, que ha rebrotado este año por el pesimismo sobre la rentabilidad de la banca y los ajustes pendientes (Deutsche Bank, Banca italiana ...) y las incertidumbres políticas creadas por el Brexit y el ascenso de los populismos explica el peor comportamiento relativo de Europa a lo largo de todo el año. Ya desde el mes de julio tras los mínimos del Brexit la situación empezó a cambiar y los mercados de EEUU y Europa han tenido un comportamiento más equilibrado. Tras una nueva divergencia coincidiendo con el referéndum italiano y las especulaciones sobre la reestructuración de su sector bancario, el mercado parece haber dejado atrás definitivamente los miedos sobre Europa. Iniciamos 2017, por tanto, en un entorno muy positivo en los mercados con subidas generalizadas en la mayoría de índices y una rotación hacia valores cíclicos que denota confianza en el crecimiento económico en los próximos trimestres.



**La mejoría de los indicadores cíclicos.** La crisis de materias primas / emergentes no ha provocado una desaceleración intensa en el crecimiento del PIB pero sí ha dejado su rastro en indicadores cíclicos, en particular los del sector industrial, así como en los beneficios empresariales que han atravesado una recesión durante casi dos años. De alguna forma la fase correctiva de la bolsa en 2015/16 responde a un deterioro cierto en una parte de la economía global (sector energético, materias primas, industrial, economías emergentes, bancos ...) que finalmente parece haberse superado sentando las bases para la continuidad de la fase expansiva de la economía. Es como si hubiésemos atravesado una recesión selectiva en parte del tejido productivo mundial. Como siempre sucede, los mercados empezaron a anticipar ya en febrero de 2016 que esta recesión iba a terminar en breve. Los máximos históricos de la bolsa americana en verano y el reciente tirón alcista de la Bolsa europea son señales de confirmación de que efectivamente la “recesión” queda definitivamente atrás.

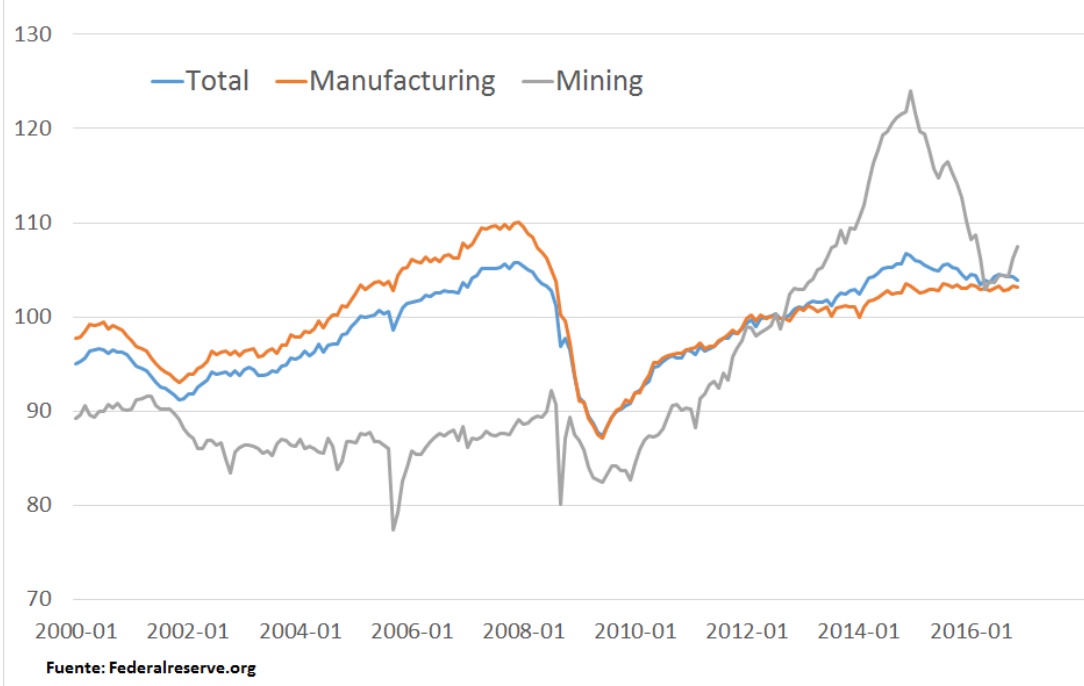
Indicadores cíclicos como el ISM (PMI manufacturero) han acusado una fase de desaceleración en 2015-16. Los datos más recientes, así como los nuevos máximos de la bolsa, apuntan a que la desaceleración ha quedado atrás.

