

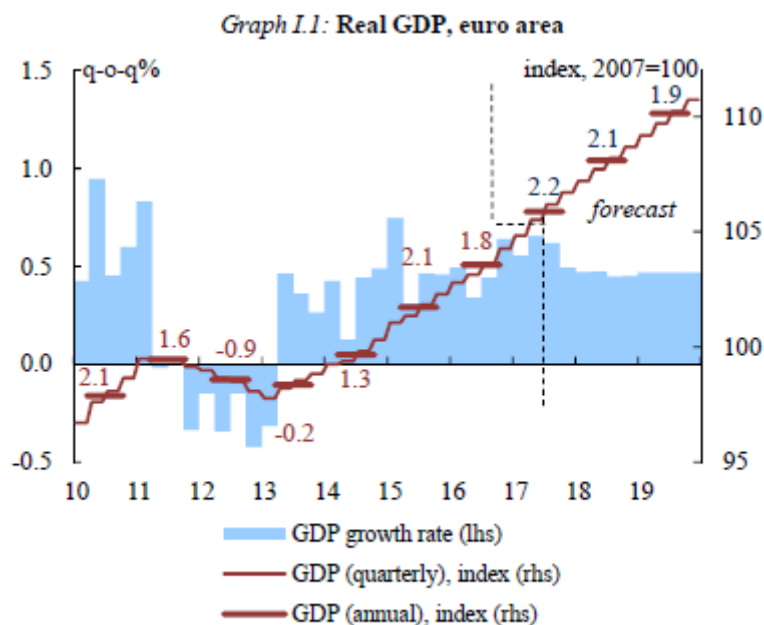
INDICES BOLSA			RENTABILIDAD BONOS		FUTUROS BOLSA		
	Ultimo	%		Ultimo (%)		Ultimo	%
Ibex 35	10.089	0,75	USA 10y	2,35	Eurostoxx 50	3.565	0,14
Ibex Mid Cap	10.113	1,72	GER 10y	0,37	Dax	13.057	0,13
Ibex Small Cap	6.184	0,69	ESP 10y	1,54	S&P 500	2.583	-0,09
Dow Jones	23.458	0,80	ESP-GER 10y	1,17	Dow Jones	#N/A N/A	#N/A N/A
S&P 500	2.586	0,82	USA 2y	1,70	DIVISAS		
Nasdaq 100	6.339	1,29	GER 2y	-0,70	EUR/\$	1,1806	0,28
Dax	13.047	0,55	ESP 2y	-0,32	EUR/Yen	132,85	0,03
Cac 40	5.336	0,66	ESP-GER 2y	0,39	Dólar/Yen	112,53	0,47
Milan FTE	22.207	0,22			MATERIAS PRIMAS		
Nikkei	22.397	0,20			Gold	1282,4	0,04
Shangahi Comp.	3.383	-0,48			Silver	17,08	0,60
Bovespa Brasil	72.512	2,38			Oil W.Texas	55,35	-0,34

Previsiones de otoño de la Comisión Europea. El ritmo de crecimiento en Europa durante el primer semestre ha superado las previsiones impulsado por un consumo privado resistente, un creciente apoyo de la recuperación global, las condiciones financieras laxas y sólidas ganancias del mercado laboral. La inversión, que estaba más retrasada, también muestra signos de una recuperación de amplia base más recientemente. La fortaleza de la confianza de consumidores y empresarios sugiere que el crecimiento continuará a corto plazo. Por otra parte, la recuperación en Europa está menos avanzada que en otras áreas desarrolladas como EEUU, lo que sugiere que el crecimiento robusto tiene margen para continuar sin generar presiones inflacionistas. Una mejora de los salarios impulsada por ganancias en la productividad sería un signo importante de que la expansión podría prolongarse a un ritmo robusto. La Comisión Europea prevé un crecimiento para la Eurozona del 2,2% en 2017, el más elevado en 10 años, con una ligera desaceleración al 2,1% y 1,9% en 2018 y 2019 respectivamente. Por lo que se refiere al entorno internacional la Comisión ha elevado en una décima el crecimiento previsto de la economía global en 2017 y 2018, hasta el 3,5% y 3,7% respectivamente. Latinoamérica sigue siendo el área con el crecimiento más débil, +,3% en 2017, pero mejorando al 2,1% y 2,4% en 2018 y 2019 respectivamente.

Overview - the autumn 2017 forecast

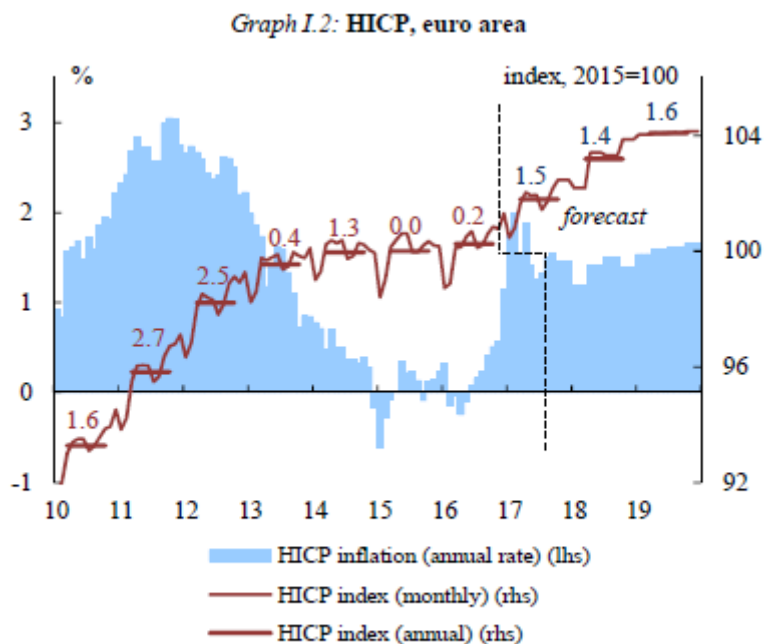
	Real GDP			Inflation		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Belgium	1.7	1.8	1.7	2.2	1.4	1.6
Germany	2.2	2.1	2.0	1.7	1.5	1.6
Estonia	4.4	3.2	2.8	3.7	3.0	2.7
Ireland	4.8	3.9	3.1	0.3	0.8	1.2
Greece	1.6	2.5	2.5	1.2	0.8	1.3
Spain	3.1	2.5	2.1	2.0	1.4	1.5
France	1.6	1.7	1.6	1.1	1.2	1.5
Italy	1.5	1.3	1.0	1.4	1.2	1.5
Cyprus	3.5	2.9	2.7	1.0	1.1	1.4
Latvia	4.2	3.5	3.2	2.9	2.8	2.9
Lithuania	3.8	2.9	2.6	3.8	2.9	2.5
Luxembourg	3.4	3.5	3.3	2.1	1.7	1.9
Malta	5.6	4.9	4.1	1.3	1.5	1.8
Netherlands	3.2	2.7	2.5	1.3	1.5	2.2
Austria	2.6	2.4	2.3	2.0	1.6	1.7
Portugal	2.6	2.1	1.8	1.5	1.4	1.5
Slovenia	4.7	4.0	3.3	1.6	1.5	1.8
Slovakia	3.3	3.8	4.0	1.3	1.7	2.0
Finland	3.3	2.7	2.4	0.9	1.3	1.7
Euro area	2.2	2.1	1.9	1.5	1.4	1.6

