

INDICES BOLSA			RENTABILIDAD BONOS		FUTUROS BOLSA		
	Ultimo	%		Ultimo (%)		Ultimo	%
Ibex 35	9.475	0,73	USA 10y	2,49	Eurostoxx 50	3.273	0,58
Ibex Mid Cap	9.438	0,71	GER 10y	0,45	Dax	11.664	0,28
Ibex Small Cap	5.261	0,49	ESP 10y	1,67	S&P 500	2.278	0,13
Dow Jones	19.885	-0,03	ESP-GER 10y	1,22	Dow Jones	#N/A N/A	#N/A N/A
S&P 500	2.281	0,06	USA 2y	1,21	DIVISAS		
Nasdaq 100	5.148	-0,10	GER 2y	-0,73	EUR/\$	1,0745	-0,40
Dax	11.663	0,30	ESP 2y	-0,28	EUR/Yen	121,57	0,05
Cac 40	4.831	0,76	ESP-GER 2y	0,44	Dólar/Yen	113,14	-0,30
Milan FTE	19.059	0,90	MATERIAS PRIMAS				
Nikkei	18.918	0,02			Gold	1212,4	0,92
Shangahi Comp.	3.140	-0,60			Silver	17,37	-0,12
Bovespa Brasil	64.578	-0,40			Oil W.Texas	53,84	-0,63

COMENTARIO DE MERCADO

Trump: ¿mucho ruido y pocas nueces?. El nuevo presidente norteamericano ha iniciado su mandato con muchas amenazas pero pocas medidas económicas concretas de momento. Las medidas más polémicas, como la prohibición de entrar en el país a ciudadanos de países relacionados con el terrorismo o la ampliación del muro con México, han provocado una gran contestación en todo el mundo, pero son medidas que en sí mismas no tienen implicaciones para la economía. Las cuestiones más delicadas referidas a políticas proteccionistas de momento quedan en simples amenazas que pueden interpretarse como una llamada a la renegociación de tratados de libre comercio desde una posición de fuerza y en términos bilaterales. Tampoco se han concretado de momento las promesas que han justificado el “rally Trump”, esto es las rebajas de impuestos y los planes de inversión. Es indudable, sin embargo, que se anunciarán en los próximos meses y seguirán siendo un argumento positivo para reforzar las expectativas de crecimiento de la economía.

Mejora de los indicadores económicos en Europa y EEUU. El llamado “rally Trump” no significa que las Bolsas mundiales estén subiendo exclusivamente por las políticas de estímulo que ha prometido. En realidad la razón fundamental tiene que ver con la evolución que mostraba la economía ya antes de su llegada al poder. Los indicadores cíclicos que se han publicado recientemente no hacen sino confirmar una aceleración de la economía después de la debilidad que había provocado la crisis de materias primas y economías emergentes. La subida de los precios de la energía, el repunte de la rentabilidad de los bonos y de las expectativas de inflación vienen acompañando a la recuperación de las bolsas durante el año 2016 anticipando lo que ahora se está confirmando: la fase expansiva de la economía va a continuar en los próximos años después de superar una fase de dudas en 2015/16.

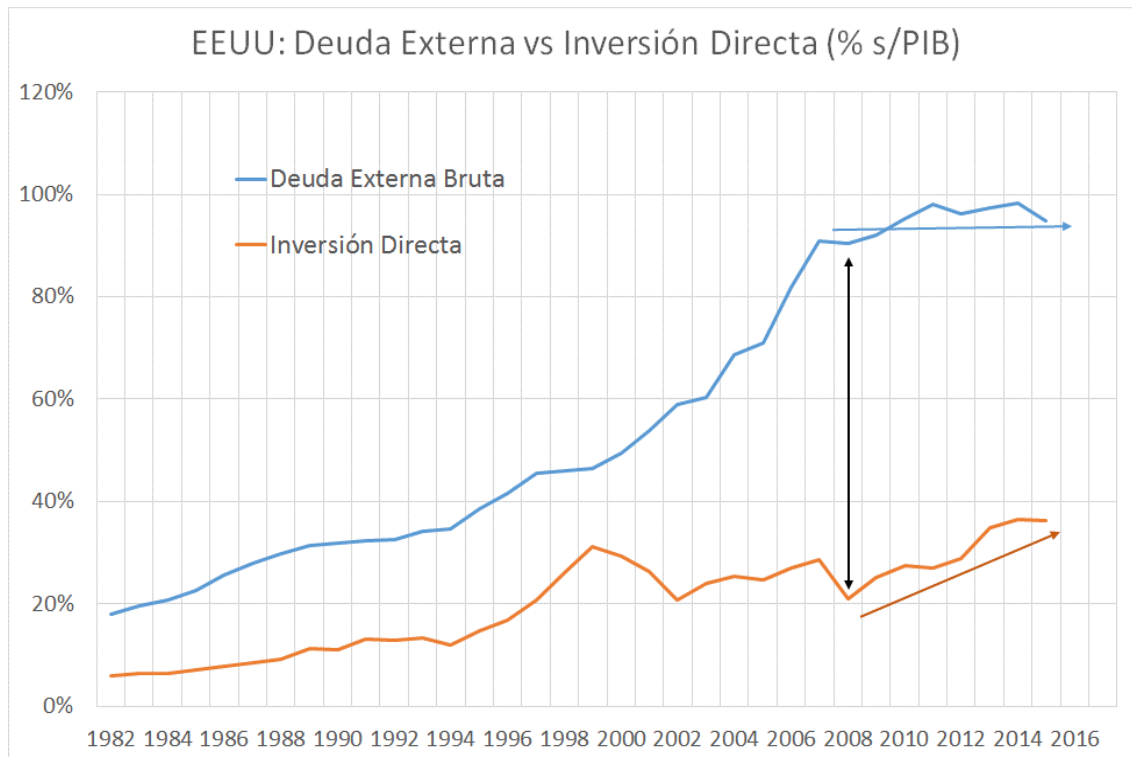
Los beneficios de las empresas salen de su fase recesiva y apuntan a crecimientos sólidos en 2017/18. El BPA del S&P 500 en el 4º trimestre apunta a un crecimiento del 7% respecto al 4T de 2015, la tasa más elevada desde 2014. Se confirma así la salida de la recesión de beneficios que han atravesado las compañías norteamericanas durante 2015 y parte de 2016. Esta recesión, sin embargo, se ha debido casi exclusivamente a los sectores de materias primas y energía mientras que el resto de sectores, al igual que el conjunto de la economía, mantienen sus ciclos de crecimiento.

