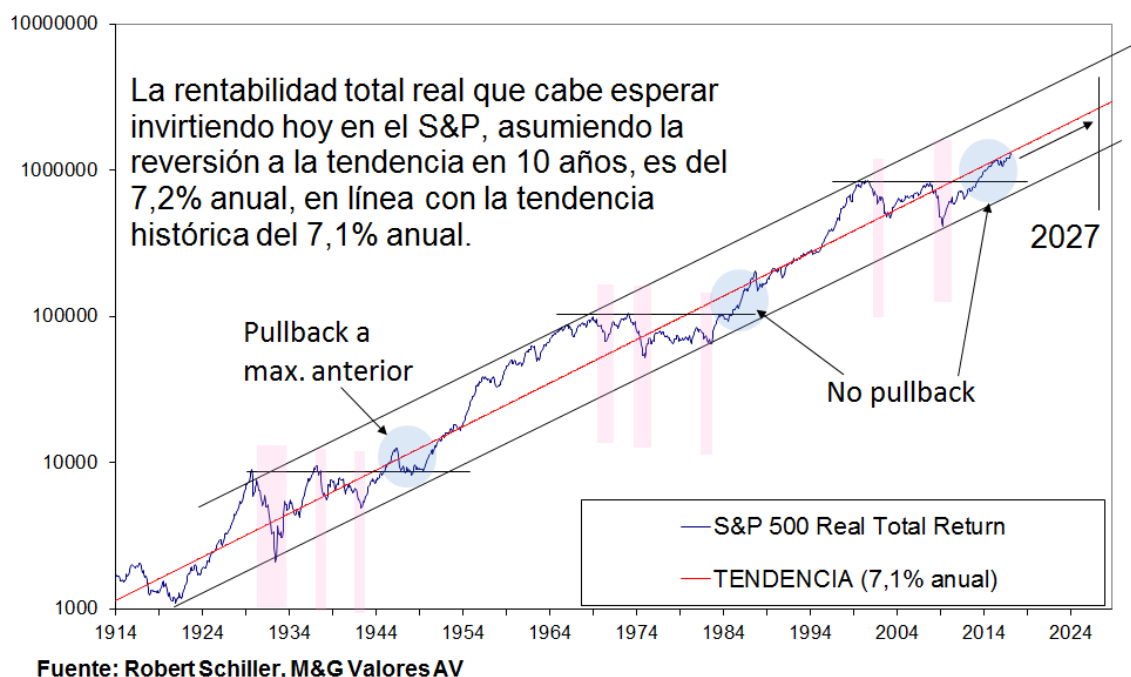


INDICES BOLSA			RENTABILIDAD BONOS		FUTUROS BOLSA		
	Ultimo	%		Ultimo (%)		Ultimo	%
Ibex 35	9.555	-0,31	USA 10y	2,46	Eurostoxx 50	3.307	-0,03
Ibex Mid Cap	9.559	-0,11	GER 10y	0,36	Dax	11.748	0,04
Ibex Small Cap	5.471	0,01	ESP 10y	1,63	S&P 500	2.344	-0,06
Dow Jones	20.620	0,04	ESP-GER 10y	1,27	Dow Jones	#N/A	N/A
S&P 500	2.347	-0,09	USA 2y	1,22	DIVISAS		
Nasdaq 100	5.301	-0,03	GER 2y	-0,78	EUR/\$	1,0663	0,09
Dax	11.757	-0,31	ESP 2y	-0,26	EUR/Yen	120,94	-0,14
Cac 40	4.899	-0,52	ESP-GER 2y	0,52	Dólar/Yen	113,43	-0,17
Milan FTE	19.088	0,16			MATERIAS PRIMAS		
Nikkei	19.235	-0,58			Gold	1240	0,64
Shangahi Comp.	3.202	-0,85			Silver	18,05	0,62
Bovespa Brasil	67.814	-0,24			Oil W.Texas	53,49	0,47

S&P 500 Retorno Total real (con dividendos y deflactado por IPC)



Los grandes ciclos alcistas/bajistas desde 1929.