Crecimiento sostenido en el entorno del 2% anual en la Eurozona en los próximos años.



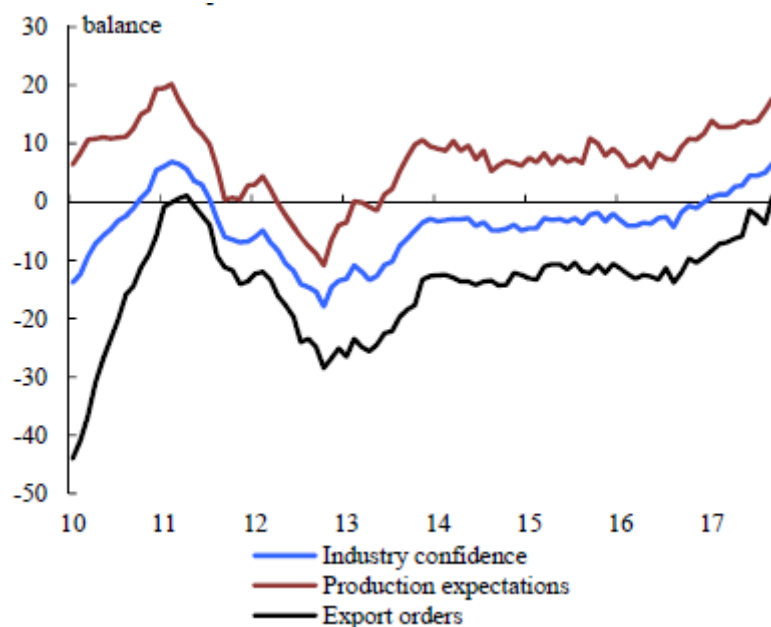
Figures next to horizontal bars are annual growth rates.

Con una inflación contenida que podría situarse en el 1,6% en 2019.



Figures next to horizontal bars are annual inflation rates.

La fortaleza de los indicadores de confianza sugiere que el buen tono de la economía debería continuar a corto plazo.



La aceleración de la economía es de muy amplia base y por primera vez desde antes de la Gran Recesión tenemos una recuperación sincronizada en todas las áreas geográficas.

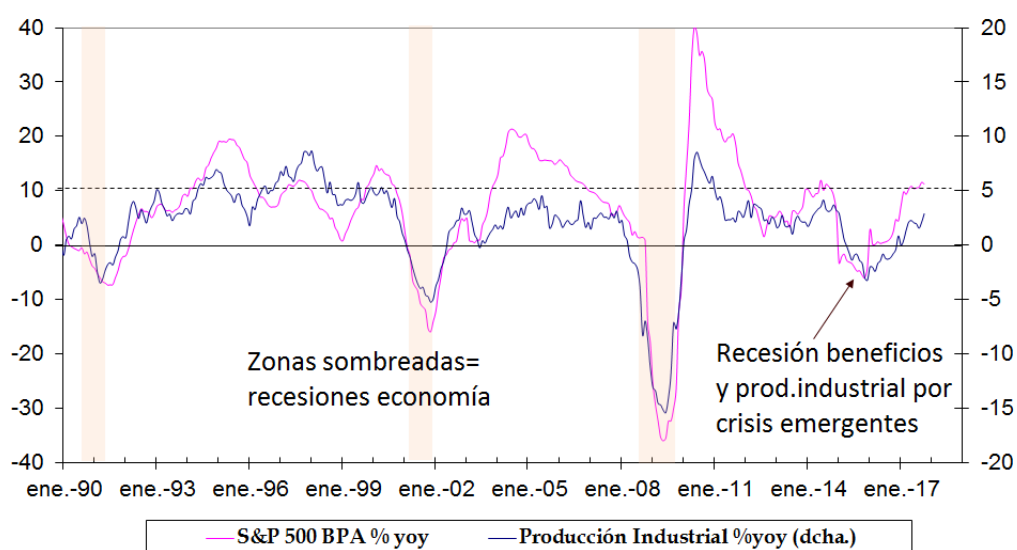
International environment

(Annual percentage change)

	(a)	2014	2015	2016	Autumn 2017 forecast			Spring 2017 forecast	
					2017	2018	2019	2017	2018
Real GDP growth									
USA	15.5	2.6	2.9	1.5	2.2	2.3	2.1	2.2	2.3
Japan	4.4	0.3	1.1	1.0	1.6	1.2	1.0	1.2	0.6
Emerging and developing Asia	32.4	6.6	6.5	6.5	6.3	6.4	6.3	6.4	6.3
- China	17.7	7.3	6.9	6.7	6.8	6.5	6.2	6.6	6.3
- India	7.2	7.0	7.5	7.9	6.6	7.5	7.6	7.2	7.5
Latin America	7.8	1.1	-0.1	-1.1	1.3	2.1	2.4	1.2	2.1
- Brazil	2.6	0.5	-3.8	-3.6	0.7	1.8	2.0	0.5	1.8
MENA	6.9	2.2	2.3	4.9	2.2	2.8	3.3	2.3	2.9
CIS	4.5	1.0	-2.3	0.3	2.0	2.1	2.2	1.6	2.0
- Russia	3.2	0.7	-2.8	-0.2	1.7	1.6	1.5	1.2	1.4
Sub-Saharan Africa	3.2	4.9	3.4	1.1	2.5	3.3	3.9	2.6	3.4
Candidate Countries	1.8	4.7	5.7	3.2	5.1	4.0	4.0	3.0	3.3
World (incl.EU)	100.0	3.4	3.3	3.2	3.5	3.7	3.7	3.4	3.6
World merchandise trade volumes									
World trade		4.0	2.8	2.4	4.3	4.1	4.0	3.4	3.8
Extra EU export market growth		3.4	1.5	1.9	4.0	3.8	3.8	3.1	3.3