America first: Trump contra el mundo. Donald Trump ha ganado las elecciones con el lema “America first” (Lo primero es América). Detrás de este eslogan esta su visión de que el resto del mundo “se aprovecha de EEUU”. Para él los elevados déficits comerciales de EEUU con algunos países son injustos y significan que esos países se están aprovechando de EEUU. Igualmente considera que la financiación de EEUU a numerosos programas e instituciones internacionales, la OTAN entre ellas, es excesiva y se tiene que reducir. En general considera que la posición de EEUU en el mundo implica una especie de servidumbre y está dispuesto a acabar con ella. Todas sus amenazas van dirigidas a dejar clara esa situación y a plantear una renegociación de muchos tratados de todo tipo. Un ejemplo sería la regulación de Basilea III que la Reserva Federal asumió y que la nueva administración considera una “injerencia” en el sistema financiero norteamericano que impone unas cargas regulatorias excesivas. En lo relativo a los tratados de libre comercio la pretensión de Trump es negociar tratados bilaterales con cada país y para ello parte de una posición de fuerza con la amenaza de instaurar tarifas a la importación a aquellos países con un elevado desequilibrio comercial.

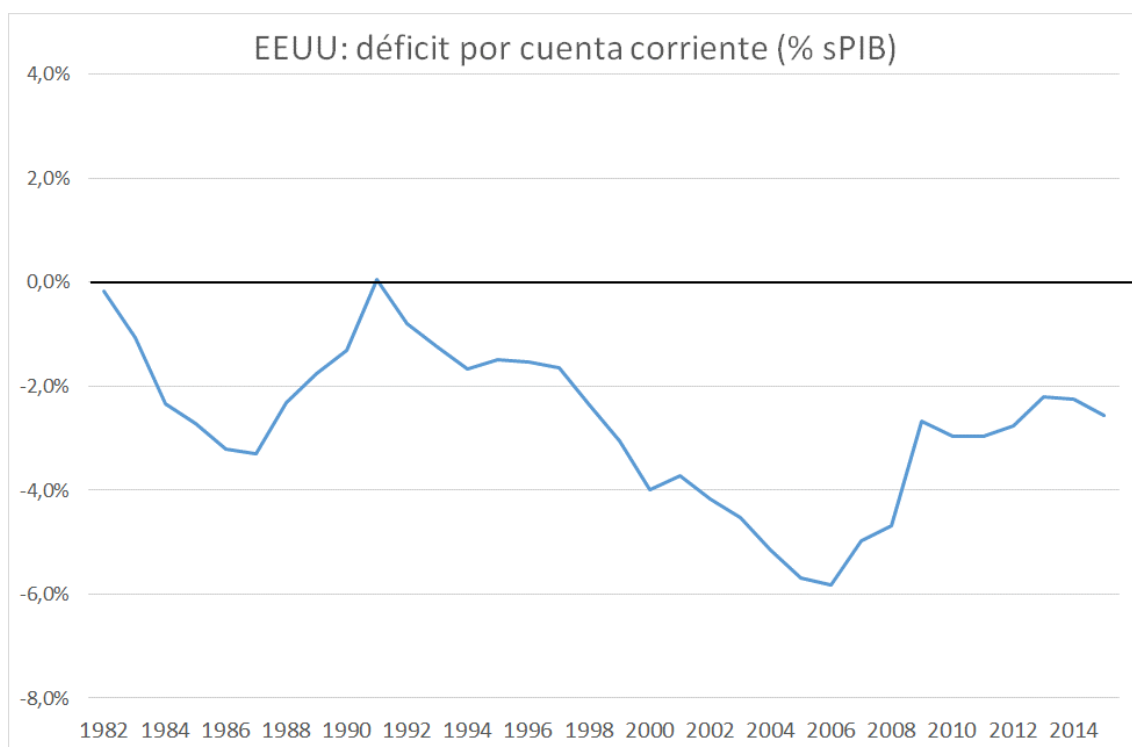
¿Es el déficit comercial un grave riesgo para la economía norteamericana? Se tiende a tener la idea de que tener déficit por cuenta corriente es bueno para un país y tener déficit es malo. Pero en economía las cosas rara vez son malas o buenas en forma absoluta, sino que lo son dependiendo de otros factores. EEUU mantiene un déficit por cuenta corriente elevado desde hace mucho tiempo que se genera en la balanza comercial. La otra cara de esta moneda es el superávit de capital de idéntica cuantía. Es decir, el déficit se financia con entradas de capitales ya sea en formas de inversión directa, compras de acciones y bonos o préstamos bancarios. Un país puede mantener un déficit por cuenta corriente durante bastante tiempo en la medida en que su economía esté inmersa en una fase expansiva sostenible que atrae capitales porque obtienen una elevada rentabilidad. El problema es que estos procesos de crecimiento en ocasiones pueden esconder dinámicas insostenibles que acaban generando una grave crisis. El caso de España con su burbuja inmobiliaria fue un ejemplo de ello. Las fuertes entradas de capitales durante esos años financiaron un elevado déficit comercial pero eran en gran medida préstamos a corto plazo al sistema financiero que lo canalizaba a la inversión en vivienda. Esto acabó en un súbito credit crunch cuando los acreedores retiraron su financiación. En EEUU la situación es muy diferente. La deuda externa no son créditos al sistema financiero sino al Tesoro (deuda pública) y a las empresas privadas (bonos corporativos). La inversión al sector privado es una inversión estable al tejido productivo de EEUU por lo que no corre el riesgo de generar una súbita parada como en el caso de España. La conclusión es que el déficit exterior de EEUU es reflejo de la confianza de los capitales del resto del mundo en su economía. O lo que es lo mismo, el déficit comercial será sostenible en la medida en que contribuye a mantener un crecimiento elevado de la economía norteamericana. En el gráfico de la página siguiente podemos comprobar que la deuda externa bruta se ha estabilizado desde 2008 sobre el 95% del PIB pese a que sigue existiendo un déficit por cuenta corriente. Esto es consecuencia por un lado del propio crecimiento de la economía y por otro del aumento de la inversión directa exterior en la economía de EEUU como una de las fuentes de financiación.