ISM vs S&P 500 1990-2016



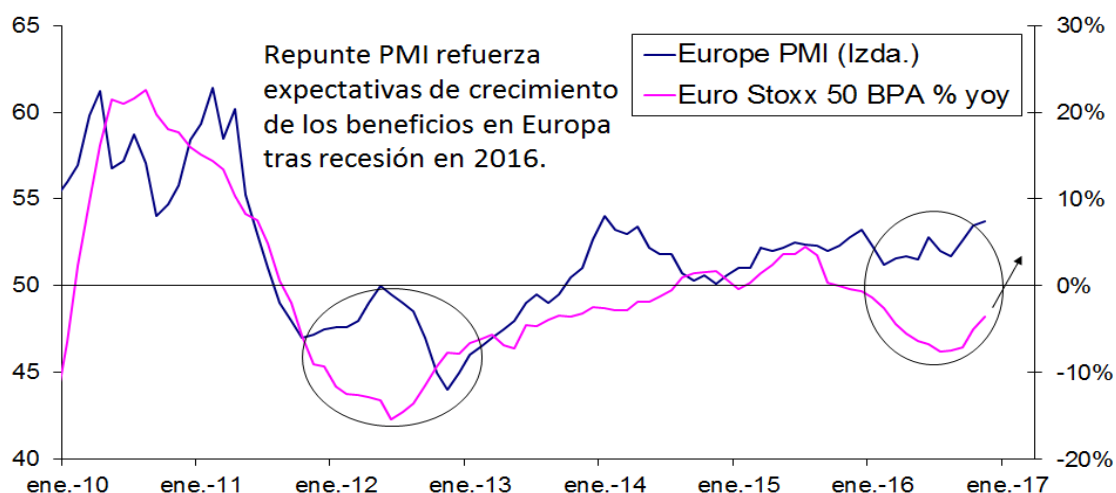
La producción industrial en EEUU ha sufrido una contracción desde 2014 que se explica íntegramente por los sectores de materias primas y energía. En los últimos meses se aprecia una recuperación de estos sectores.

US Industrial Production Indices



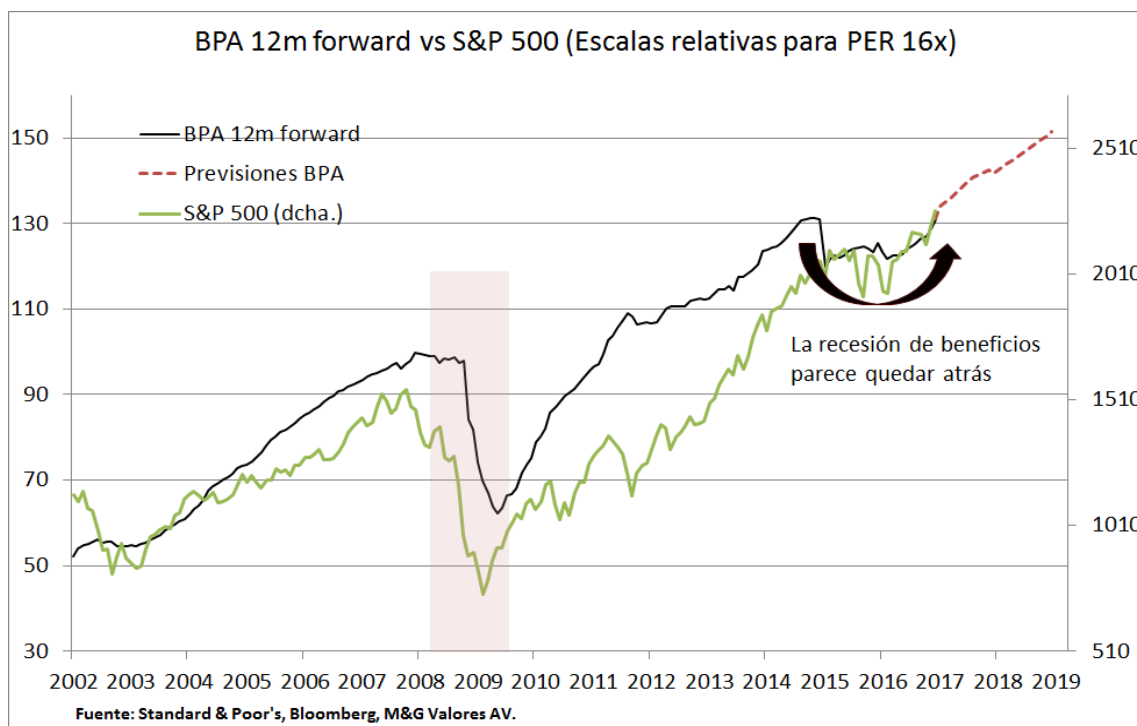
En Europa los indicadores macro se han mantenido bastante estables con una muy ligera desaceleración en el PMI manufacturero que se ha recuperado en meses recientes. Al igual que en EEUU, hemos atravesado una nueva fase de recesión de los beneficios que parece haber tocado fondo.