Podemos distinguir tres grandes fases bajistas: 1929-1942, 1972-1982, y 2000-2009. En el primer período el índice de Retorno Total Real tardó 16 años en superar los máximos del ciclo anterior (de 1929 a 1945) y en los otros dos casos 13 (de 1972 a 1985 y de 2000 a 2013). Una vez superados esos máximos cíclicos puede decirse que se confirmaba el final del ciclo alcista y efectivamente en ningún caso hubo vuelta atrás: nunca volvió el índice a caer por debajo de los máximos anteriores una vez superados. Hubo, eso sí, un pullback o vuelta a tantear esos niveles antes de seguir subiendo en 1946/47 (un año después de superarlos), pero en los dos otros casos la ruptura alcista no hizo sino acelerar la subida que ya venía produciéndose.

Una vez alcanzados esos nuevos máximos los dos grandes ciclos alcistas se prolongaron de 1945 a 1972 y de 1985 a 2000, 27 y 15 años respectivamente. El ciclo alcista en que nos encontramos se inició en los mínimos de 2009 y se confirmó definitivamente en 2013 al superarse los máximos del año 2000 de forma concluyente y definitiva. Obviamente no podemos estar seguros al 100% de encontrarnos en un nuevo gran ciclo alcista como los dos mencionados, pero a priori sería un escenario razonable que así fuera y que el próximo gran mercado bajista no llegara hasta dentro de 10-15 años al menos. El argumento a favor de este escenario es simplemente asumir la continuidad del patrón que parece regir el movimiento del mercado en el largo plazo. El gráfico anterior muestra una evolución muy consistente del Índice alrededor de una tendencia con una pendiente del 7,1% anual (incluye dividendos y excluye inflación). La experiencia de ciclos pasados nos dice que el final de un mercado alcista se produce cuando el índice alcanza el techo de su canal. Si en esta ocasión se comportase de la misma forma tendríamos por delante bastantes años con una rentabilidad excelsa. Pero aún si nos conformamos con un comportamiento en línea con la tendencia habría que asumir un comportamiento bastante positivo en próximos años hasta que vuelvan a darse las condiciones

para una gran crisis como las que acompañaron a los grandes mercados bajistas precedentes. Desde luego no parece que estemos cerca de una de ellas.

Correcciones y grandes correcciones.

No es fácil manejarse en un mercado alcista, en primer lugar porque uno nunca está seguro del todo de que estemos en uno. La retórica que ha dominado en los últimos años es un claro ejemplo de cómo aún frente a la evidencia de unas bolsas al alza (al menos en EEUU) el escepticismo sobre la sostenibilidad de las subidas ha sido la tónica dominante. En una primera fase porque inicialmente las subidas coinciden con un entorno económico todavía incierto por la reciente crisis. En el ciclo actual esto ha sido especialmente notorio por un crecimiento relativamente débil y una percepción bastante generalizada de que la bolsa subía fundamentalmente por los apoyos de los bancos centrales.