Un ajuste natural a largo plazo. No parece por tanto que la reducción del déficit comercial tenga que ser una prioridad urgente de la economía norteamericana, ya que posiblemente su efecto sería el contrario del deseado: reducir el déficit implica tomar medidas contractivas para la economía. La idea de Trump de recuperar las empresas perdidas por la deslocalización es simplemente una idea equivocada: las empresas que quiere que vuelvan no están en el extranjero, simplemente dejaron de existir y sólo se mantienen en la imaginación idealizada de tiempos pasados que no van a volver. Si Trump quiere traerse las fábricas de México tendrá que traerse también a los trabajadores, ya que si esas fábricas están ahí es porque los norteamericanos no quieren este tipo de trabajos.

La deuda externa se ha estabilizado desde 2008, en parte por el crecimiento de la inversión directa en EEUU.

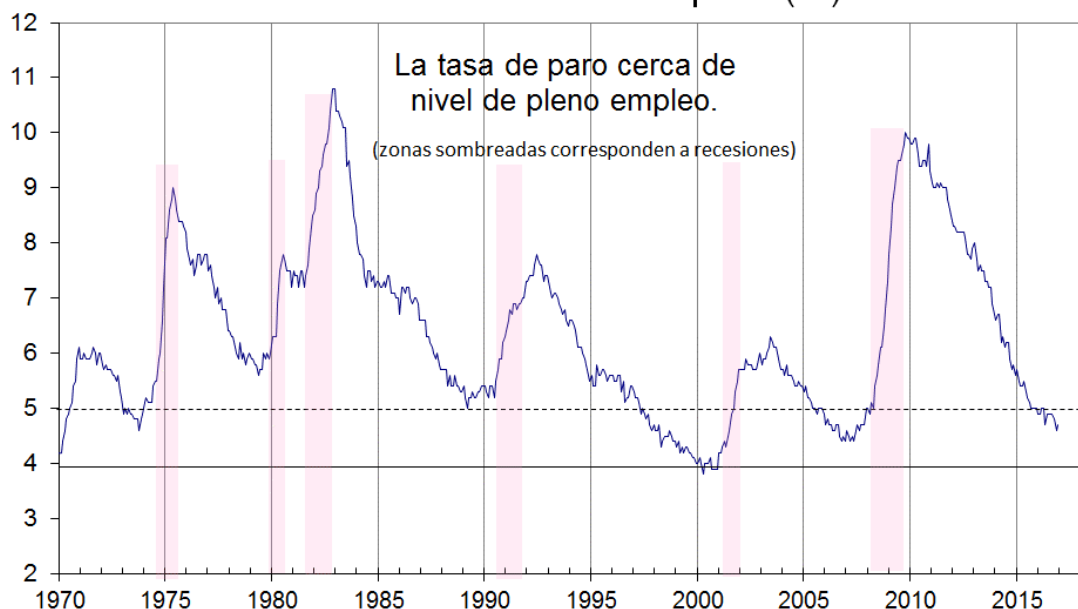


El déficit por cuenta corriente del 2,5% está en línea con la media histórica y es sostenible en un escenario de crecimiento de la economía.



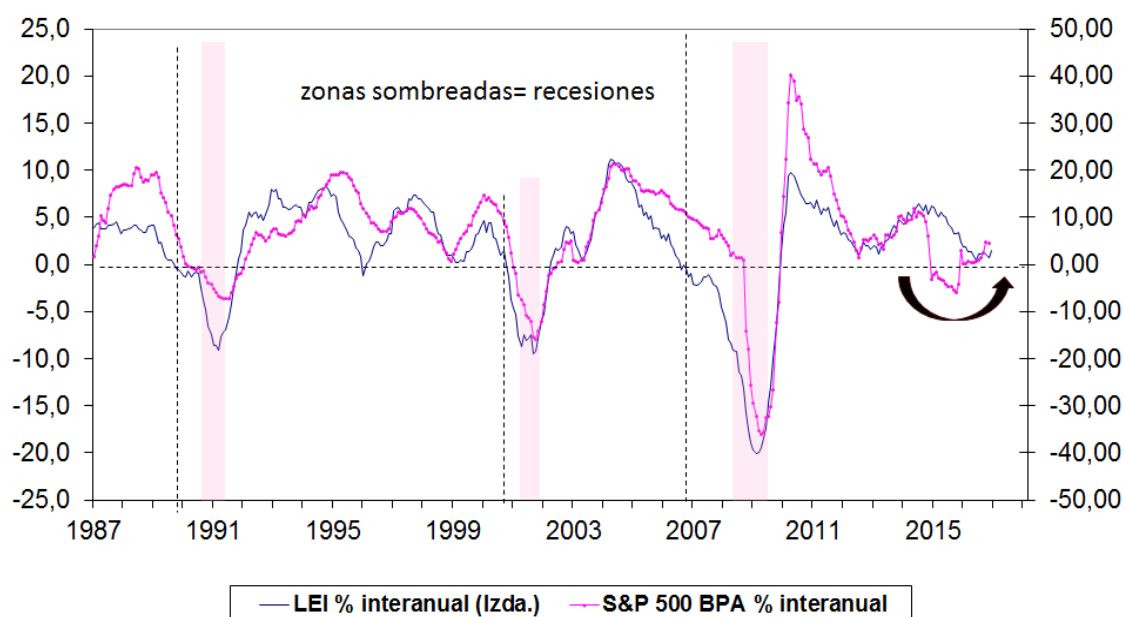
Trump pretende ser el “mayor creador de empleos de la historia de EEUU, pero la economía está prácticamente en pleno empleo.

