

INDICES BOLSA			RENTABILIDAD BONOS		FUTUROS BOLSA		
	Ultimo	%		Ultimo (%)		Ultimo	%
Ibex 35	10.032	0,36	USA 10y	2,97	Eurostoxx 50	3.515	0,40
Ibex Mid Cap	10.027	-0,17	GER 10y	0,45	Dax	12.930	0,66
Ibex Small Cap	7.722	0,40	ESP 10y	1,41	S&P 500	2.738	0,36
Dow Jones	24.812	-0,30	ESP-GER 10y	0,96	Dow Jones	#N/A N/A #N/A N/	
S&P 500	2.728	-0,20	USA 2y	2,51	DIVISAS		
Nasdaq 100	6.950	-0,06	GER 2y	-0,60	EUR/\$	1,1691	-0,35
Dax	12.933	0,60	ESP 2y	-0,30	EUR/Yen	127,93	0,27
Cac 40	5.575	0,49	ESP-GER 2y	0,30	Dólar/Yen	109,43	-0,15
Milan FTE	22.779	0,13	MATERIAS PRIMAS				
Nikkei	22.451	0,06			Gold	1303,1	1,15
Shangahi Comp.	3.141	-0,42			Silver	16,55	1,73
Bovespa Brasil	80.122	-0,92			Oil W.Texas	70,38	-1,57

## COMENTARIO DE MERCADO

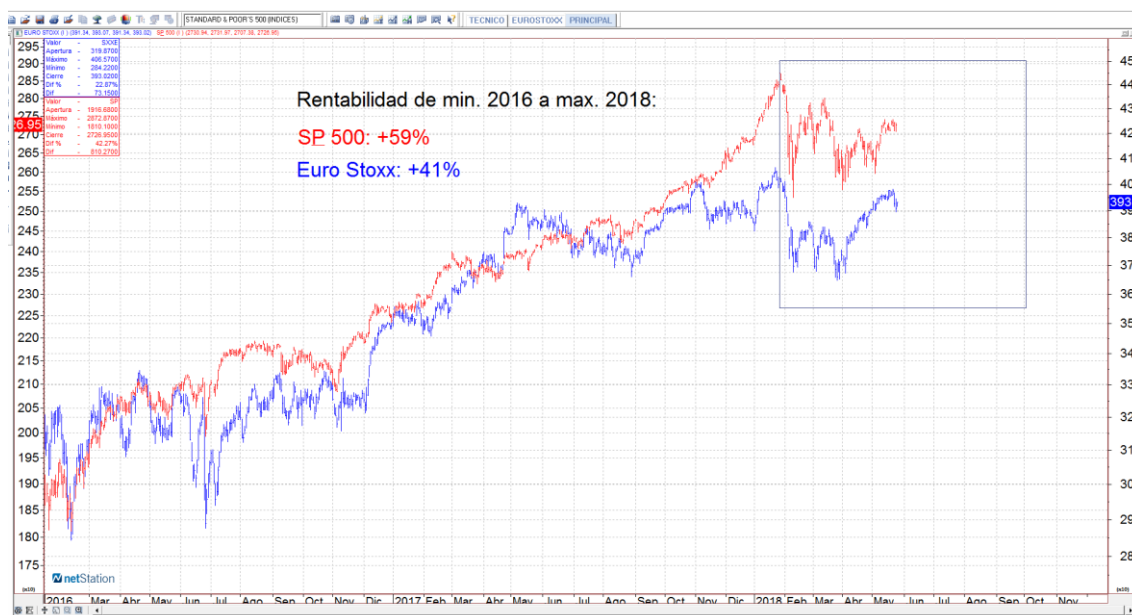
**Los tiempos del mercado.** “Esperar es una lata. Y, sin embargo, es lo único que nos hace experimentar el roer del tiempo y sus promesas. En la escritura, en la inversión, en todas las facetas de la vida, uno ha de darse tiempo. El tiempo necesario para que se asienten y maduren los procesos, las ideas, los proyectos, las vivencias”. En los últimos meses los mercados han entrado en una fase de pausa después de un intenso proceso alcista de casi dos años de duración. Desde principios de 2016 hasta los máximos recientes de enero el S&P 500 había avanzado un 59% y el Eurostoxx un 41%, Revalorizaciones de esa intensidad (20-25% anual) no se pueden mantener indefinidamente y las correcciones como la actual sirven para devolver al mercado a una senda sostenible. En el caso de EEUU la tendencia alcista desde 2009 muestra una pendiente de fondo del 12% anual, pendiente que puede ser sostenible mientras existan expectativas de que la fase expansiva de la economía se va a prolongar en próximos años.

