

INDICES BOLSA			RENTABILIDAD BONOS		FUTUROS BOLSA		
	Ultimo	%		Ultimo (%)		Ultimo	%
Ibex 35	9.057	-0,16	USA 10y	2,63	Eurostoxx 50	3.154	0,06
Ibex Mid Cap	9.036	-0,44	GER 10y	0,15	Dax	11.145	-0,09
Ibex Small Cap	6.665	-0,32	ESP 10y	1,20	S&P 500	2.702	-0,08
Dow Jones	25.000	-0,06	ESP-GER 10y	1,05	Dow Jones	#N/A	#N/A
S&P 500	2.704	0,86	USA 2y	2,46	DIVISAS		
Nasdaq 100	6.907	1,45	GER 2y	-0,56	EUR/\$	1,144	-0,09
Dax	11.173	-0,08	ESP 2y	-0,26	EUR/Yen	124,55	0,04
Cac 40	4.993	0,36	ESP-GER 2y	0,31	Dólar/Yen	108,87	0,00
Milan FTE	19.731	-0,21			MATERIAS PRIMAS		
Nikkei	20.788	0,07			Gold	1317,1	0,75
Shanghai Comp.	2.614	1,14			Silver	15,965	0,91
Bovespa Brasil	97.394	0,41			Oil W.Texas	53,84	-0,81

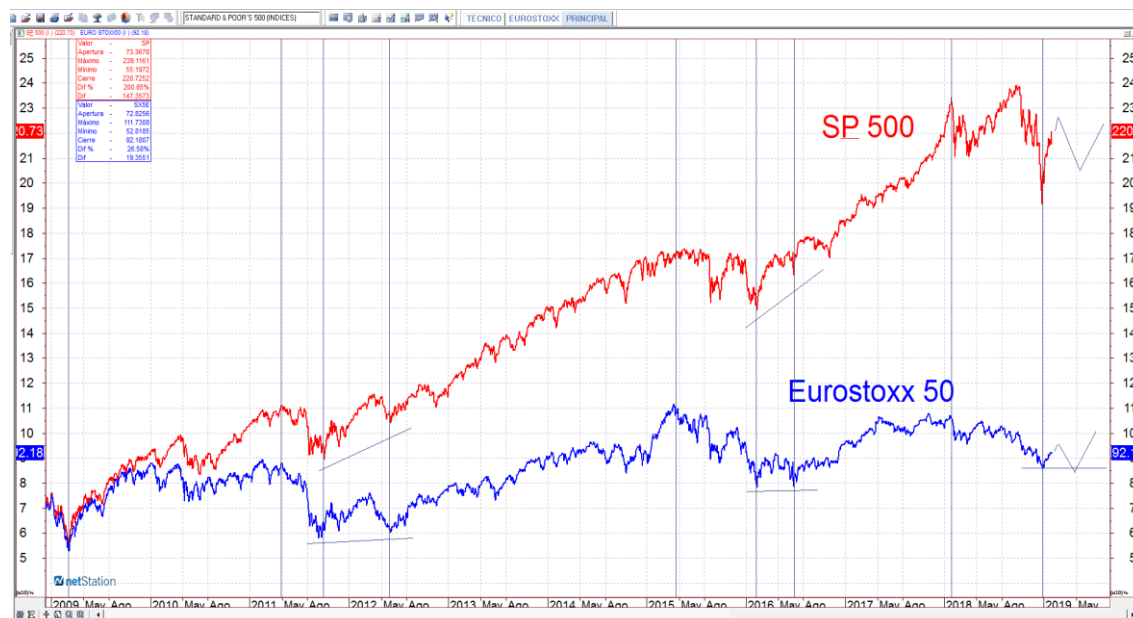
**La Reserva Federal confirma el fin de las subidas de tipos.** En su última reunión, la Reserva Federal mantuvo la tasa de interés de los “Federal Funds” invariada en el 2,50% cambiando además su guía de política monetaria para próximos meses. Se ha retirado del comunicado la frase habitual de que espera “más subidas graduales en el futuro” y en su lugar se dice que “el Comité será paciente mientras determina que futuros ajustes de los tipos de interés pueden ser apropiados para alcanzar los objetivos de inflación y crecimiento sostenible”. En general la valoración de la economía norteamericana que hace la Fed en el comunicado sigue siendo bastante positiva y espera que la inflación se mantenga en el 2% y la expansión de economía continúe a buen ritmo. Como justificación del cambio de estrategia con los tipos de interés se citan “los acontecimientos económicos y financieros globales y la ausencia de presiones inflacionistas”. Es decir, la Fed no ve un enfriamiento significativo de la economía norteamericana pero considera que se derivan ciertos riesgos por el entorno global (desaceleración en China y Europa) y las recientes turbulencias en los mercados lo que le lleva a adoptar una postura de esperar pacientemente en los próximos meses hasta determinar el momento y dirección del próximo movimiento de los tipos de interés.