EEUU: tasa de desempleo (%)

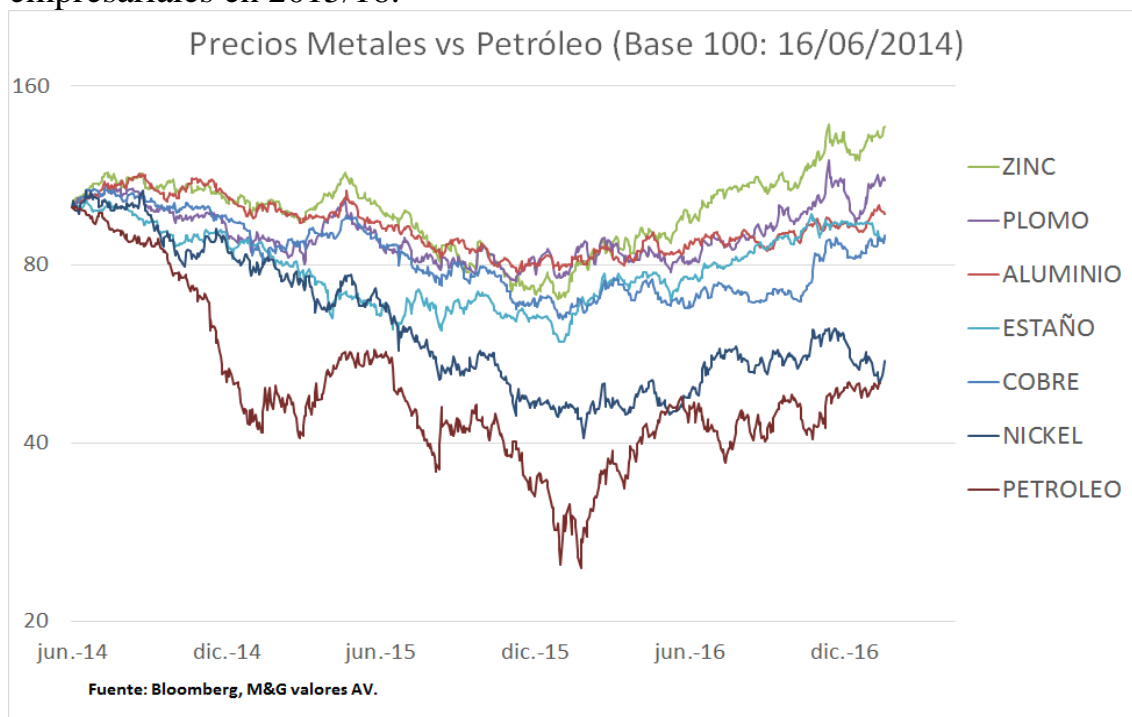


Los beneficios de las empresas vuelven a crecer y los indicadores cíclicos vuelven a repuntar tras la desaceleración de 2015/16.

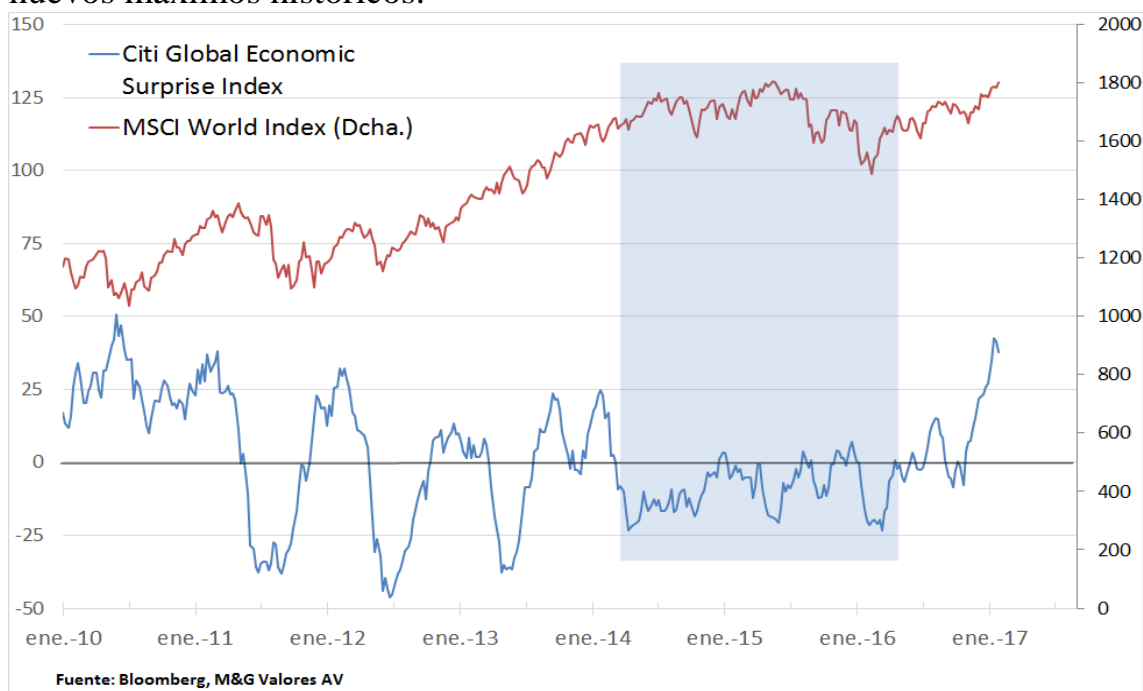
Leading Indicator (LEI) vs Beneficios (BPA)