**Los factores detrás de la parada del mercado.** Por otra parte, las fases de corrección vienen acompañadas de la aparición de incertidumbres que de alguna forma ponen en duda la continuidad el escenario de crecimiento que ha impulsado las subidas. El fuerte optimismo generado en la fase alcista va poco a poco mutando en pesimismo ante la posibilidad de un deterioro de la economía. En la actual corrección el detonante fue el proceso de subidas de los tipos de interés en EEUU, o más bien el temor a que un proceso continuado de subidas pueda eventualmente frenar el crecimiento de la economía. Algunos efectos negativos se están viendo en los mercados emergentes con presión sobre sus divisas aunque de momento bastante limitada a unos pocos países. A esto se ha unido los problemas particulares de Europa con una significativa pérdida de impulso en los primeros meses del año y, más recientemente, la cuestión de Italia. La eterna cuestión de la supervivencia del proyecto de integración europea vuelve al primer plano con la formación de un gobierno populista en uno de los grandes países de la eurozona. En nuestra opinión no estamos ante un escenario de fin de ciclo que pueda desembocar en una gran crisis financiera, pero es probable que necesitemos más tiempo hasta que esas dudas se disipen y los inversores recuperen la confianza en la continuidad de la fase expansiva. (Mientras escribo estas líneas salta la noticia de que Ciudadanos retira el apoyo al Gobierno, lo que hace probable que tengamos que ir a elecciones. Una nueva e importante incertidumbre para el mercado en el corto plazo).

El mercado en el largo plazo: el ciclo alcista desde 2009 está impulsado por la fase expansiva de la economía. Las correcciones de 2011, 2015/16 y 2018 son pausas de esta tendencia, no su final.



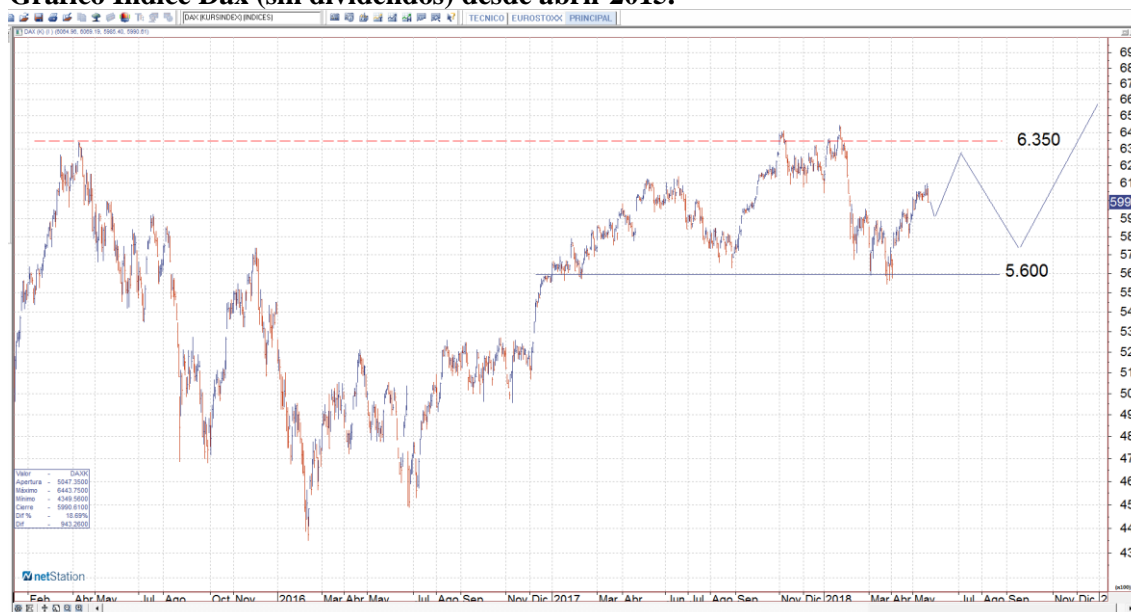
La fase correctiva de los últimos meses es una reacción a las fuertes subidas acumuladas desde principios de 2016: +59% en EEUU, +41% en Europa.



## Las incertidumbres que han frenado al mercado.

El intenso ciclo alcista que se ha desarrollado desde principios de 2016 en la mayoría de índices bursátiles ha dejado paso a una fase correctiva desde el mes de enero pasado. En principio se trata de una corrección normal tras casi dos años de subidas que podría prolongarse algunos meses antes de continuar con el proceso alcista de largo plazo.