### PMI Europa vs Euro Stoxx 50 BPA (%yoy)



Fuente: Bloomberg, M&G Valores AV.

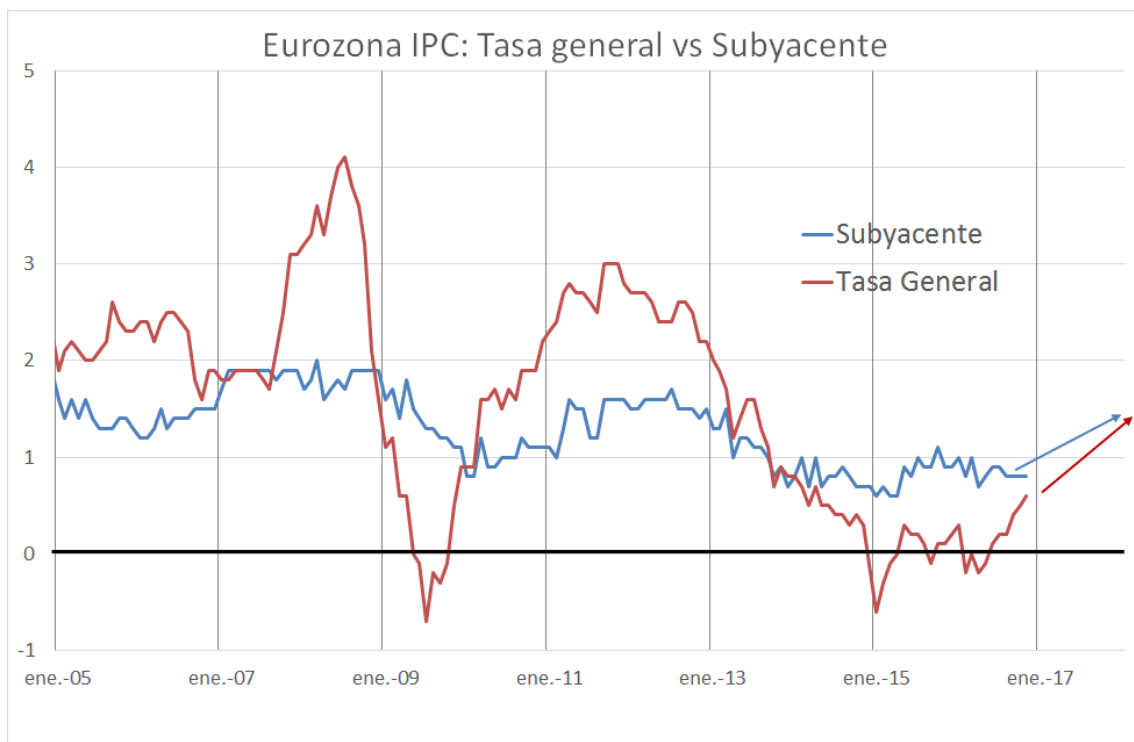
El BPA 12 meses forward acaba el año en nuevos máximos dejando atrás la recesión de beneficios. Con los BPA previstos en 2017, 2018 y 2019 obtendríamos un precio objetivo para el S&P 500 en el 2.400 a finales de 2017 y en el 2.550 a finales de 2018.



Fuente: Standard & Poor's, Bloomberg, M&G Valores AV.