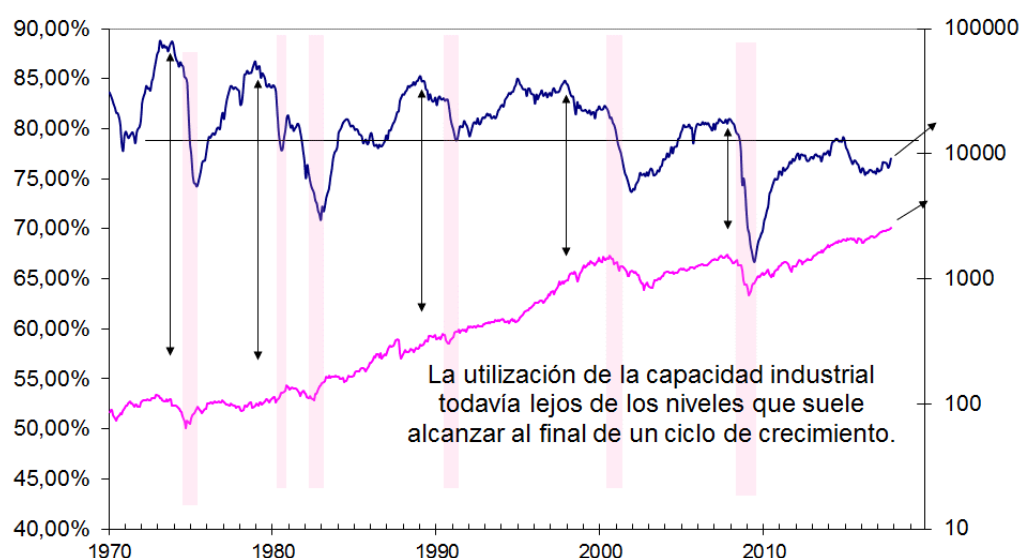
En EEUU, dónde la expansión está más avanzada, no se aprecian signos de agotamiento: la producción industrial se está acelerando tras la “mini-recesión” causada por la crisis del petróleo en 2015, lo que apunta a sólido crecimiento de los beneficios en próximos trimestres.

EEUU: Producción Industrial vs Beneficios en % interanual

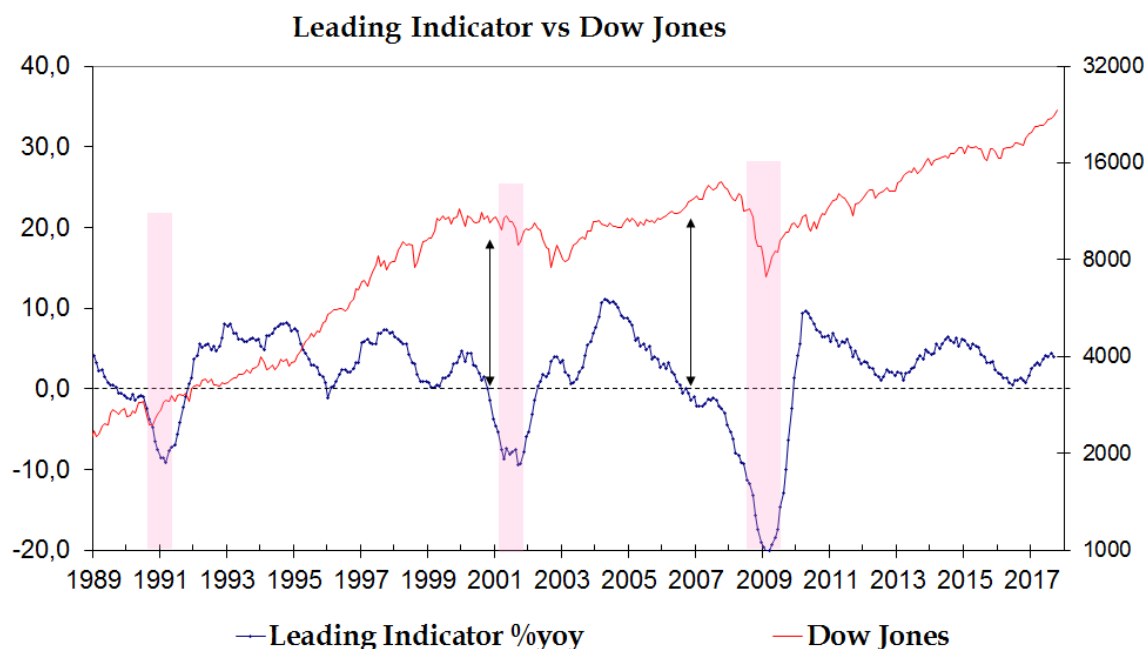


La utilización de la capacidad industrial está todavía lejos de los niveles que suelen marcar el fin de una fase expansiva.