### Gráfico Índice Dax (sin dividendos) desde abril-2015.



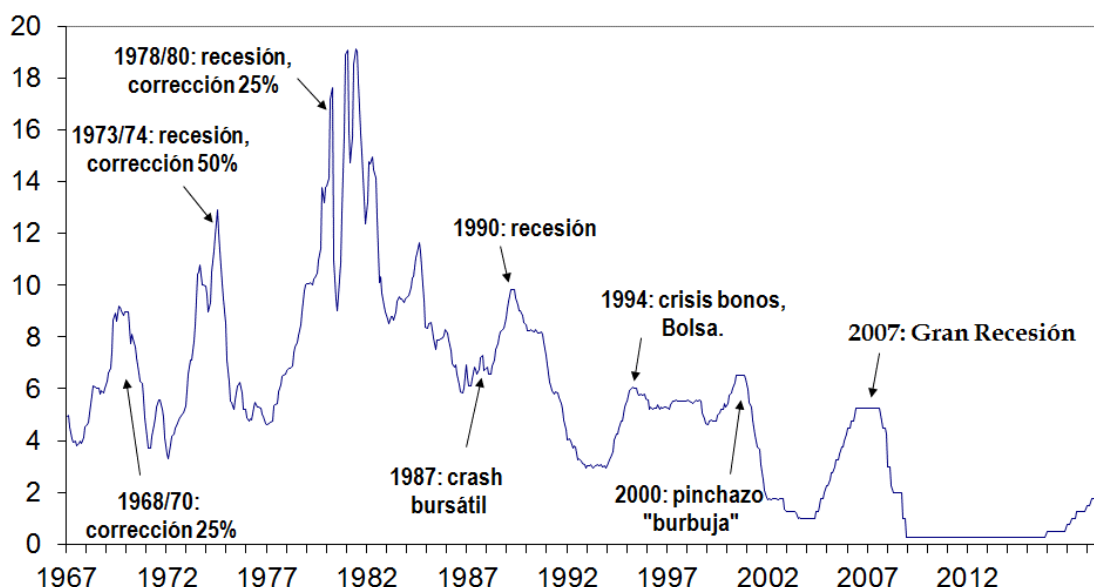
Las fases correctivas van acompañadas de un aumento de las incertidumbres económicas y la actual no es una excepción. En las últimas semanas el mercado ha reaccionado a la aparición de diversos factores que ponen ciertas dudas sobre la continuidad de la fase expansiva de la economía en próximos años. En la medida en que estas dudas no se disipen cabe esperar que el mercado tenga dificultades para sostener un nuevo proceso alcista y se limite a mantenerse en el rango en que se mueve desde hace algunos meses. Además, no podemos descartar que el escenario económico se deteriore y lo que ahora parece una simple corrección acabe en algo peor. Es este temor el que hace complicado manejarse durante una fase correctiva. A continuación voy a repasar las principales incertidumbres que mantienen a los inversores en un modo más defensivo.

### 1.- El endurecimiento monetario en EEUU.

Fue el detonante de la corrección. La Reserva Federal está embarcada en un proceso de normalización monetaria que implicaría situar la tasa de los Fed Funds sobre el 3% a finales de 2019 frente al 1,50% actual. Históricamente los procesos de subidas de tipos de interés en EEUU han ido asociados a algún tipo de crisis financiera y a menudo han sido la antesala de una recesión. Esto es así porque el objetivo de las subidas de tipos normalmente era combatir la inflación y en muchos casos eso pasaba por un ajuste de la economía. Con una inflación controlada y un nivel de tipos de interés históricamente bajo el proceso de subidas previsto no debería poner en riesgo el ciclo económico, al menos hasta dentro de dos o tres años, pero la inestabilidad financiera actual puede prolongarse hasta que los inversores vuelvan a confiar en que las subidas de tipos no van a impedir la continuidad de la fase expansiva.

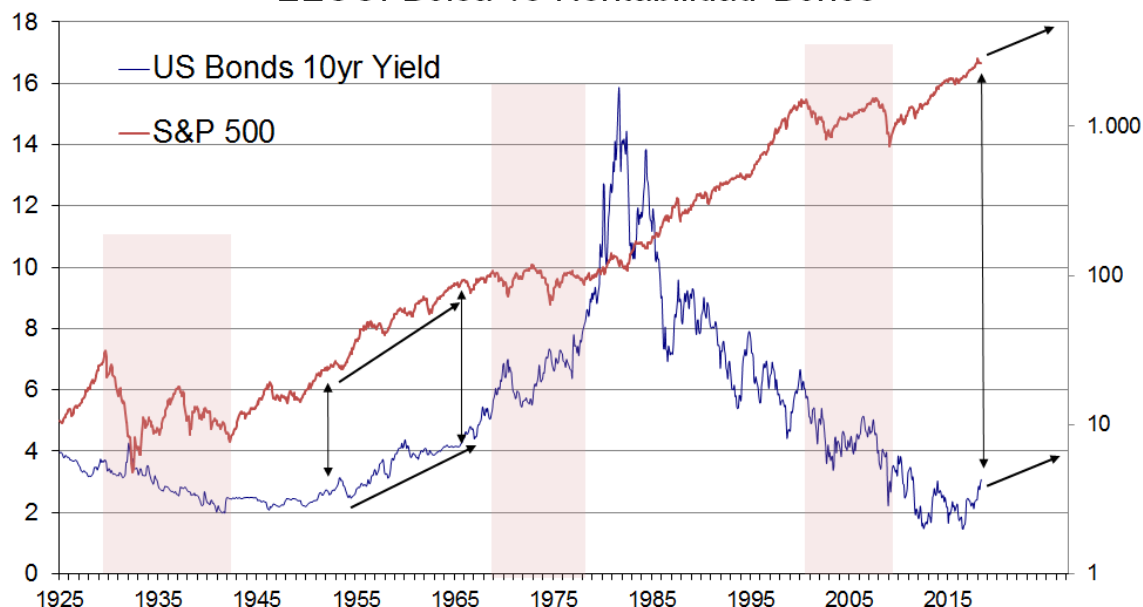
Fed Funds Rate: Las subidas de tipos en EEUU han sido anticipo de crisis financieras o económicas en el pasado aunque de momento la subida ha sido modesta como para pensar en una crisis.