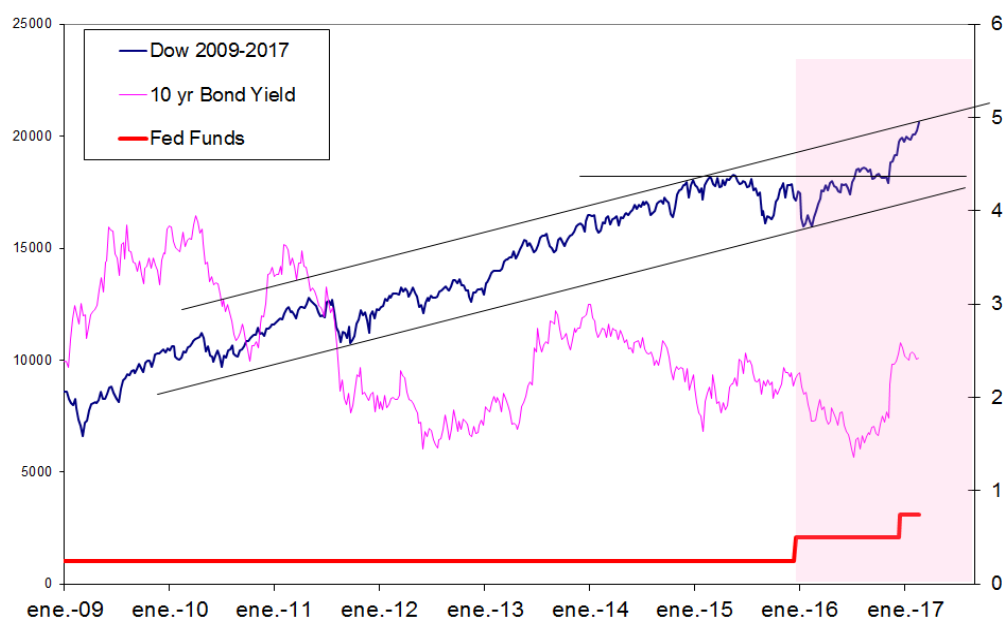
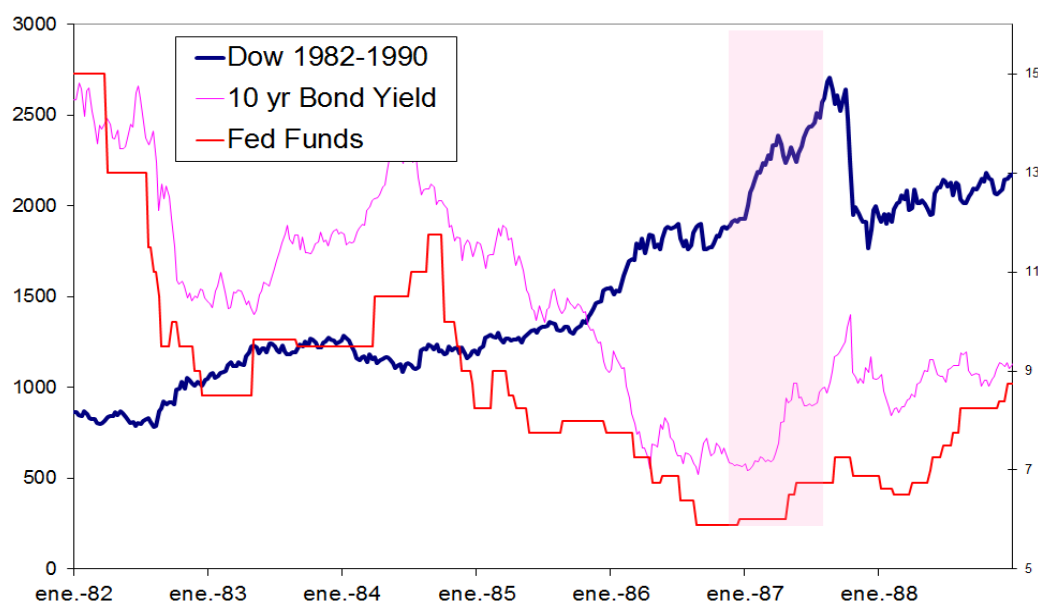
El caso es que el QE acabó en 2014 y la bolsa siguió subiendo. En 2015/16 llegó la crisis de materias primas / Emergentes. De nueva mucho pesimismo y una fase de corrección que en EEUU se tradujo en una consolidación lateral prolongada pero de poco más del 10% de retroceso. A mediados de 2016 los índices norteamericanos marcan nuevos máximos, la economía mejora y la Reserva Federal confirma un escenario de subidas de tipos para los próximos años. El cambio de signo de la política monetaria no sólo no hace pinchar al mercado sino que la subida se acelera en las últimas semanas. Si, parece que hay que asumir que estamos en un mercado alcista pero, ¡ojo que en cualquier momento va a haber una corrección porque “la bolsa está cara y ha subido ya mucho”. Como por arte de magia hemos pasado de temer que la Bolsa fuese a caer por temor a un deterioro de la economía o a las subidas de tipos a temer que va a caer porque, aunque todo parece que va bien ya ha subido demasiado. El caso es que siempre hay miedo a que la bolsa caiga y, entre tanto, algunos deben de estar perdiéndose un ciclo alcista que lleva ya 8 años de desarrollo.

¿Pero no es cierto que la bolsa corrige de vez en cuando, y a veces con bastante intensidad? Pues efectivamente así es. Si no fuera así no se podrían obtener las rentabilidades que se obtienen en determinados períodos. Pero no es lo mismo afrontar una corrección teniendo una confianza razonable de que estamos dentro de un mercado alcista, que temer que podemos estar ante un nuevo colapso cada vez que el mercado retrocede un poco. ¡Así no se puede invertir!