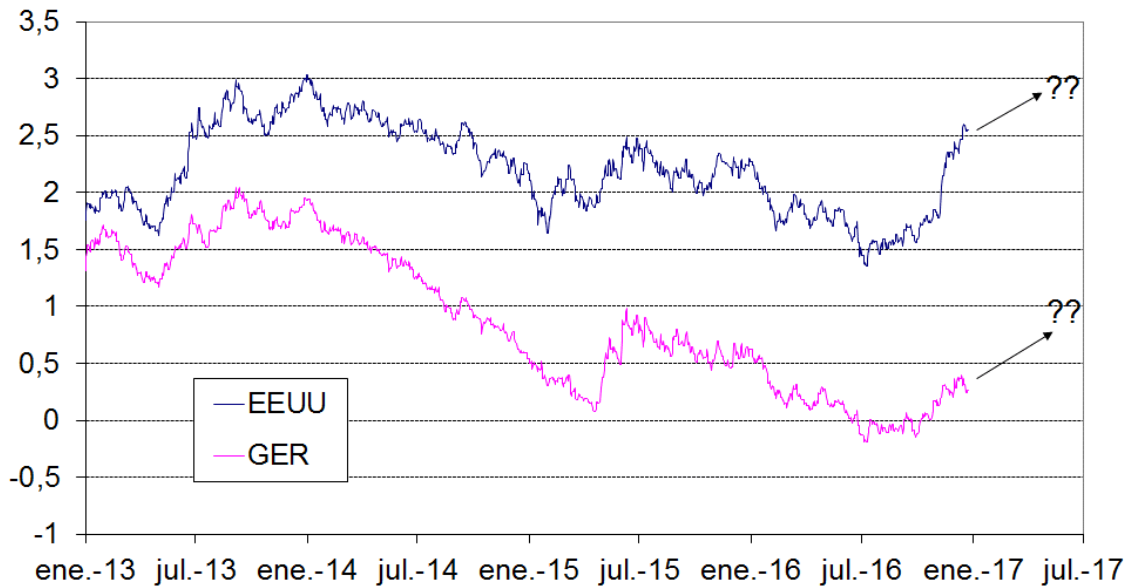
**Escenario moderadamente reflacionista.** En los últimos meses el mercado ha dado un giro hacia un escenario de inflación más elevada a medio plazo. Este giro es consecuencia de la subida de los precios de las materias primas que ha puesto fin a un largo proceso bajista, y se ha visto reforzado recientemente por las expectativas de una política fiscal expansiva en EEUU con la nueva administración. Este movimiento de los mercados, con una rotación hacia valores más cíclicos y un moderado repunte de las rentabilidades a largo plazo en los bonos hay que verlo como un evento positivo para la renta variable y plenamente consistente con el escenario que venimos exponiendo. Después de un período con tipos de interés e inflación extremadamente bajos que en parte reflejaban unas expectativas de crecimiento muy débil, estamos asistiendo a una cierta normalización de las expectativas de crecimiento e inflación futuras por los mercados. Aunque puntualmente un repunte de los tipos largos pueda provocar ciertas tensiones en los mercados, particularmente en los sectores. Muy defensivos, es indudable que a medio-largo plazo un crecimiento sostenible es consistente con un escenario normalizado de tipos de interés e inflación. Obviamente un repunte demasiado intenso de los tipos y de la inflación podría suponer una amenaza para la bolsa, pero vemos muy improbable esa situación en los próximos 2-3 años al menos. Por mucho que EEUU pueda forzar un poco la máquina fiscal, creemos que existen factores estructurales que van a seguir favoreciendo durante los próximos años unos niveles de inflación bajos y un crecimiento de la economía algo inferior al de anteriores décadas. En consecuencia, creemos que el proceso reflacionista va a ser limitado y gradual sin poner en riesgo la evolución moderadamente positiva de la bolsa.

La inflación está repuntando en la eurozona desde niveles muy deprimidos por la subida del precio del petróleo. La inflación subyacente se mantiene estable y lejos del objetivo del BCE. El proceso de retirada de estímulos en Europa está todavía lejos de iniciarse y se hará de forma muy gradual.



Esperamos que la rentabilidad a 10 años se sitúe sobre el 3% en EEUU y no más del 1% en Europa en 2017, niveles históricamente bajos pero compatibles con un crecimiento sostenible.

TIR Bonos 10 años: EEUU vs Alemania.

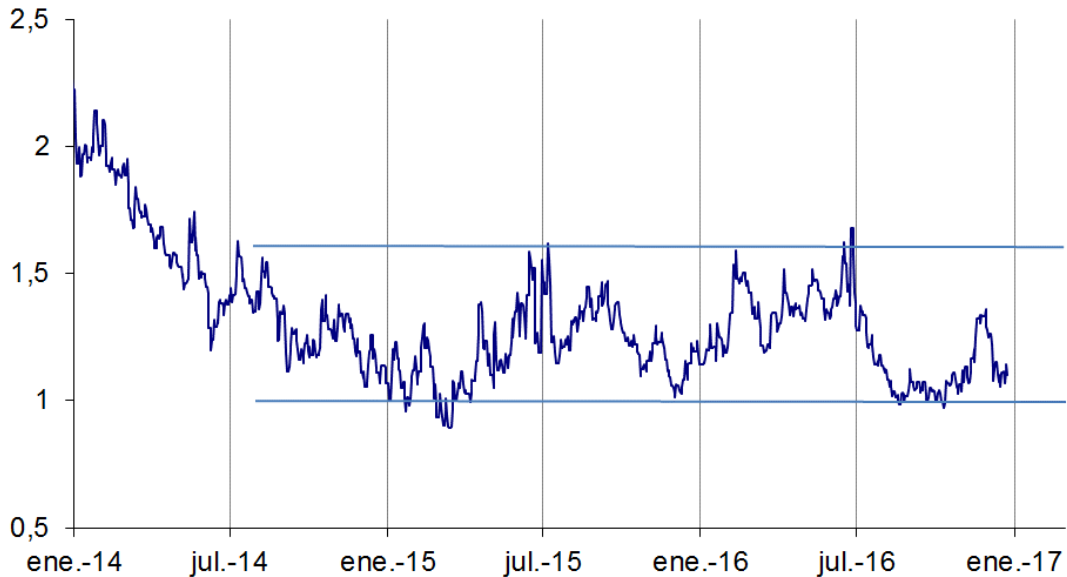


Las expectativas de inflación a largo plazo en la eurozona se van normalizando desde el verano.