### Subidas de tipos y crisis financieras.



En los años 1950'-60' el mercado alcista bursátil convivió con un proceso de subida de la rentabilidad de los bonos. No fue hasta que la rentabilidad a 10 superó el 4% en que la Bolsa empezó a resentirse.

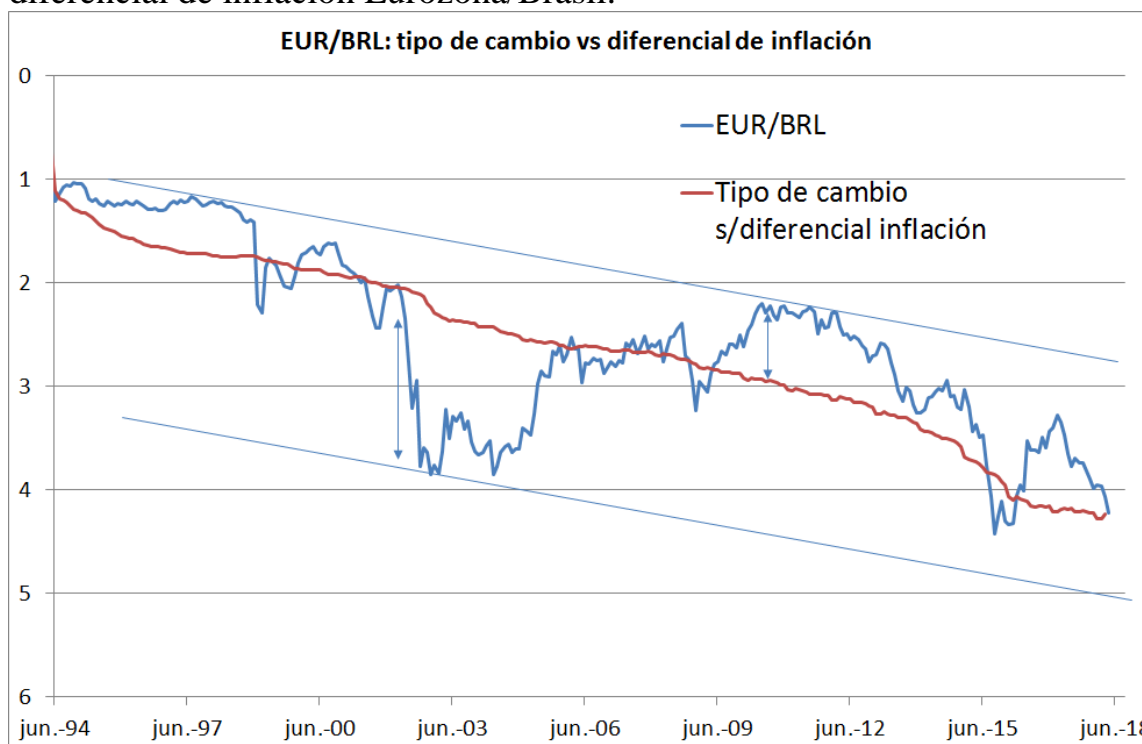
### EEUU: Bolsa vs Rentabilidad Bonos



## 2.- Revalorización del dólar: tensiones en mercados emergentes.

Relacionado con el punto anterior, las expectativas de tipos más altos en EEUU mientras se alejan en Europa han favorecido una significativa apreciación del dólar en las últimas semanas. La salida de flujos de los países emergentes hacia el dólar propiciada por los tipos de interés más elevados supone sin duda un factor de riesgo para los emergentes. El encarecimiento de la financiación obliga a un esfuerzo de reducción del déficit público en unas economías todavía iniciando su recuperación tras la crisis de 2014-16. De momento hay dos países que están sufriendo las consecuencias más severas en cuanto a la depreciación de sus divisas: Argentina y Turquía. Lo que ambos tienen en común es un elevado déficit exterior que ha hecho saltar las alarmas de los inversores. El resto de países están sufriendo también cierta presión en sus divisas pero de una magnitud de momento asumible. Brasil, como ejemplo, tiene una inflación muy baja sobre el 2,5% y un sector exterior equilibrado lo que es reflejo de tipo de cambio más o menos equilibrado. En principio no vemos que se den las condiciones para una nueva crisis de emergentes a gran escala.