La caída y recuperación de los precios de las materias primas están detrás de la desaceleración/recuperación de la economía global y los beneficios empresariales en 2015/16.

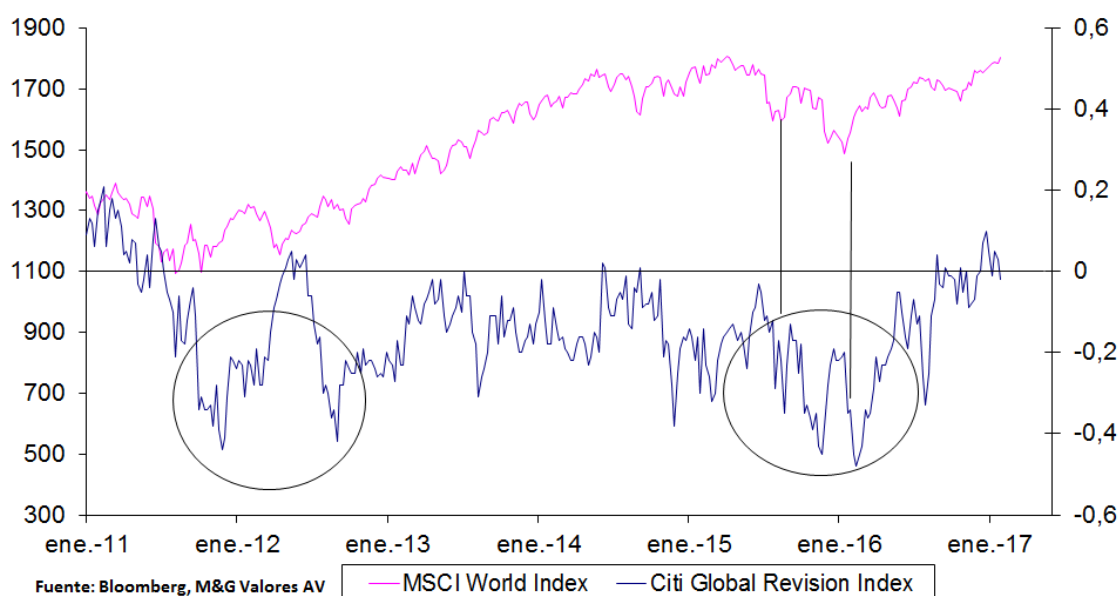


El período de “sorpresas económicas negativas” de 2014-16 queda atrás definitivamente. Recientemente los indicadores económicos muestran una clara mejoría a nivel global y el MSCI World está a punto de conquistar nuevos máximos históricos.



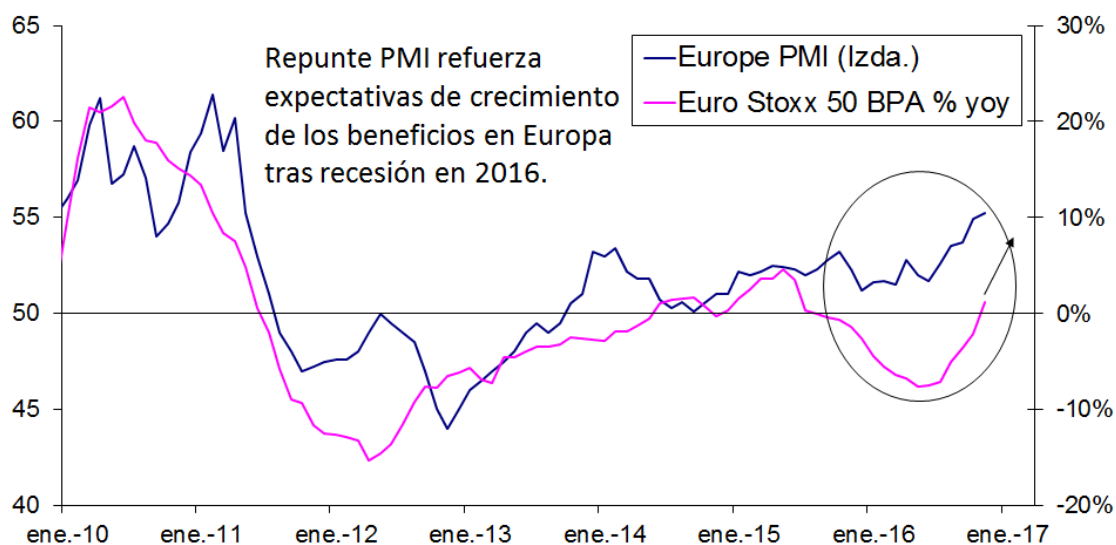
Las previsiones de beneficios se han estabilizado recientemente tras un período de intensas revisiones a la baja: actualmente se proyectan crecimientos de más del 10% para EEUU y Europa en 2017/18.