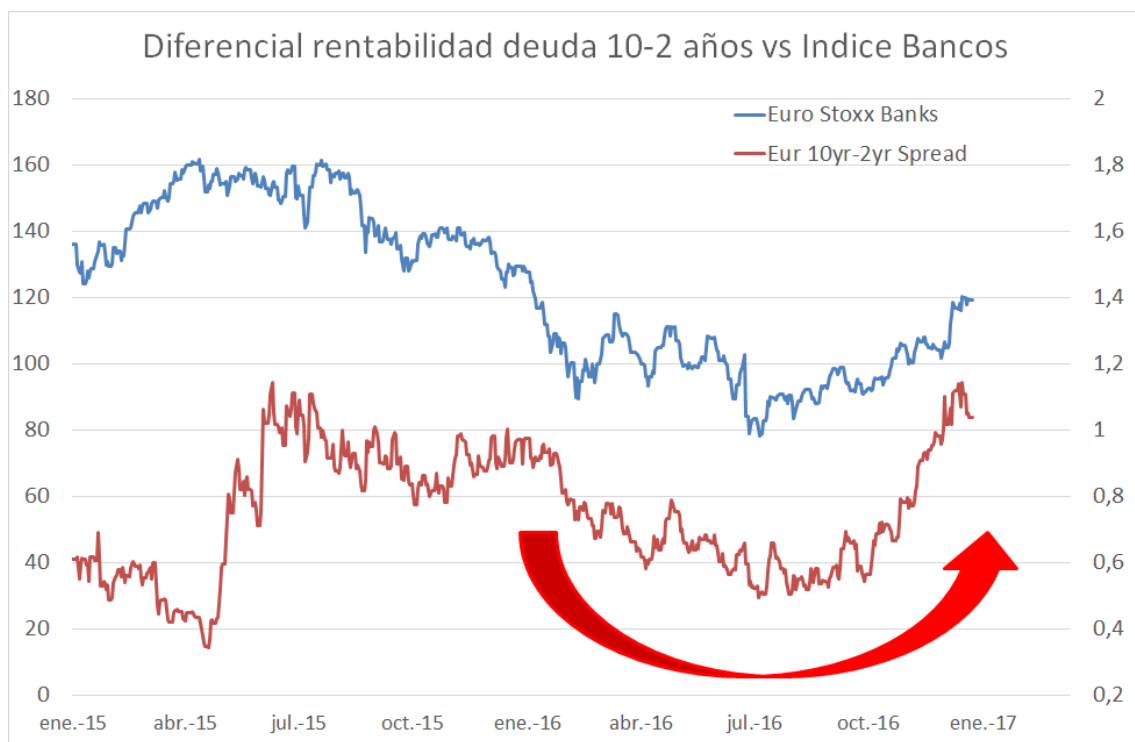


El diferencial de la deuda española con Alemania ha fluctuado en los dos últimos años en un rango estable 100-150 pb.

ESP-GER 10 yr Bond Yield Spread

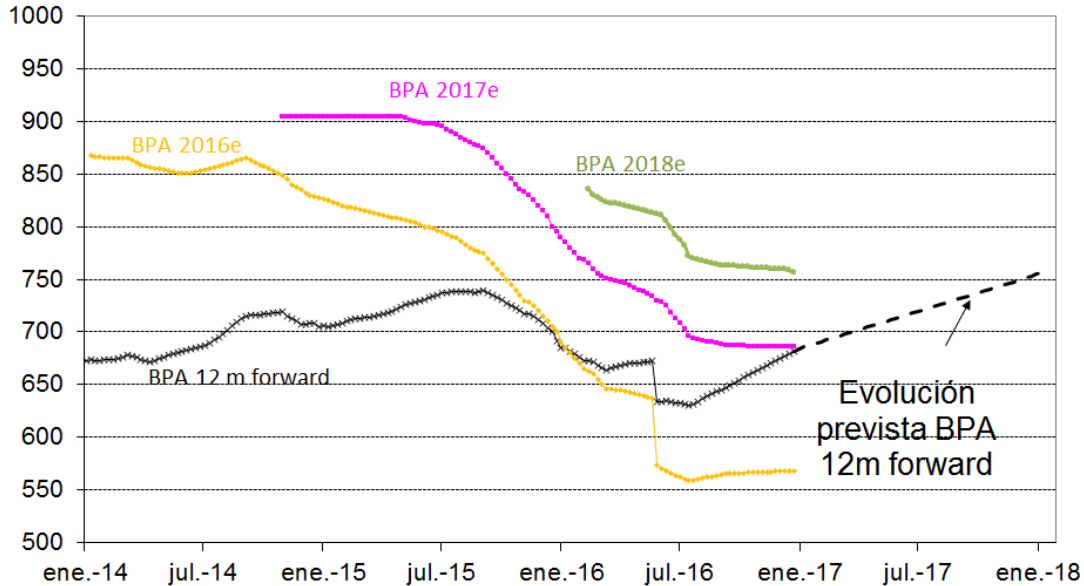


El repunte de las rentabilidades ha afectado casi exclusivamente a los plazos largos. El aumento de la pendiente favorece claramente a los bancos al aumentar su margen de intermediación.