**Brasil: tipo de cambio EUR/REAL vs tipo de cambio teórico según diferencial de inflación Eurozona/Brasil.**

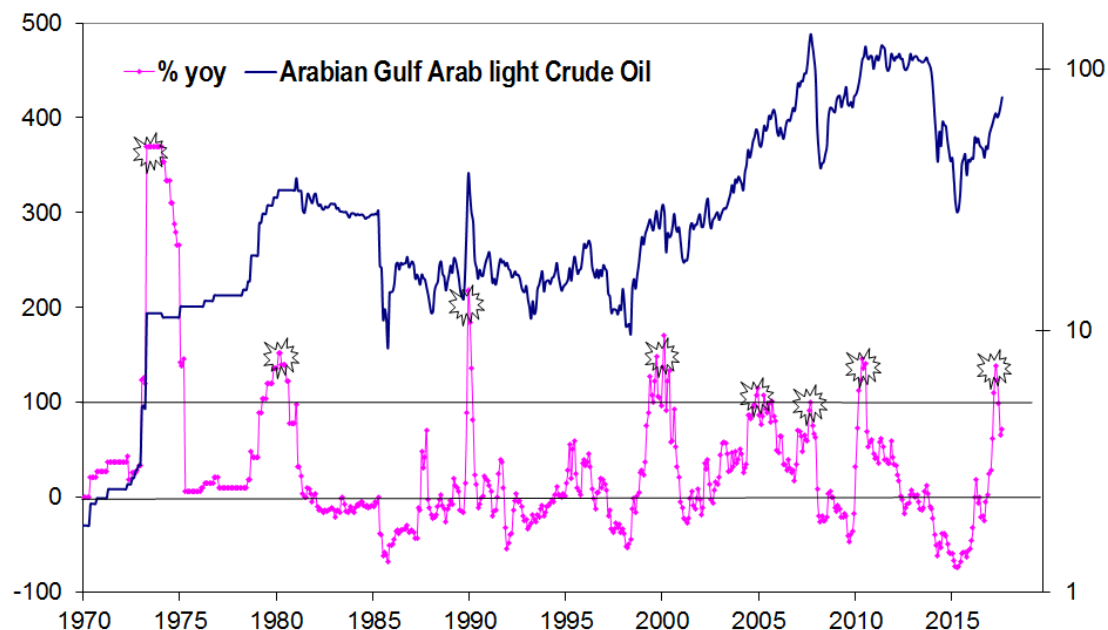


## 3.- La escalada del precio del petróleo.

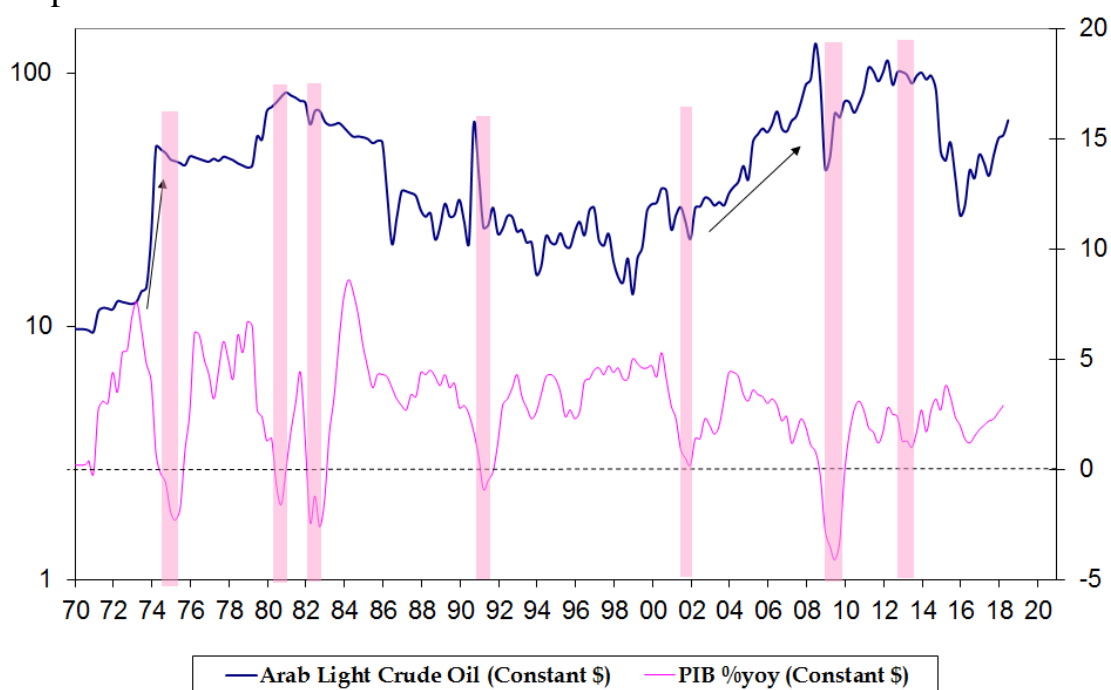
La fuerte subida del precio del crudo plantea también ciertos riesgos al crecimiento económico global. Históricamente todas las recesiones desde 1970 han venido precedidas de un “shock” en los precios del crudo con subidas superiores al 100% en dos años. No todos esos procesos, sin embargo, han acabado en recesión aunque sí la mayoría de ellos. Las subidas de los años 2004-05 y 2009-10 fueron las excepciones que no mostraron un gran impacto en la economía. Por otra parte los problemas para la economía no se manifiestan mientras el precio del petróleo está subiendo, sino en la caída posterior. En principio la subida del petróleo es un signo más de la pujanza de la economía pero una subida excesiva puede ayudar a crear las condiciones para el

agotamiento del ciclo. En este sentido, la escalada de los últimos meses es un factor más que añade incertidumbre a la evolución de la economía en próximos trimestres.