Global Earnings Revision vs MSCI World Index



Los indicadores cíclicos y los beneficios en Europa también están repuntando con fuerza en los últimos meses.

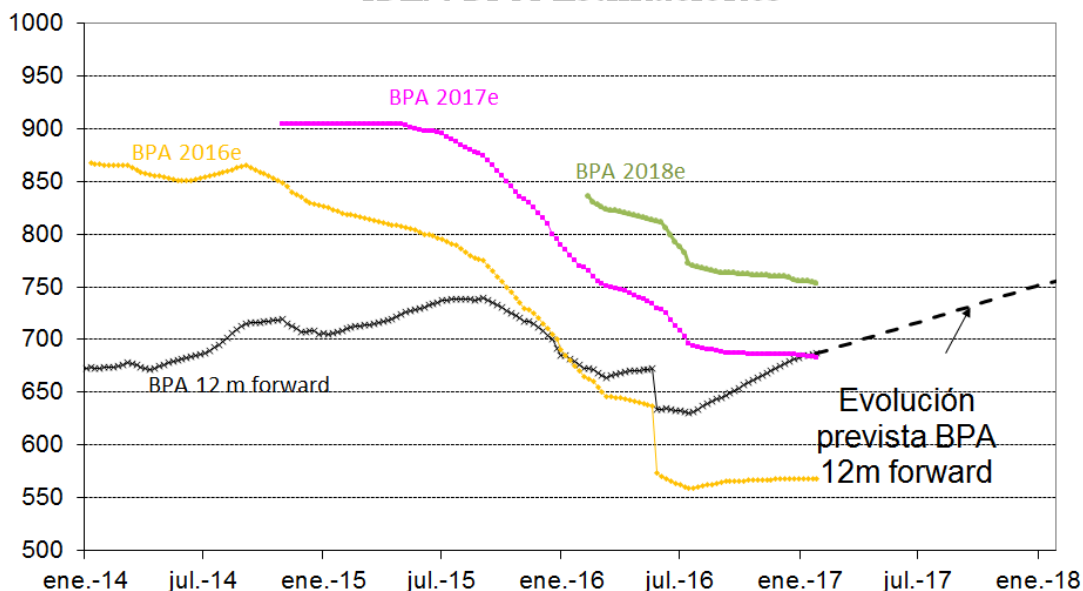
PMI Europa vs Euro Stoxx 50 BPA (%yoy)



Fuente: Bloomberg, M&G Valores AV.

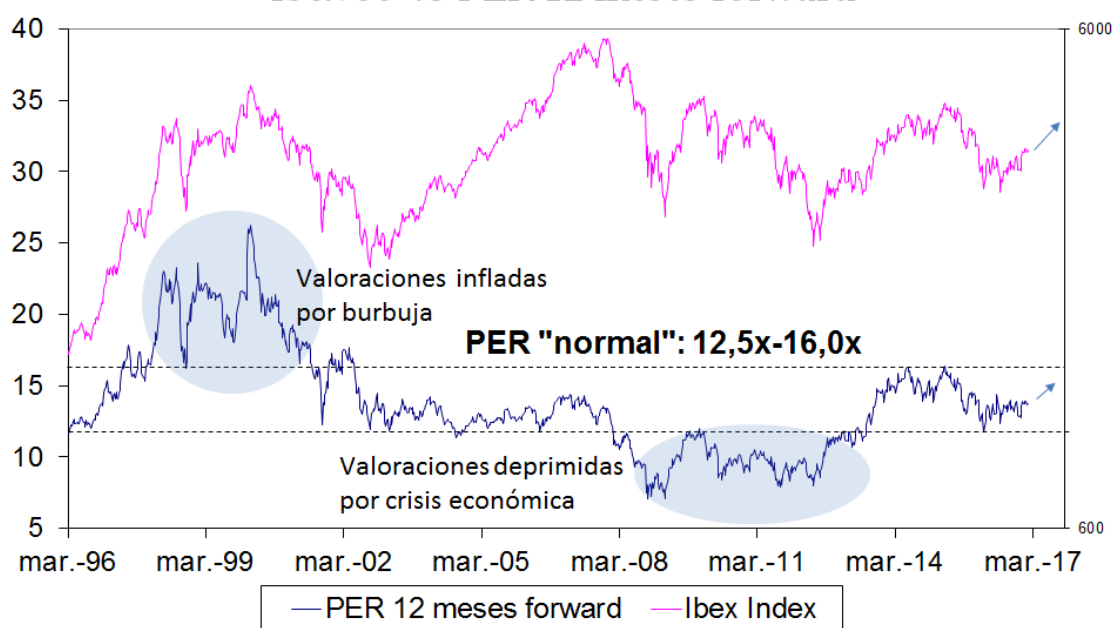
Las estimaciones de beneficios del Ibex se han estabilizado en los últimos meses con crecimientos previstos del 20% en 2017 y 10% en 2018.