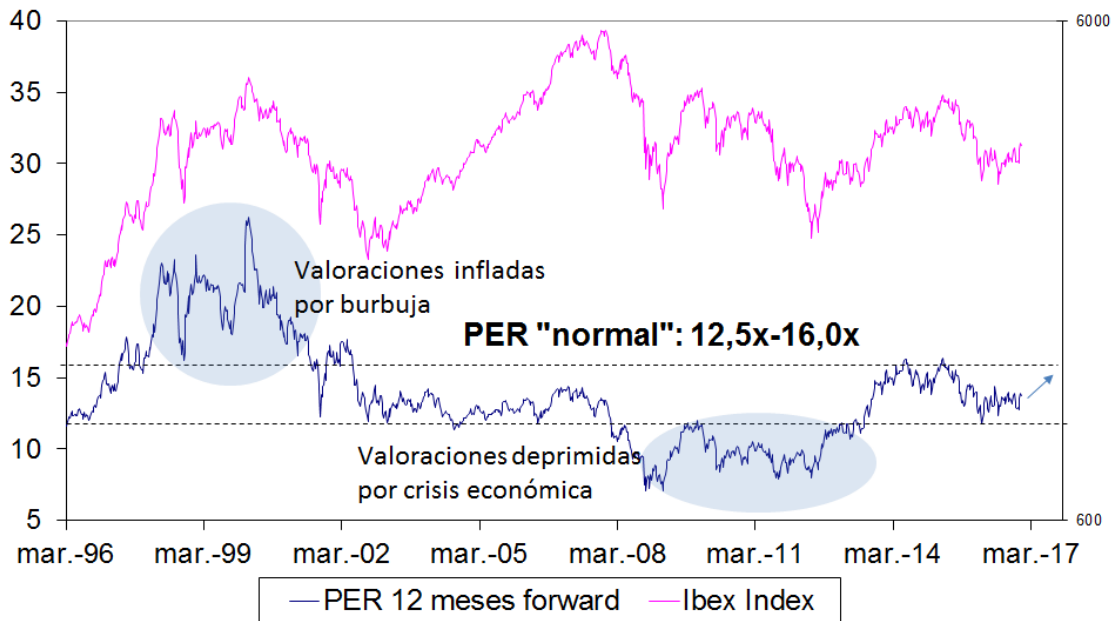
Las estimaciones de beneficios para 2017 y 2018 se han estabilizado desde el verano con crecimientos previstos del 20% y 10% respectivamente lo que se ha traducido en que el BPA 12 meses forward vuelve a crecer apoyando la tenencia alcista del Ibex.

### IBEX BPA Estimaciones



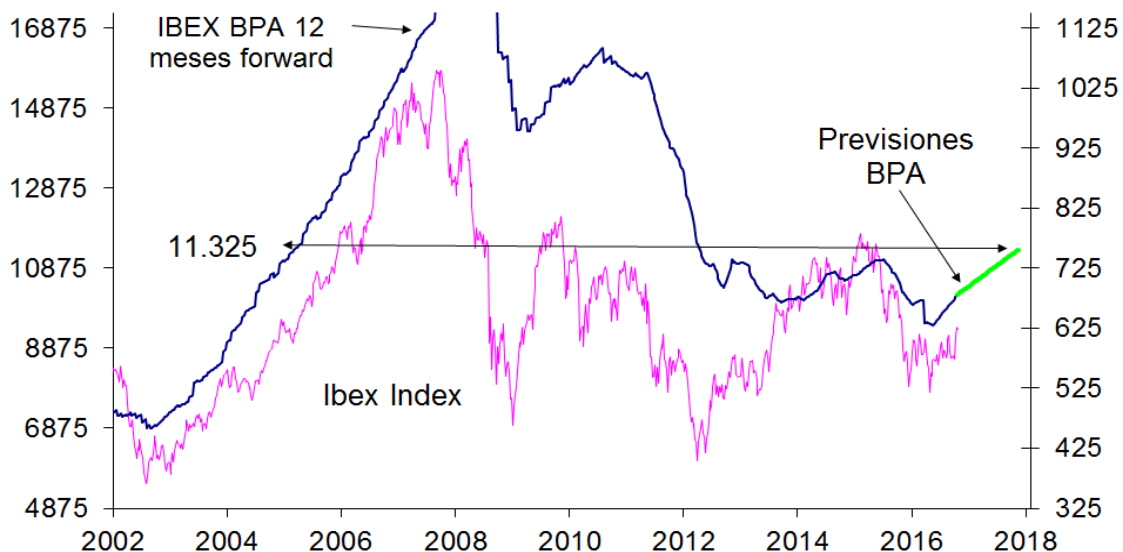
Esperamos que el PER del Ibex vuelva a aumentar en los próximos meses desde el 13,8x actual hacia el 15,0x, en la parte alta de lo que podemos considerar su rango razonable a largo plazo.