Los shocks del precio del petróleo desde 1970: subidas de más del 100% en dos años.



Todas las recesiones han venido precedidas de subidas intensas en el precio del petróleo.

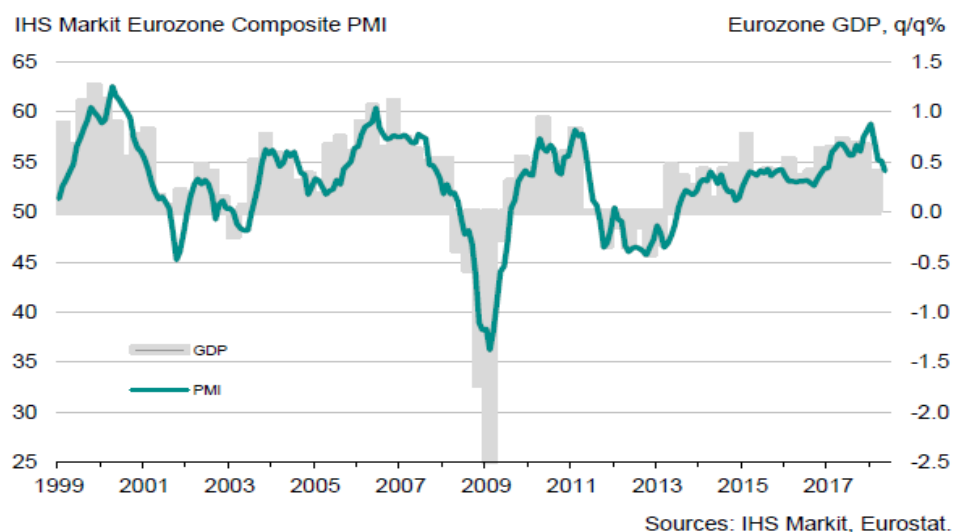




#### 4.- La desaceleración económica en Europa.

Los datos económicos en Europa en los últimos meses muestran una clara desaceleración respecto al crecimiento del último trimestre de 2017. En el primer trimestre de 2018 el PIB de la Eurozona ha crecido un 0,4% frente al 0,7% del trimestre anterior. Los datos más recientes, como el PMI publicado, hoy muestran que la pérdida de momento de la economía se está extendiendo al 2º trimestre. El PMI compuesto se ha situado en 54,1, el nivel más bajo en 18 meses. Este nivel es consistente con un crecimiento del PIB del orden del 1,7% anual, bastante inferior a las previsiones oficiales del 2,2% para 2018. El problema aquí es que de momento el deterioro de los indicadores no parece haber tocado fondo, lo que alimenta las dudas sobre el escenario para la economía europea en próximos trimestres.