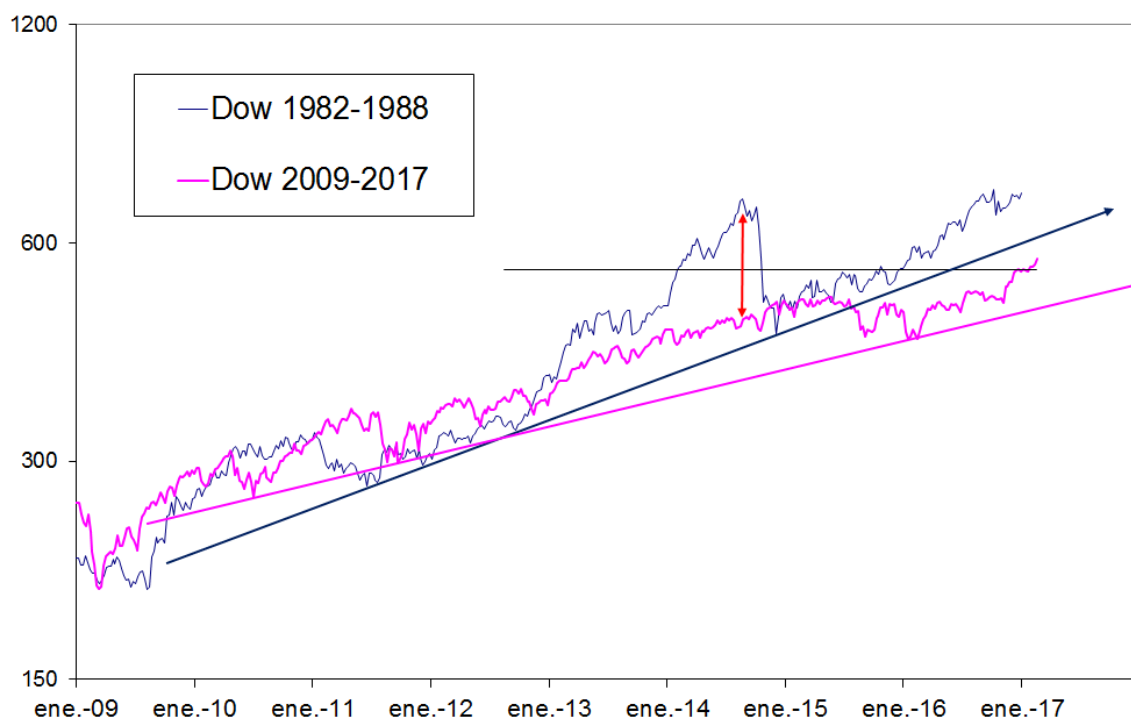
La situación actual es que hemos salido recientemente de una fase correctiva importante dentro del mercado alcista. Desde los máximos de principios de 2015 la bolsa americana ha empleado un año y medio en desarrollar una consolidación hasta superarlos definitivamente en el mes de agosto pasado. Si incluimos el pullback que le llevó a tantear de nuevo esos niveles en el mes de noviembre han sido casi dos años en que el S&P 500 se ha mantenido por debajo con un avance neto cero hasta que en las últimas semanas ha roto definitivamente al alza. Es decir, estamos iniciando un nuevo tramo alcista después de dos años de parada técnica por lo que lo razonable es esperar que este tramo (con sus correcciones de corto plazo) se prolongue al menos 1-2 años más. Correcciones de corto plazo (semanas, unos pocos meses ...) habrá en el camino y es lícito que inversores más activos traten de evitarlas en cierto modo, pero sin perder de vista el escenario de largo plazo que es eminentemente alcista.

Las correcciones más importantes dentro de un mercado alcista no son fácil de detectar porque en general son de carácter puramente técnico. El crash de 1987 fue un caso típico en este sentido. En mitad de un ciclo de crecimiento y sin ningún síntoma de deterioro económico la bolsa se desplomó súbitamente perdiendo un 40% en pocas semanas, la mayor parte en pocos

días. Si vemos el gráfico de esos años podemos entender claramente la causa de ese desplome que no es otra que la espectacular subida que lo precedió: un 130% en dos años, un 65% en un año. El Dow Jones cayó apenas a niveles en los que estaba un año antes, pero en precio estaban muy alejados por la verticalidad de la subida anterior. El paralelismo que puede tener la situación de 1986/87 es que al igual que entonces los tipos de interés han empezado a subir y las rentabilidades de los bonos también. Durante 1987 la fortísima subida de la Bolsa fue en paralelo a un intenso repunte de la rentabilidad de los bonos desde el 7% hasta el 10%. De alguna forma la subida de la Bolsa pudo verse magnificada por un intenso flujo de fondos que salían de los bonos (su precio estaba cayendo) y entraba en la Bolsa. En este sentido, si en los próximos meses prosiguiera una subida intensa de la bolsa y un repunte intenso de las rentabilidades de los bonos habría sin duda que preocuparse, pero ahora mismo estamos muy lejos de replicar la situación de 1987.