### Ibex 35 vs PER 12 meses forward



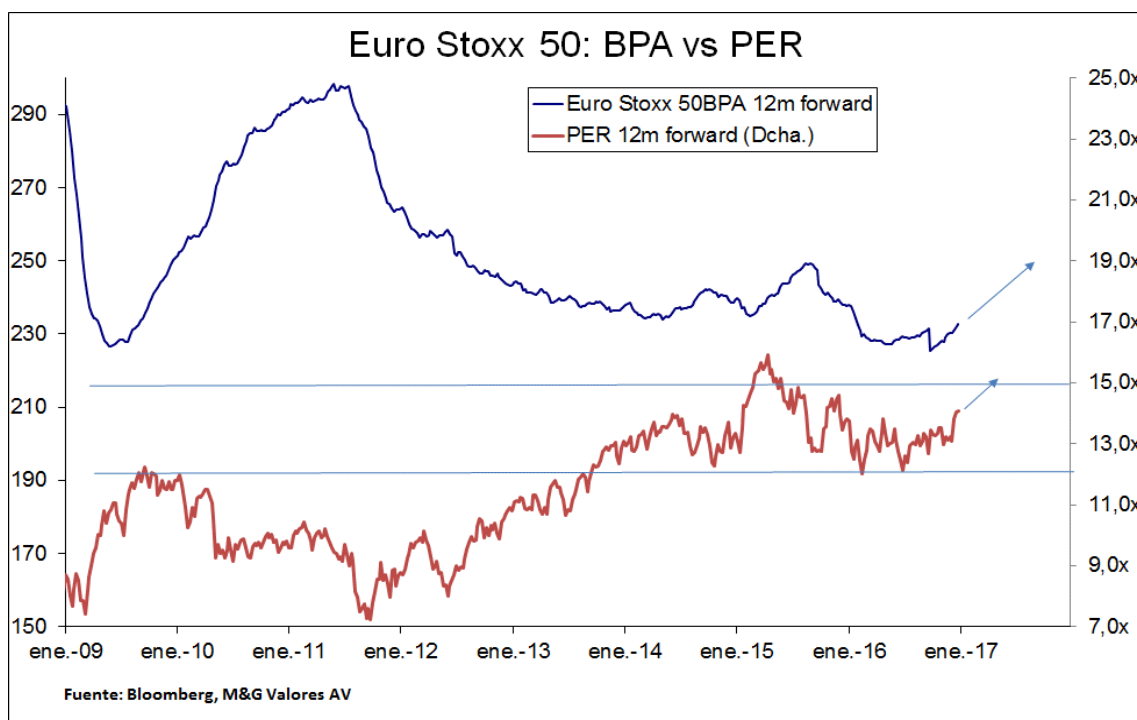
De mantenerse las actuales previsiones de BPA y asumiendo un PER de 15x, obtendríamos un precio objetivo para el Ibex a finales de 2017 sobre los 11.325 puntos. Teniendo en cuenta una cierta revisión a la baja de las estimaciones como suele ser habitual, asumimos un objetivo para el Ibex en la banda 10.500-11.000 para 2017.

### Ibex Index vs Beneficios



El BPA 12 meses forward del Euro Stoxx 50 también crece desde el verano. El precio objetivo que se deriva de las actuales previsiones de BPA y un PER de 15x sería de 3.850 puntos, un 17% por encima de su nivel actual.

### Euro Stoxx 50: BPA vs PER



## Resumen/Conclusiones:

Podríamos sintetizar el escenario descrito anteriormente en las siguientes ideas generales que van a enmarcar el entorno de inversión en 2017 y algo más allá:

-Consideramos muy poco probable que se vaya a producir una recesión en los países desarrollados en un horizonte razonable de predicción de 2-3 años. Ninguno de los desequilibrios propios de un fin de ciclo (inflación, crecimiento excesivo, acumulación de deuda privada, tensiones salariales, desequilibrios externos, etc.) está hoy presente en las economías desarrolladas.

-Las tasas de crecimiento seguirán siendo modestas comparadas con anteriores ciclos, pero por primera vez en varios años vemos más probable cierta sorpresa positiva que negativa.