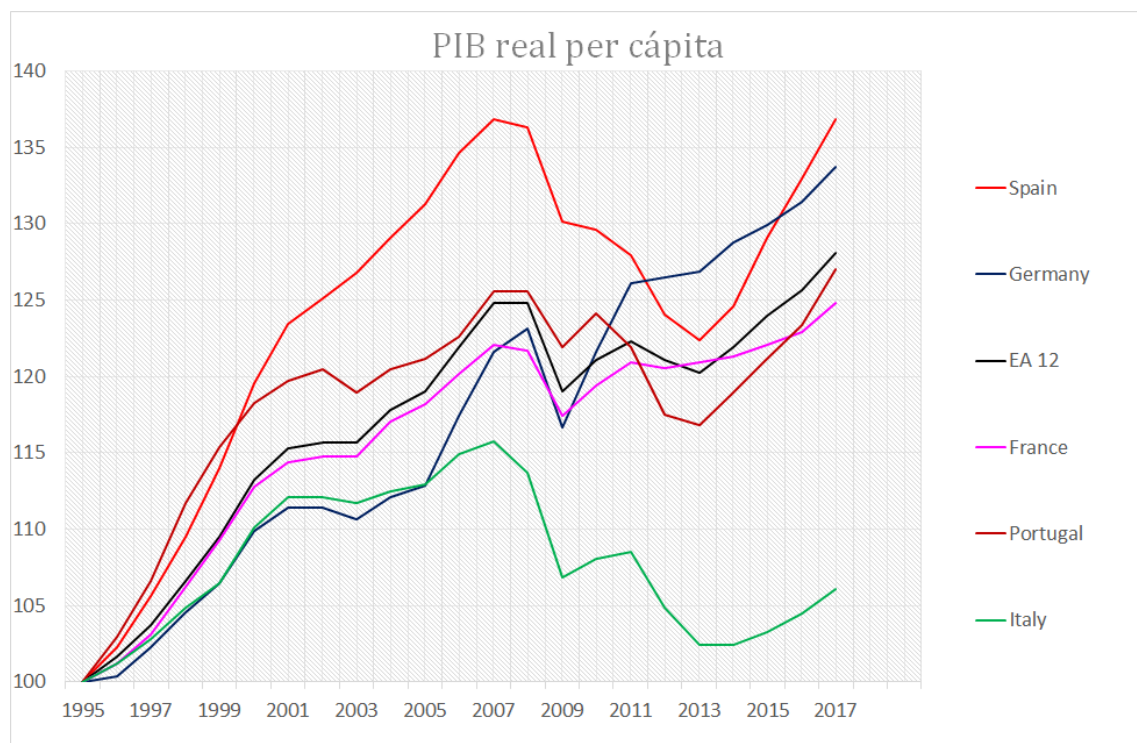
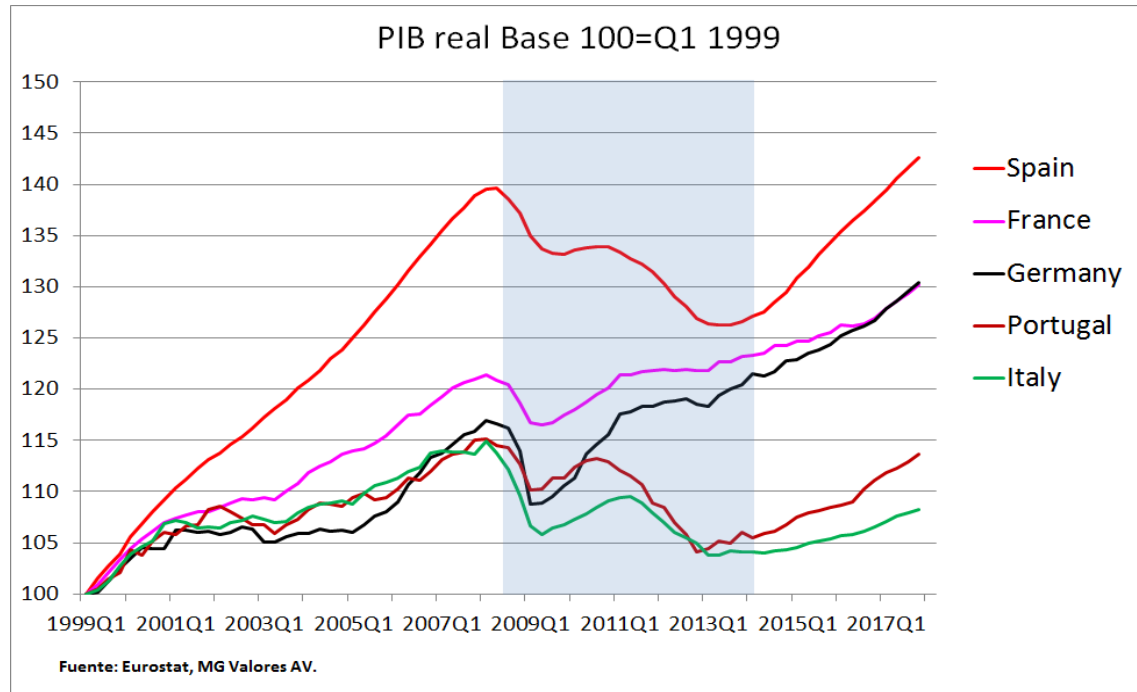
#### IHS Markit Eurozone PMI and GDP