Si comparamos la evolución del ciclo de los años 80 con el actual destaca la brutal subida de 1985-87 que alejó al Dow Jones de su tendencia sostenible provocando al brusca corrección. Por el contrario, el ciclo actual ha tenido un comportamiento mucho más tranquilo a base de frecuentes y pequeñas correcciones que mantienen una pendiente más suave y sostenible en el tiempo.

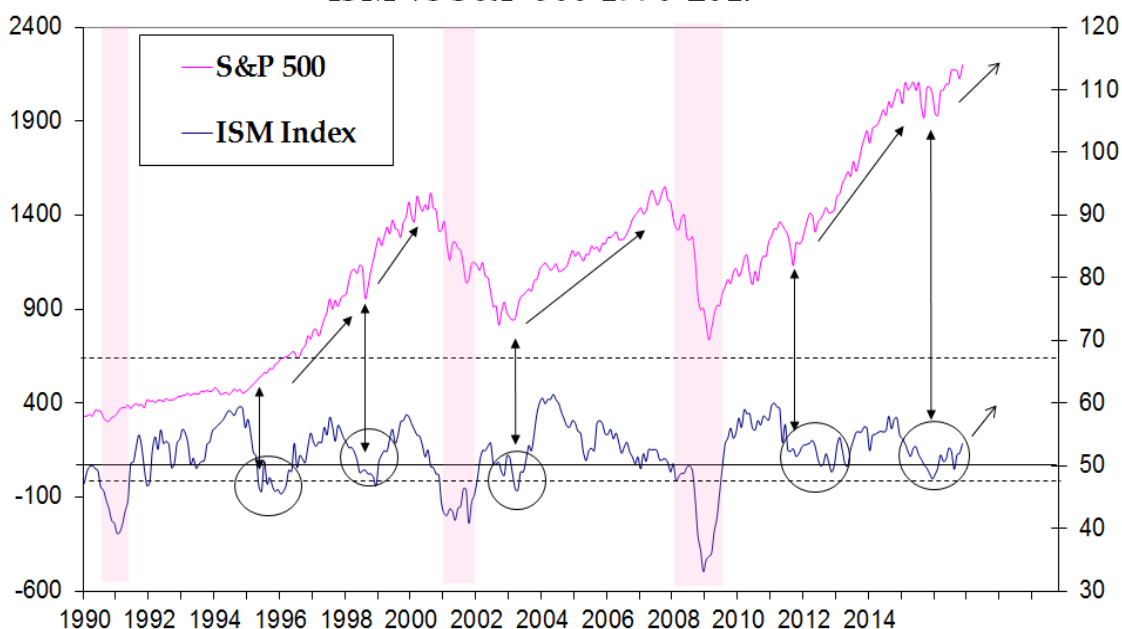


Los indicadores cíclicos y las correcciones.

En general las fases de corrección más importantes dentro de un mercado alcista suelen tener, aunque no siempre, reflejo en los indicadores cíclicos. El problema aquí es que el indicador suele ir más bien con retraso respecto a la bolsa pero al menos a posteriori nos sirve para validar la idea de que hemos dejado atrás una fase correctiva y que cabe esperar un nuevo período alcista prolongado (2-4 años ...). En otras ocasiones hemos señalado cómo indicadores como los PMI y otros han reflejado una fase de desaceleración de la economía en meses pasados, coincidiendo con la crisis de materias primas / Emergentes y la corrección de los mercados. En los últimos meses, sin embargo, los indicadores han iniciado una clara recuperación lo que significa que la fase de desaceleración ha quedado atrás. La conclusión es que el crecimiento económico va a continuar en los próximos trimestres y eso es lo que las bolsas están anticipando con su subida de los últimos meses. El comportamiento de la economía muestra cierta inercia tendencial por lo que, una vez se ha producido el giro, cabe esperar que el ciclo de aceleración se prolongue unos pocos años al menos antes de que pueda iniciarse una nueva fase de riesgo de desaceleración.