-Los tipos de interés de los bancos centrales subirán muy gradualmente en EEUU y se mantendrán sin cambios en Europa durante los dos próximos años todavía.

-La inflación repuntará modestamente por la subida del petróleo, pero esperamos que se siga manteniendo en niveles relativamente bajos y en todo caso por debajo del objetivo del 2% del BCE en el caso de Europa.

-Los tres puntos anteriores pueden resumirse en que, en general, los factores que explican el entorno de crecimiento inferior a anteriores ciclos e inflación y tipos de interés bajos son de tipo estructural y se mantendrán en los próximos años. Factores demográficos y de cambio hacia una economía marcada por las nuevas tecnologías estarían detrás del "enigma" de los tipos de interés bajos que nos acompaña desde hace más de una década.

-Lo anterior es compatible con el cambio de percepción que se ha producido en el mercado en los últimos meses en que hemos pasado del temor a un escenario cuasi-deflacionista a una cierta normalización monetaria. Esto implicaría que el repunte de las rentabilidades de los bonos puede tener todavía cierto recorrido en los próximos 2-3 años pero siempre dentro de unos límites modestos. Rentabilidades a 10 años del 3% en EEUU y del 1% en Alemania, todavía históricamente bajas, podrían alcanzarse en los próximos meses sin que ello suponga una amenaza para la Bolsa.

-En el plano político no vemos alternativa al actual proceso de integración europea. El posible "repliegue" de EEUU que pueda impulsar Trump no haría sino evidenciar todavía más la necesidad de una Europa unida.

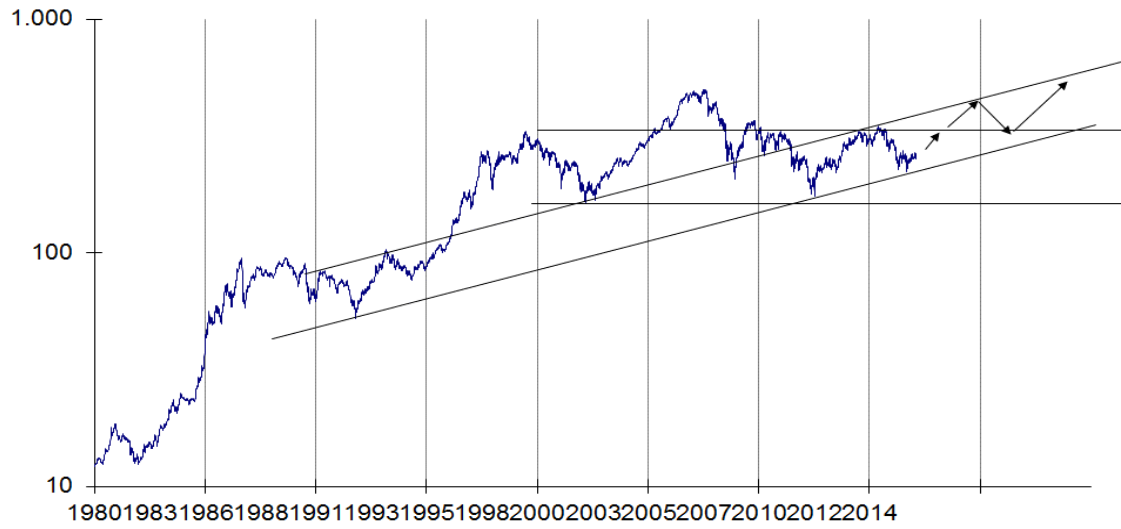
-El escenario anterior apunta a la continuidad del ciclo alcista bursátil que se inició en 2009 en EEUU o en 2012 en el caso de España. La fase de incertidumbre creada por la crisis de materias primas/emergentes ha quedado atrás y los mercados ya han dado claras muestras de volver a creer en un escenario de crecimiento en los próximos años.

-Las valoraciones bursátiles relativamente altas en EEUU y un crecimiento esperado más bien modesto apuntan a que las rentabilidades que cabe esperar a largo plazo de la renta variable en los próximos años van a ser también modestas en comparación con otros ciclos. Para el año 2017 asumimos un objetivo para el S%P 500 en el 2.400 (+6%), y en el rango 10.500-11.000 para el Ibex (+11%+17%).

## ANALISIS TECNICO

Esperamos que el ciclo alcista iniciado en 2012 tenga continuidad en los próximos años.

INDICE GENERAL MADRID 1980-2016



Asumimos que el Ibex ha salido de su rango lateral de los últimos meses. La zona del 10.600 sería la próxima referencia técnica importante para 2017. De momento el 8.550 es el soporte importante pero esperamos que en próximas semanas tienda a construir un soporte más cercano, posiblemente en el entorno de los 9.150 puntos.





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