#### 5.- Italia: ¿una nueva amenaza para el proyecto europeo?

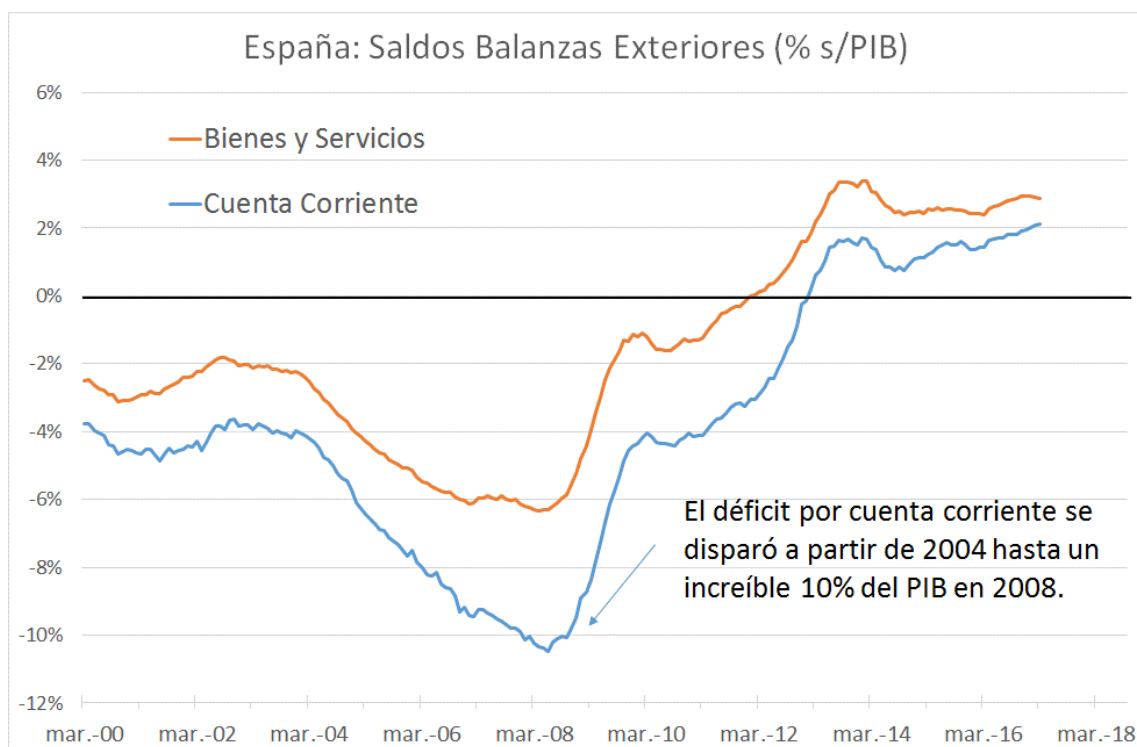
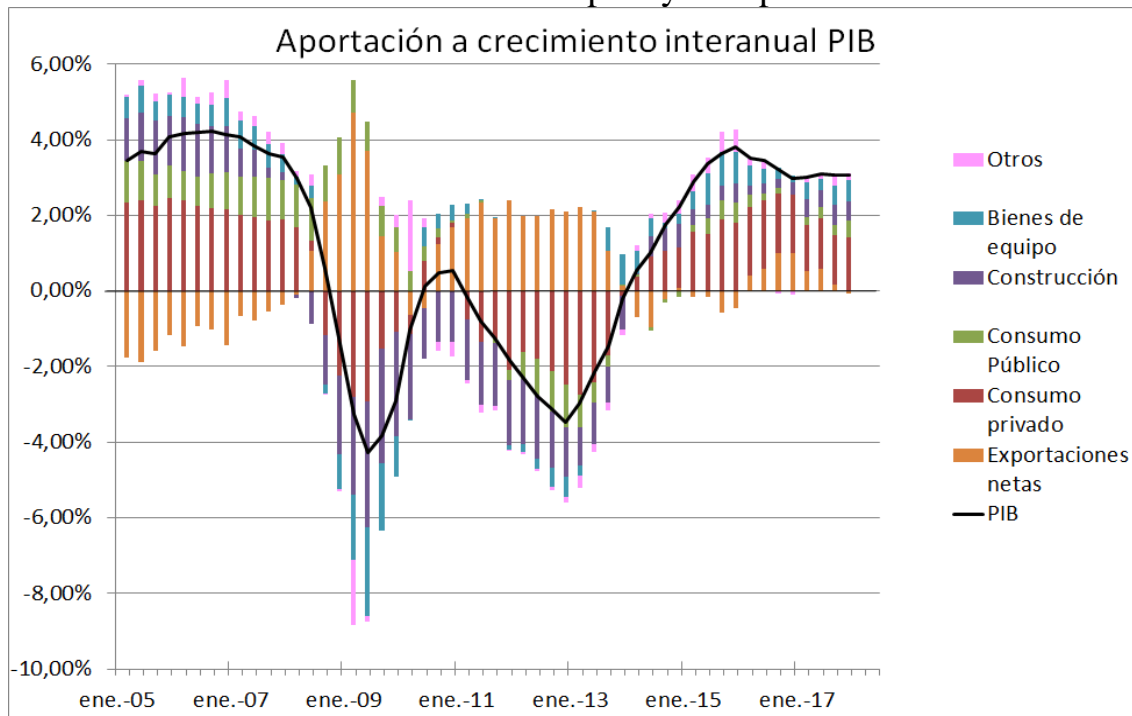
Los dos partidos que han alcanzado un acuerdo de Gobierno en Italia son aparentemente opuestos en el tradicional eje izquierda-derecha pero tienen algo importante en común: su rechazo a la globalización a la que acusan de todos los males del país. En un caso el énfasis se pone en la inmigración y en el otro en las políticas económicas, en particular la “austeridad”. El programa no hace referencia a la intención de salir del euro, pero sí plantea una amenaza directa a los principios de la Unión con unas medidas (bajada de impuestos, ingreso mínimo garantizado, rebaja edad de jubilación...) que elevarían el déficit público hasta el 5-6% del PIB. Para un país con una deuda pública del 120% del PIB está claro que esta política implica un riesgo muy elevado a la estabilidad financiera que pondría al BCE entre la espada y la pared: o sostiene la deuda de Italia facilitando las políticas irresponsables o hay un riesgo de desestabilización general de la eurozona. No es extraño que el sector bancario esté sufriendo caídas importantes en los últimos días. La cuestión de Italia puede convertirse en un nuevo episodio de dudas sobre la viabilidad del proyecto europeo y su impacto sobre los mercados sería potencialmente muy severo.

Los italianos optan por soluciones populistas para combatir su estancamiento.





España mantiene un crecimiento estable del 3% anual con un patrón sostenible basado en la creación de empleo y el superávit exterior.



## ANALISIS TECNICO





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