IBEX BPA Estimaciones

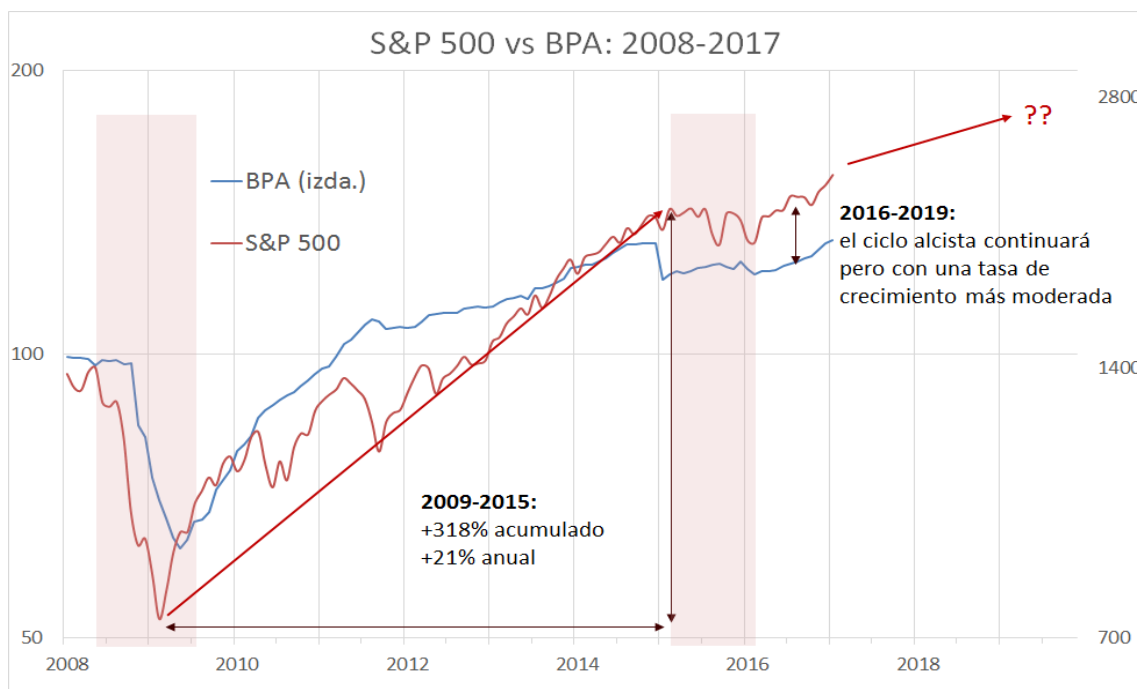


El PER 12 meses forward de 13,7x del Ibex es relativamente bajo teniendo en cuenta el crecimiento previsto de los beneficios y los bajos tipos de interés. Esto deja un potencial alcista significativo para los dos próximos años si se confirma el crecimiento esperado de los beneficios.

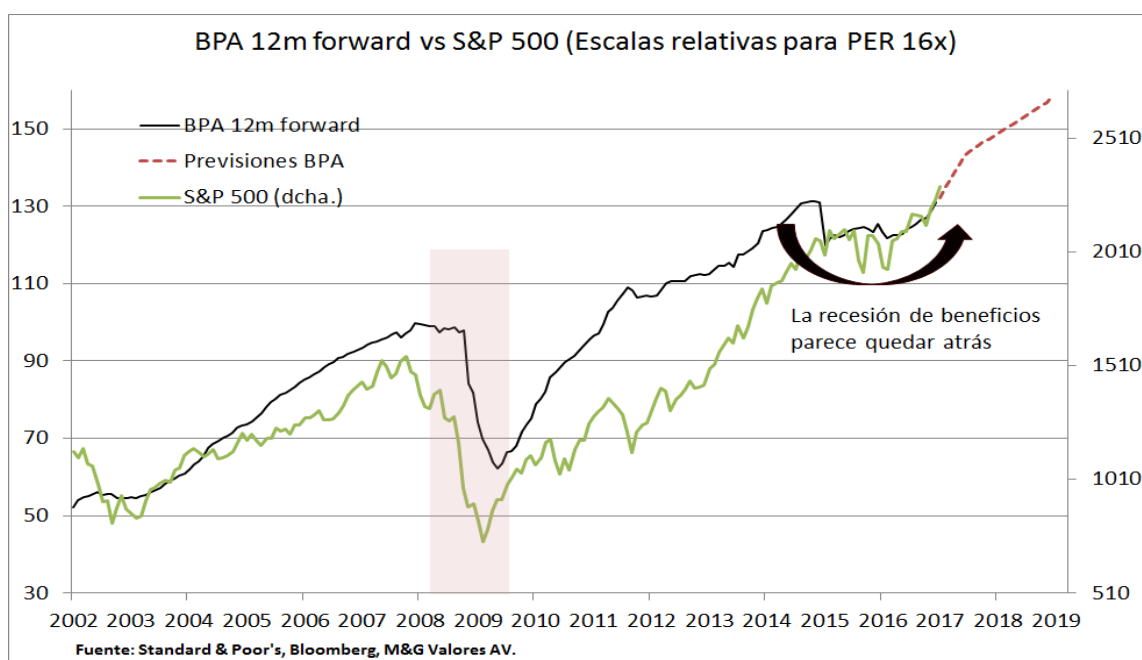
Ibex 35 vs PER 12 meses forward



El BPA y el S&P 500 vuelven a crecer tras la pausa de 2015/16. El ciclo alcista iniciado en 2009 continuará en 2017/18 al menos aunque a tasas de crecimiento más moderadas.