**A la espera del Brexit, la fase de debilidad de la eurozona se prolonga en el inicio de año.** El Brexit sigue sin solución a dos meses de la fecha límite para la salida del Reino Unido de la UE. Esta semana el Parlamento británico aprobó una resolución para que Theresa May vuelva a negociar la cuestión de Irlanda como último escollo para que el Parlamento pueda aprobar el Acuerdo de salida negociado con la UE. A la espera de que digan exactamente qué es lo que pretenden cambiar de esa cuestión, la posición oficial de la UE es que el Acuerdo no está abierto a renegociación. Los datos económicos siguen reflejando que la economía europea prolonga su fase de debilidad iniciada a principios de 2018. El PIB de la Eurozona lleva dos trimestres creciendo al 0,2% trimestral (0,8% anual) y algún país como Italia ha encadenado dos trimestres en negativo. El presidente del Bundesbank Jens Weidman considera que esta debilidad se va a prolongar durante buena parte de 2019 aunque no ve un escenario de recesión. La economía española ha sorprendido positivamente con un crecimiento en el 4º trimestre del 0,7% trimestral (2,9% anualizado) con lo que finalmente el crecimiento en el conjunto del año ha sido del 2,5% frente al 1,8% de la eurozona.

**Las opciones del Brexit.** Las votaciones de esta semana en el Parlamento parecen mostrar que sólo habría un apoyo mayoritario para una salida acordada el 31 de marzo pero cambiando los términos negociados para la cuestión de Irlanda. Las propuestas encaminadas a aplazar la salida, hacer un segundo referéndum o negociar un acuerdo más blando fueron derrotadas. El acuerdo negociado contempla la salida del Reino Unido el 31 de marzo pero establece un período de transición de dos años en que se mantendría dentro del mercado común por lo que en este período no habría frontera entre las dos Irlandas. Dentro de dos años el Reino Unido saldría de la unión aduanera por lo que en las negociaciones se presentaban tres opciones. Una, la que se quería evitar, es que se estableciera una frontera. Otra opción es que Irlanda del Norte se mantendría dentro de la unión aduanera europea y el resto de UK no, por lo que habría que establecer una especie de frontera entre Irlanda del Norte y el resto de UK. La decisión que se tomó es que si dentro de 2 años no hay algún acuerdo de otro tipo, todo el Reino Unido se mantendría de forma indefinida dentro de la unión aduanera para evitar la creación de la frontera. Los partidarios del Brexit rechazan este acuerdo porque entienden que podría llevar a una salida “blanda” en la que el Reino Unido tendría un estatus similar al de Noruega: fuera de las instituciones pero dentro de la unión aduanera y sin capacidad para tener acuerdos comerciales propios con terceros países. La pretensión de los partidarios del Brexit de salir de la unión aduanera sin que haya frontera en Irlanda es un imposible que obviamente no puede ser aceptado por Europa. Tarde o temprano tendrán que asumir la realidad de lo que supone el Brexit y decidir entre estar fuera del todo con frontera o estar fuera de las instituciones pero dentro de la unión aduanera como Noruega. El gran problema es que ninguna de las dos opciones puede alcanzar la mayoría suficiente en el Parlamento y la que sí ha tenido mayoría es aparentemente irrealizable. En este callejón sin salida veremos si se opta por algún tipo de aplazamiento (más probable) o bien acabamos en un accidente inesperado con la salida sin acuerdo.