Utilización Capacidad Industrial vs S&P 500

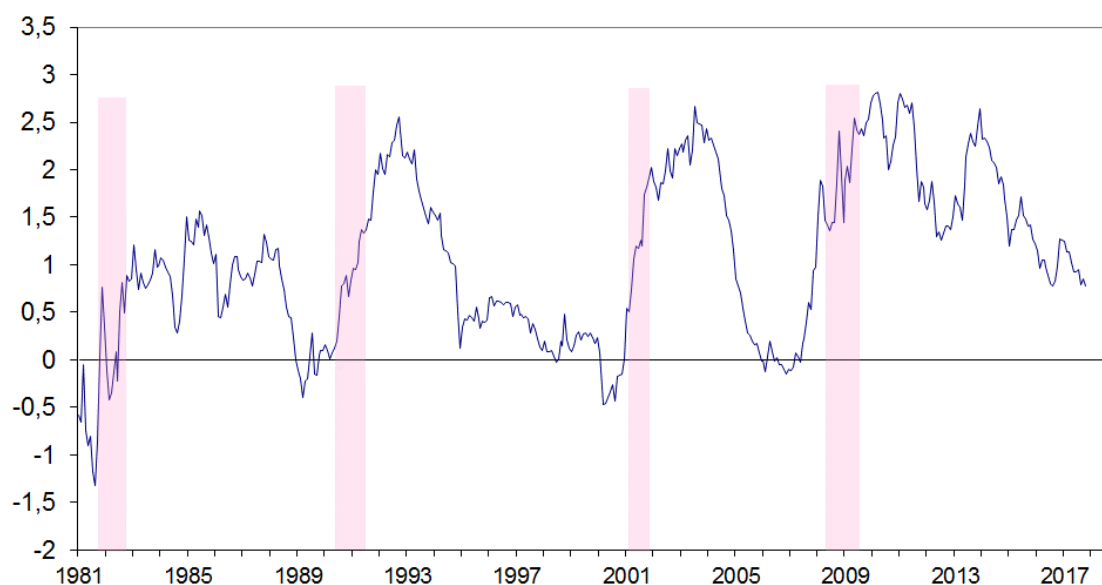


El Leading indicator (en % variación anual) anticipa una recesión en varios meses situándose por debajo de cero. Ahora su tendencia es todavía creciente tras la desaceleración de 2015-16.



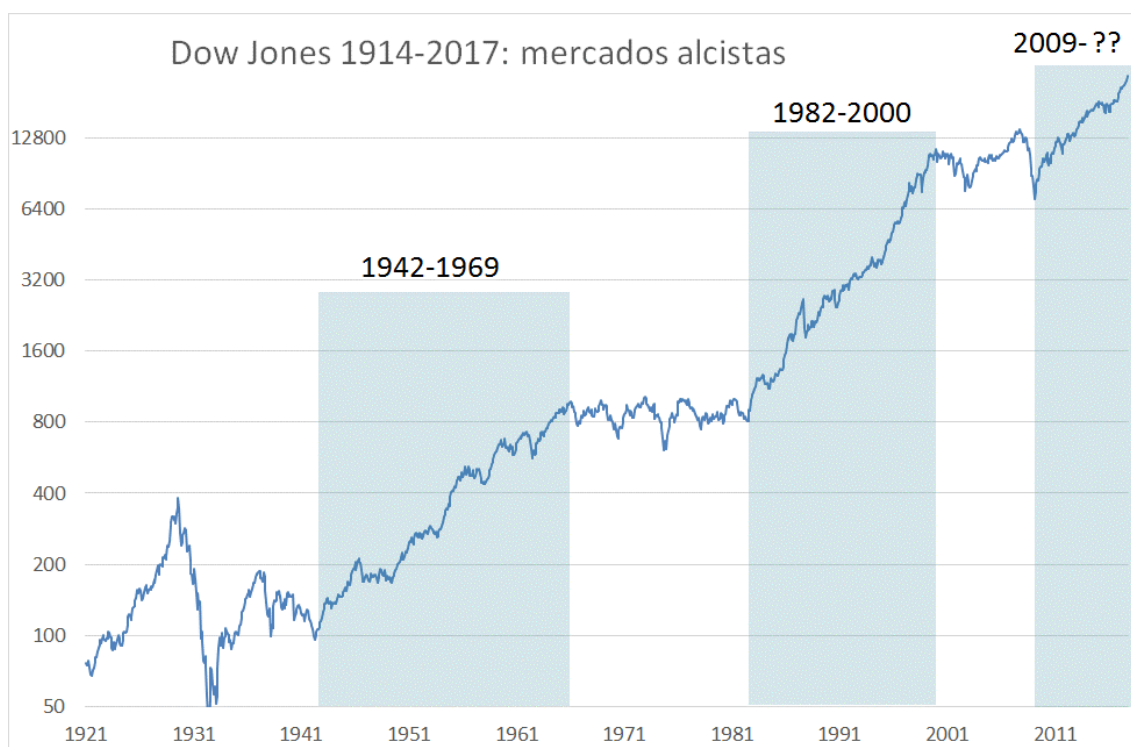
La inversión de la curva de tipos suele preceder en 1-2 años a una recesión. Aunque en los últimos meses se está aplanando, todavía está lejos de ser negativa.

EEUU: Spread T.Bond 10yr-2yr



¿Estamos en un gran mercado alcista secular?

La definición de lo que es un mercado alcista o bajista es muy subjetiva. A efectos de este análisis vamos a considerar como mercado alcista los grandes períodos en que las correcciones tienden a recuperarse con rapidez, de forma que para un inversor medio enfocado al largo plazo puede tener sentido una simple estrategia de “comprar y mantener” (“buy & hold”). Si observamos el gráfico del Dow Jones desde 1914 podemos distinguir claramente dos grandes mercados alcistas, de 1942 a 1969 y de 1982 a 1999. Esos períodos no estuvieron exentos de correcciones, algunas importantes, pero en cuestión de meses (a lo sumo 1-2 años) el mercado había recuperado todas las pérdidas y seguía su avance de largo plazo. Entre medias de estos grandes mercados alcistas tenemos lo que podemos denominar mercados bajistas. Son fases prolongadas (alrededor de 10 años) en las que el mercado se atasca sin lograr ningún avance neto sufriendo sucesivas correcciones acompañadas de severas crisis económicas y financieras. Los períodos 1929-1942, 1969-1982 y 2009-2017 serían un ejemplo.