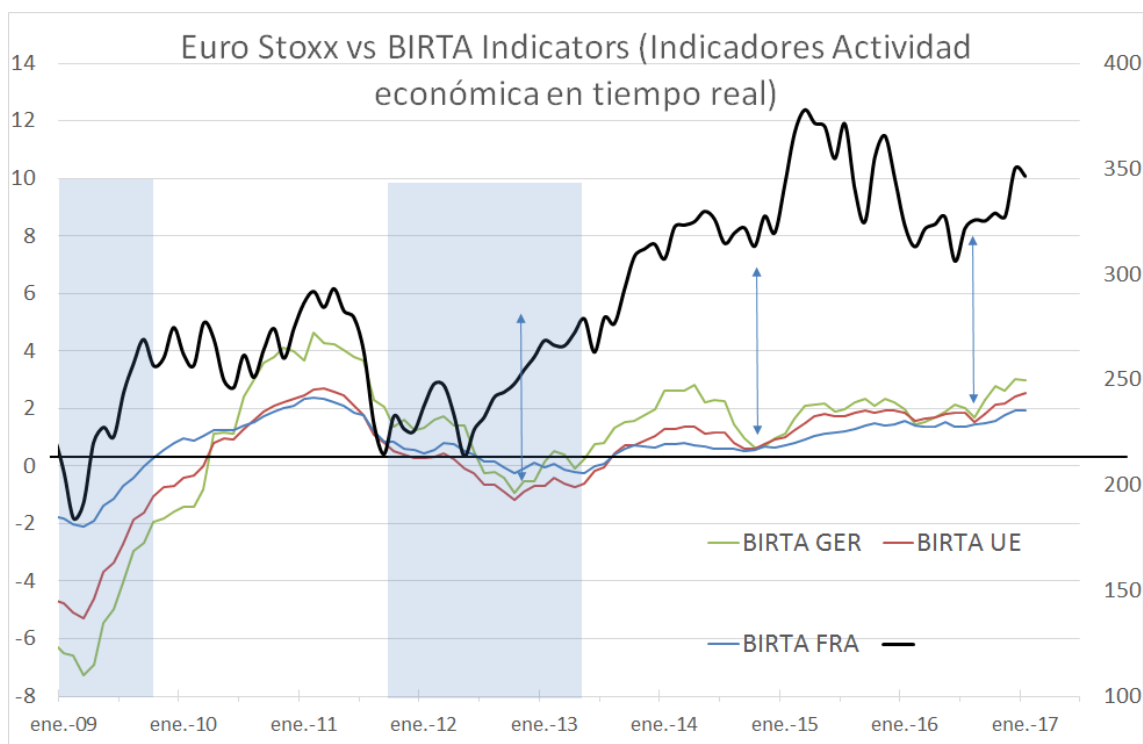
El PMI norteamericano muestra que la economía deja atrás una fase de desaceleración.

ISM vs S&P 500 1990-2017



Fuente: Bloomberg, MG Valores AV. Zonas sombreadas corresponden a recesiones en EEUU.

Los indicadores cíclicos europeos muestran una clara mejoría desde septiembre, poco después de los mínimos de la bolsa.



ANALISIS TECNICO

Las condiciones del mercado se mantienen sin cambios desde nuestro anterior comentario. Pese a que persisten niveles extremos de optimismo y sobrecompra, los índices norteamericanos han seguido registrando nuevos máximos en los últimos días lo que sigue implicando el riesgo de una corrección de corto plazo en próximas semanas. Se trataría en todo caso de una corrección limitada del orden del 5-7% de caída máxima. Con corrección o sin ella seguimos esperando un comportamiento alcista del mercado en próximos meses.



Los índices europeos no han acompañado a los americanos a nuevos máximos y se mantienen de momento en un proceso de consolidación lateral dentro de sus tenencias alcistas de medio-largo plazo que esperamos reanuden en próximas semanas.





Departamento de Análisis.

Nicolás López

Director.

91.347.06.17

Email: mganalisis@mgvalores.com

Blog: www.mgvalores.com

Twitter: @nicolas_lopezm