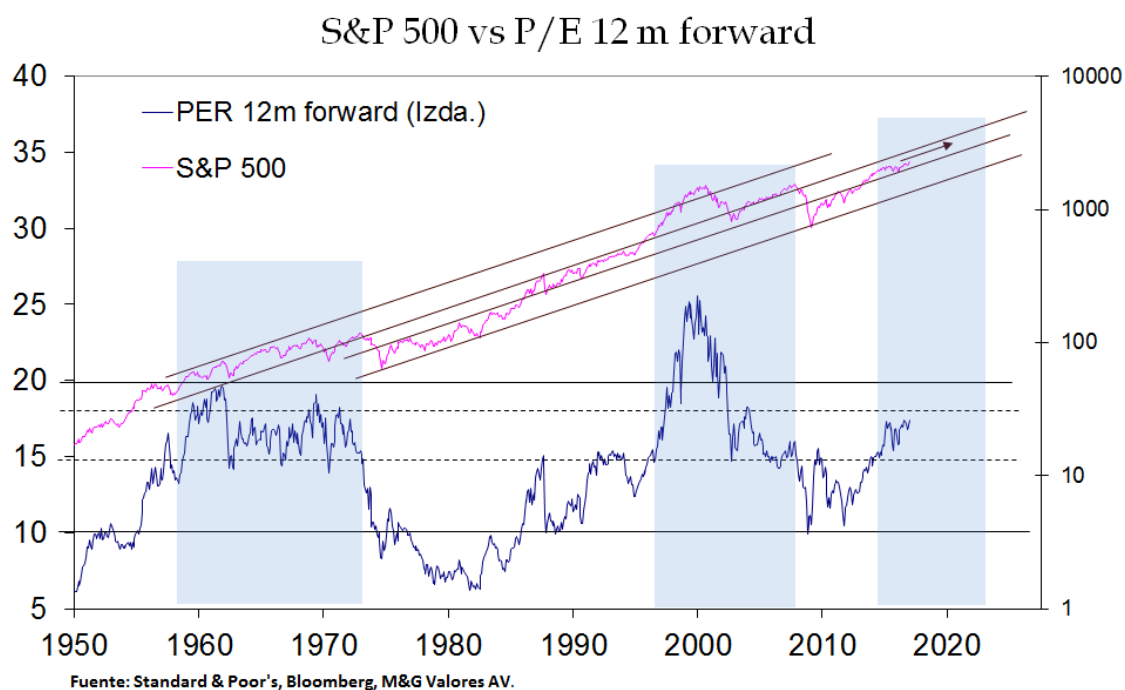


Para un PER de 16x (actual 17,3x) las proyecciones de beneficios del consenso situarían el S&P 500 sobre el 2.550 a finales del 2018, poco más de un 5% anual de revalorización.



Tendencias de muy largo plazo

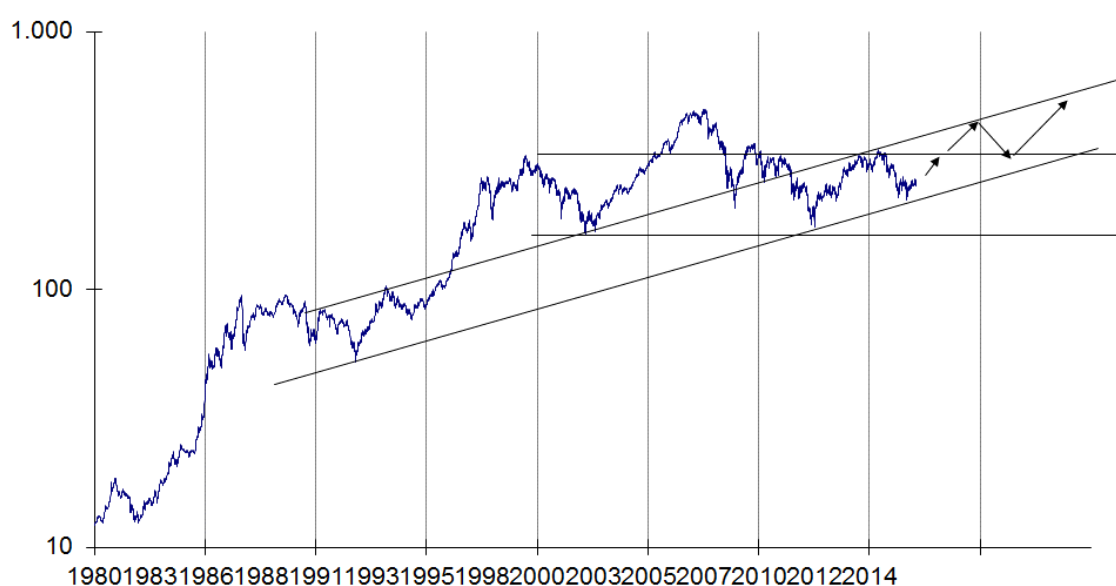
La tendencia de fondo de largo plazo del S&P 500 es del 7% anual. Esperaríamos que en los próximos años el movimiento del índice se mantenga en línea con esta tendencia.



Desde 1950 ha cotizado a un PER superior a 15x en dos grandes períodos: 1958-1974 y 1997-2007. En neto fueron períodos alcistas con rentabilidades del orden de la media histórica del 7%. Desde 2013 estamos en un período de PER superior a 15x.

La bolsa española no tiene una tendencia tan constante en el muy largo plazo porque las condiciones de la economía (inflación, tipos de interés, prima de riesgo) han cambiado drásticamente desde los años 80'. La tendencia que aparece marcada en el gráfico del Índice General es del 6,6% anual. Es algo inferior a la del &P 500 pero hay que tener en cuenta la mayor rentabilidad por dividendo (4% vs 1,5%) por lo que puede ser una tendencia razonable para la Bolsa española en el muy largo plazo.

INDICE GENERAL MADRID 1980-2017



La Bolsa española, como las europeas en general, se encuentra más bien en la base de lo que sería su canal tendencial de largo plazo. Esto significa que en un plazo más corto (2-3 años) podría moverse hacia la parte alta del canal con lo que su rentabilidad superaría ampliamente el 6,6% de su tendencia de muy largo plazo. En concreto si el Ibex alcanzara el techo de su canal a finales de 2018/19 se situaría en los 13.000-14.000 puntos aprox.

ANALISIS TECNICO





Departamento de Análisis.

Nicolás López

Director.

91.347.06.17

Email: mganalisis@mgvalores.com

Blog: www.mgvalores.com

Twitter: @nicolas_lopezm