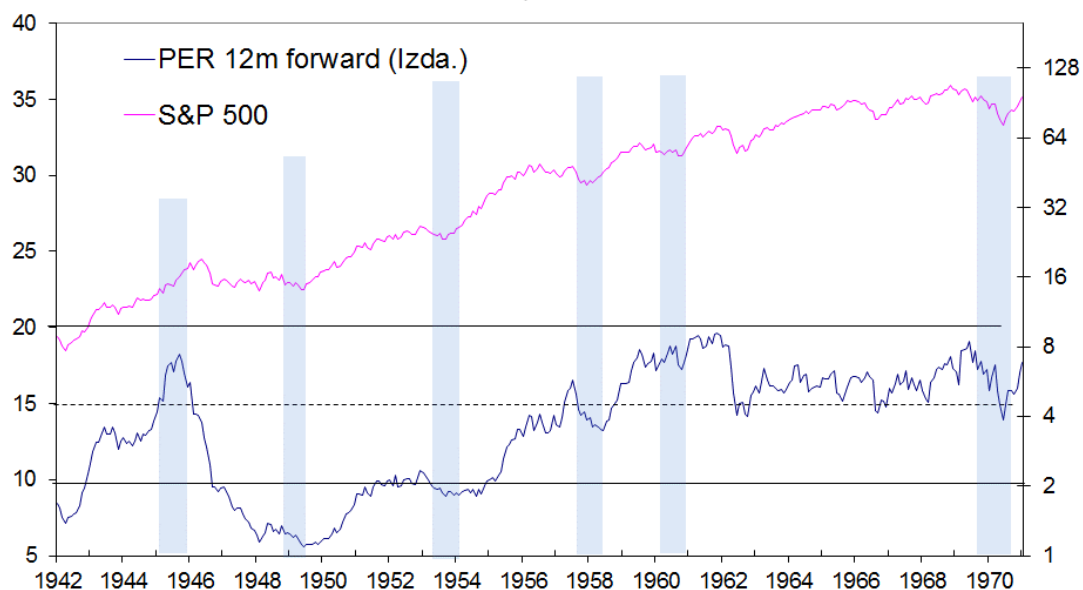


Descomponiendo la rentabilidad del índice entre crecimiento de los beneficios y aumento del PER. Los grandes mercados alcistas se alimentan de dos factores: el crecimiento de los beneficios y el “encarecimiento” del mercado. Al inicio de un mercado alcista la Bolsa está muy barata (PER bajo) y al final muy cara, por lo que la subida de los índices puede explicarse como la suma del crecimiento de los beneficios y el aumento del PER. En la tabla siguiente se detalla la rentabilidad anual del S&P 500 en los sucesivos mercados alcistas y bajistas desde 1929, distinguiendo la rentabilidad que se explica por el crecimiento de los beneficios de la que se deriva del aumento del PER del mercado.

Rentabilidad S&P 500 por períodos (% anualizada)				
Crecimiento BPA por períodos (% anualizado)				
Variación PER S&P 500 por períodos (% anualizada)				
	S&P 500	BPA	PER	Años
1929-1942	-13,37%	-4,59%	-9,20%	13,0
1942-1969	10,48%	6,69%	3,56%	26,6
1969-1982	-0,09%	7,90%	-7,41%	13,7
1982-2000	15,79%	7,47%	7,74%	18,1
2000-2009	-8,18%	1,34%	-9,39%	8,5
2009-2017	15,56%	8,44%	6,57%	8,7
1929-2017	5,11%	5,21%	-0,10%	88,5

El mercado alcista de 1942-1969. Fueron nada menos que 26 años de mercado alcista con una rentabilidad media del 10,5% (sin contar dividendos). El crecimiento de los beneficios ha aportado un 6,7% anual a la rentabilidad y el aumento del PER un 3,5% anual. Esto es posible porque el PER al inicio del período era muy bajo. Hubo varias correcciones con retrocesos del orden del 15-20% que al cabo de 1-2 años habían recuperado los máximos previos. La mayoría de estas correcciones estuvieron relacionadas con recesiones económicas (zonas sombreadas) que fueron frecuentes pero de corta duración y escasa intensidad. Al inicio del período el PER era muy bajo, 8,5x. Llegó a caer a 5x en 1949 y se mantuvo al alza hasta 1961 en que llegó casi a 20x. A partir de entonces se estabilizó entre 15x y 20x por lo que en la última fase del mercado alcista la rentabilidad del S&P 500 procedía exclusivamente del crecimiento de los beneficios.

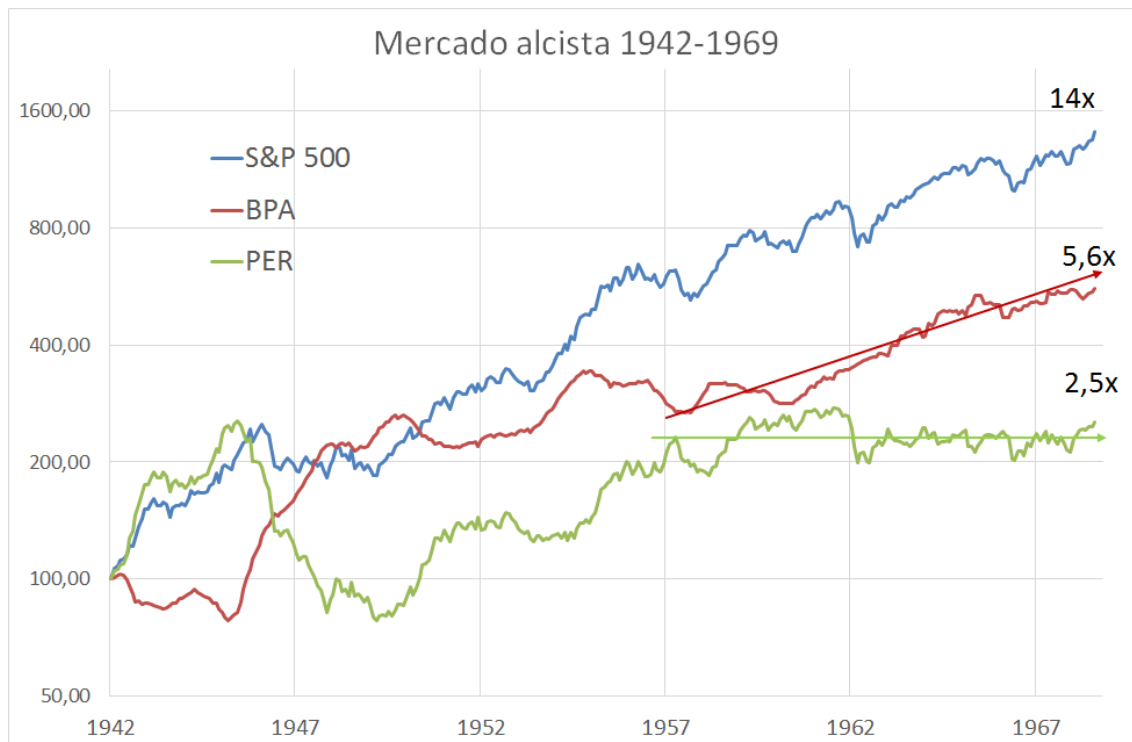
S&P 500 vs P/E 12 m forward 1942-1971



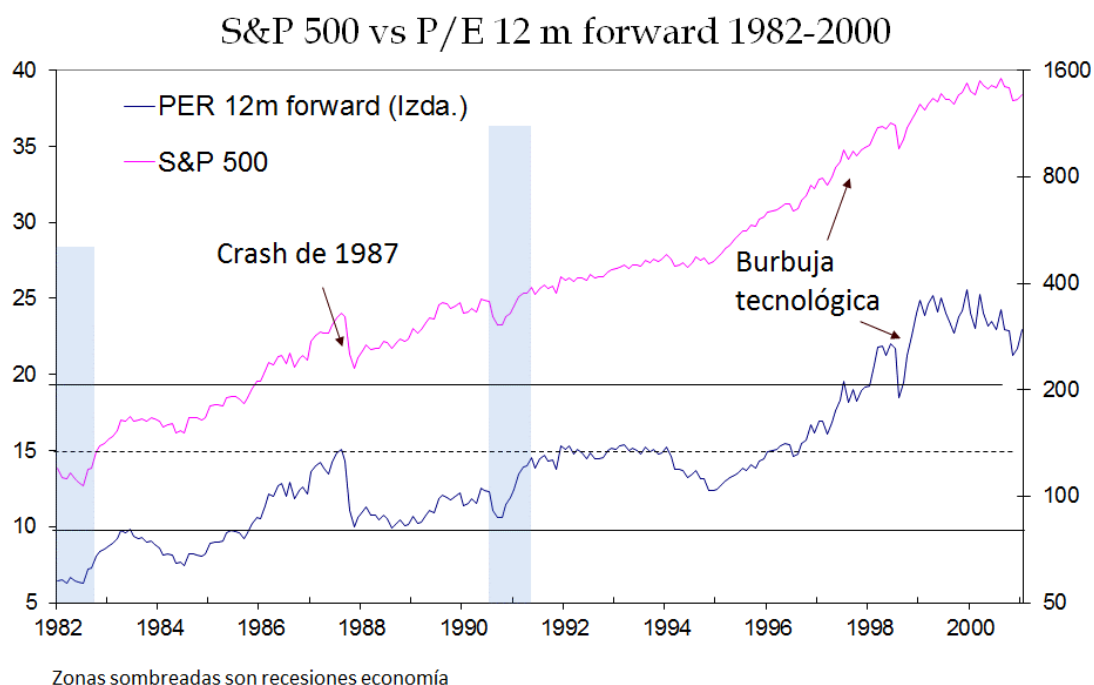
Zonas sombreadas son recesiones economía

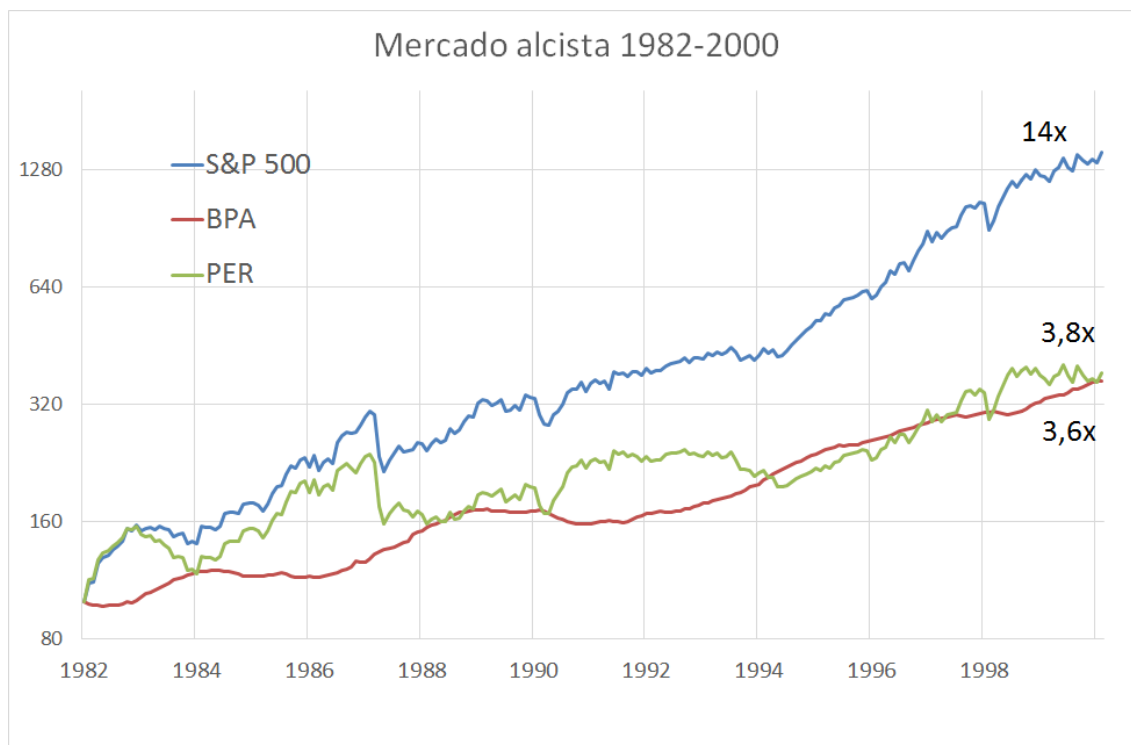
Expresado en valor absoluto el S&P 500 se multiplicó por 14x en esos 26 años, mientras los beneficios se multiplicaron por 5x y el PER por 2,5x. Como se aprecia, el PER se estabilizó en la última década del ciclo lo que hizo que la rentabilidad del S&P 500 se ralentizara en relación al período anterior.

Mercado alcista 1942-1969



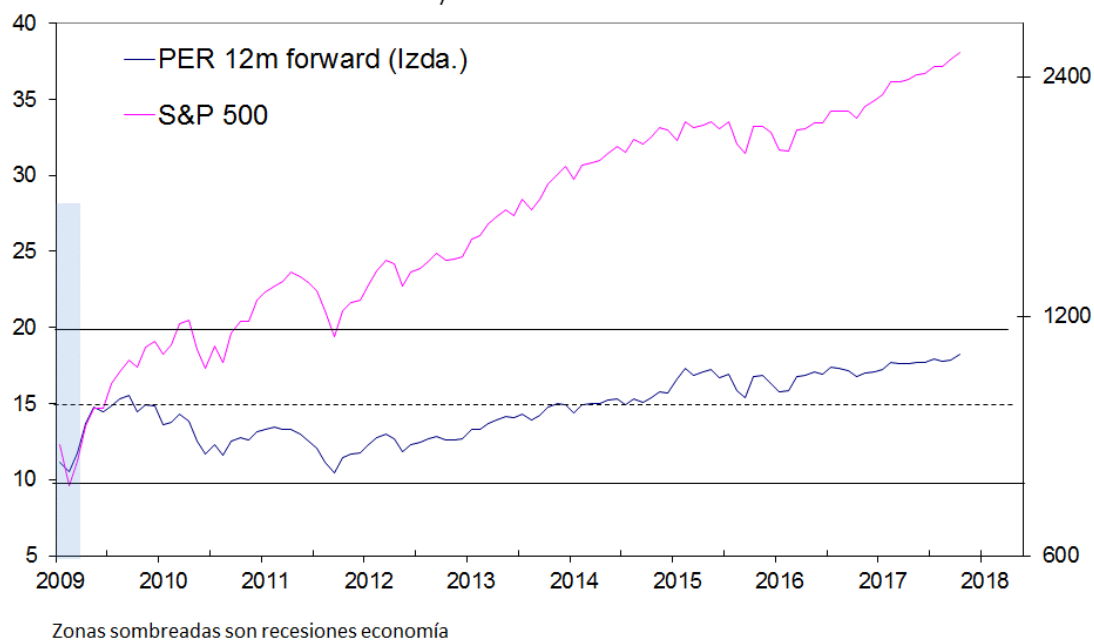
El mercado alcista de 1982-1999. En estos 17 años el S&P 500 logró un avance absoluto similar al anterior mercado alcista al multiplicarse por 14x. Lógicamente la rentabilidad promedio anual fue superior, de un 15,8%. El crecimiento anual de los beneficios fue algo superior al ciclo anterior (7,5% vs 6,7%) pero la gran diferencia fue el fuerte aumento del PER en este período, que pasó de 6,3x en 1982 a nada menos que 25,5x en 2000, aportando un 7,7% anual a la rentabilidad del S&P 500. La fuerte subida del PER en la fase final del ciclo (la burbuja tecnológica) fue el factor diferencial y seguramente irrepetible de este ciclo. Al contrario que en el ciclo anterior, la intensidad de la subida se aceleró en los últimos años del ciclo. Sólo hubo una recesión en estos años, en 1990-91, que vino acompañada de una corrección de un 15% y unos meses de duración. La corrección más fuerte fue el crash de 1987 con una caída en datos mensuales del 30% pero se recuperó en poco más de un año.





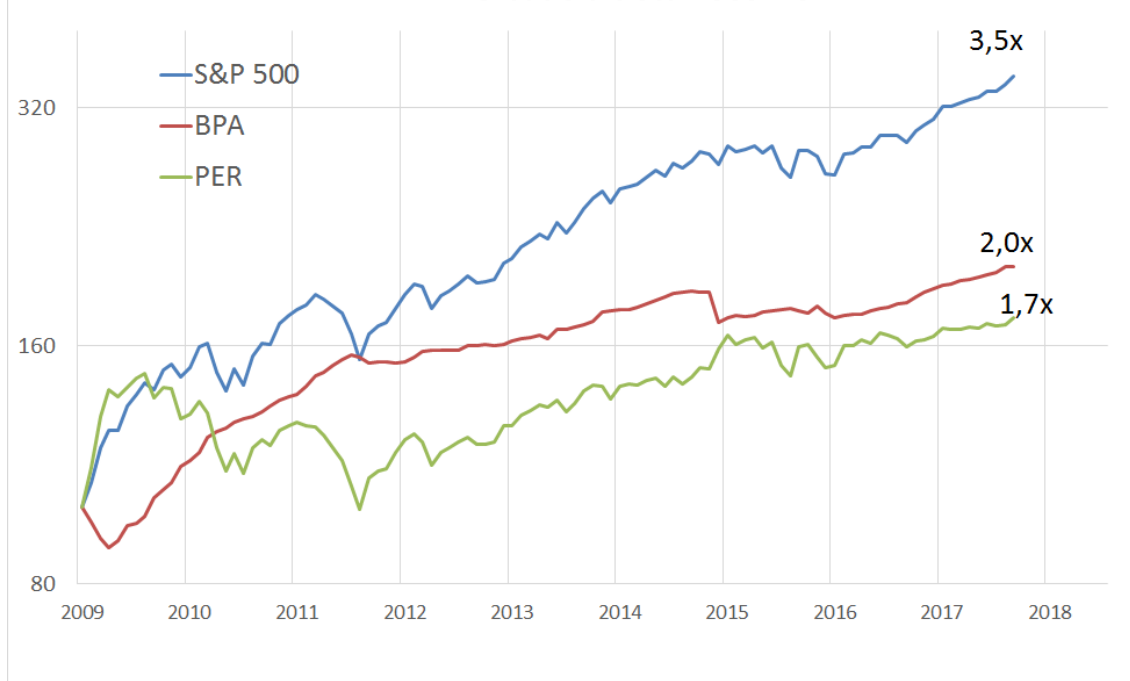
El mercado alcista de 2009-??. Desde 2009 el S&P 500 está inmerso en un nuevo mercado alcista. No podemos estar seguros de que va a tener unas características similares a los dos anteriores, pero es una hipótesis razonable a priori. En los 8 años de vida de este ciclo la rentabilidad ha sido del 15,5% anual, con los beneficios creciendo al 8,5% y PER al 6,5%. En lo que se refiere al comportamiento del PER es más razonable asumir un escenario similar al primer mercado analizado. Con un PER actualmente de 18,2x, lo más normal es que en próximos años tendiera a estabilizarse en niveles no muy superiores a los actuales. En la medida en que el escenario de tipos de interés bajos se mantenga en la próxima década, un PER en el entorno de 20x puede ser razonable, pero eso significa que la rentabilidad del S&P 500 en los próximos años provendrá exclusivamente del crecimiento de los beneficios. En promedio éstos crecieron al 6,7% y al 7,5% en los dos ciclos anteriores. En el actual llevan un promedio del 8,5% anual. Para igualarlos en la próxima década el crecimiento debería situarse más bien en el rango 5-6% anual por lo que esa sería la rentabilidad anual que cabría esperar en un escenario de mercado alcista en la próxima década. Esta rentabilidad sería consistente con el escenario de crecimiento global e inflación algo inferiores al de anteriores ciclos. Con una matización en el caso del S&P 500. La generalización de las recompras de acciones en EEUU como vía indirecta de remuneración al accionista puede aumentar en 1-2 puntos esa rentabilidad. En cierta forma los índices USA son índices de retorno total ya que parte del dividendo se incorpora al precio de la acción vía aumento del BPA inducido por la recompra de acciones.

S&P 500 vs P/E 12 m forward 2009-2017

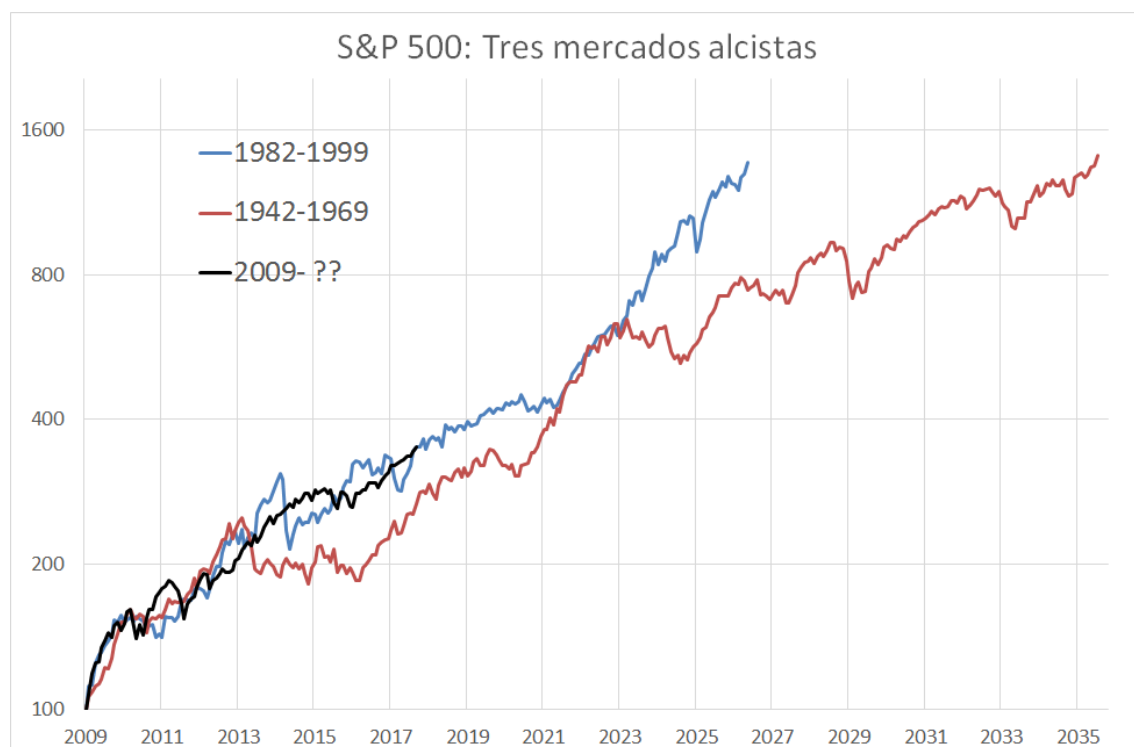


De momento el precio del S&P 500 se ha multiplicado por 3,5x en este ciclo, todavía lejos del 14x de los dos grandes mercados alcistas anteriores.

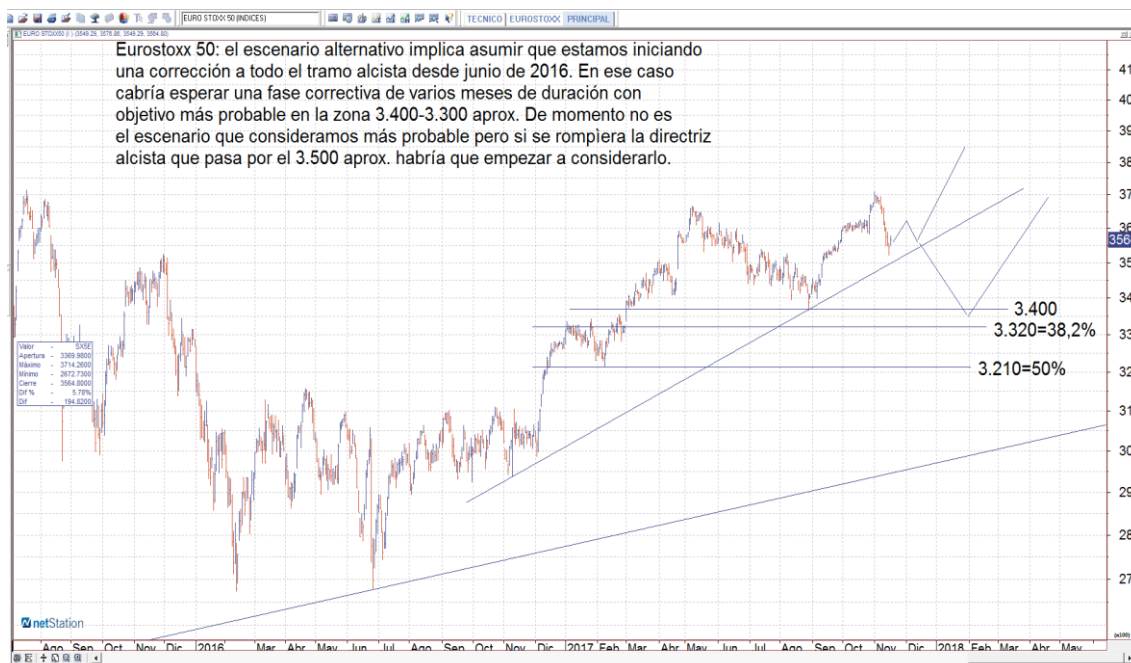
Mercado alcista 2009-2017



Si fuese a alcanzar unas dimensiones similares a aquellos, tendría todavía entre 9 y 19 años por delante y el S&P 500 alcanzaría el nivel de los 10.000 puntos aprox. en ese plazo. Este escenario es por supuesto compatible con que haya alguna recesión económica “normal” en el camino y correcciones de cierta intensidad (20% aprox.) pero que se recuperen en un plazo no muy superior a 1 año. Un nuevo mercado bajista como los de los años 70’ o 2000-2009 debería tardar bastantes años todavía en llegar.



Análisis Técnico







Departamento de Análisis.

Nicolás López

Director.

91.347.06.17

Email: mganalisis@mgvalores.com

Blog: www.mgvalores.com

Twitter: @nicolas_lopezm