**La Bolsa americana cierra el mejor mes de enero en 30 años.** El S&P 500 ha cerrado el mes de enero con un avance del 8%, la mayor subida en más de 30 años. El mes ha sido también positivo en Europa con avances del 5,6% del Eurostoxx 50 y del 6% del Ibex. Claro que estas subidas hay que ponerlas en perspectiva con las caídas de meses anteriores, en especial en Europa. Así, el Eurostoxx 50 está un 15% por debajo de los máximos de hace un año mientras el S&P 500 está sólo un 5% por debajo de los máximos de enero de 2018. En el caso de la Bolsa americana parece razonable asumir que se ha alcanzado un suelo y que en próximos meses se va a reanudar la tendencia alcista de largo plazo con objetivo de superar los máximos precedentes. El crecimiento de la economía sigue firme, los beneficios de las empresas van a seguir creciendo y las valoraciones son moderadas. Lo lógico es que si en EEUU se ha formado un suelo sería asumir que en Europa también. Históricamente los ciclos bursátiles entre EEUU y Europa han estado muy acompasados. Aunque suele existir cierto decalaje entre los ciclos económicos, lo cierto es que la tendencia en los mercados suele ser la misma con diferencia tan sólo en la intensidad de los movimientos. En el gráfico siguiente podemos ver que en el período desde 2018 los giros intermedios del mercado han sido coincidentes en el S&P 500 y el Eurostoxx 50. En neto el S&P 500 ha tenido una revalorización muy superior porque sus fases alcistas han sido más intensas y las correcciones más suaves, pero la tendencia en el mercado ha sido la misma en ambos índices. Si acaso, puede observarse que tras las dos mayores correcciones en 2011 y 2016 la Bolsa europea tuvo un arranque más dubitativo volviendo a tantear los mínimos pocos meses después. Ahora pareciera que se está repitiendo el patrón pero lo importante es que si la bolsa norteamericana va a retomar su tendencia alcista Europa, dentro de sus limitaciones, también lo hará.

## S&P 500 vs Eurostoxx 50 (Base 100=diciembre 2008)

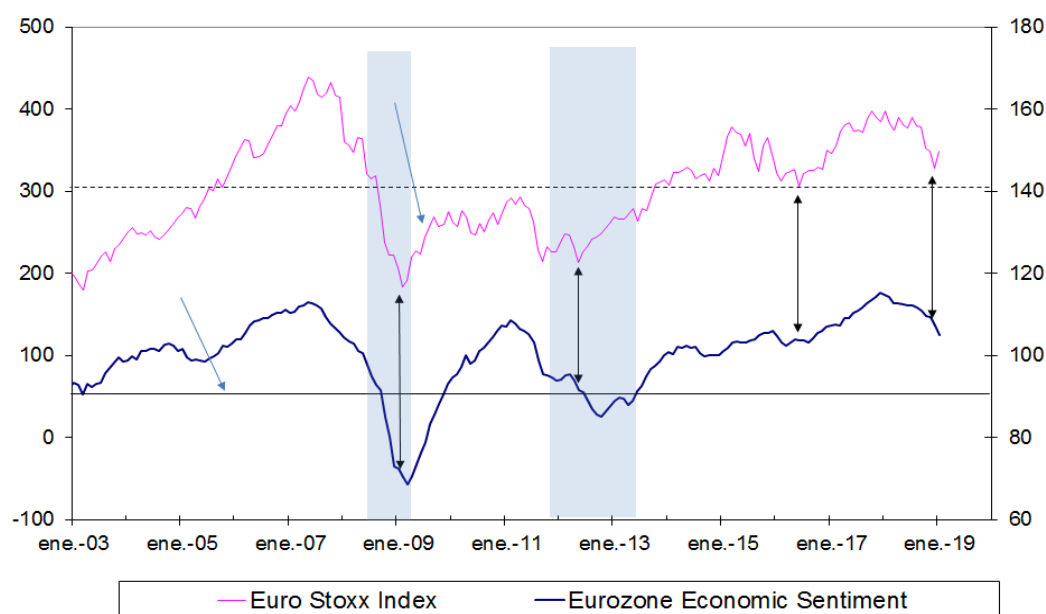
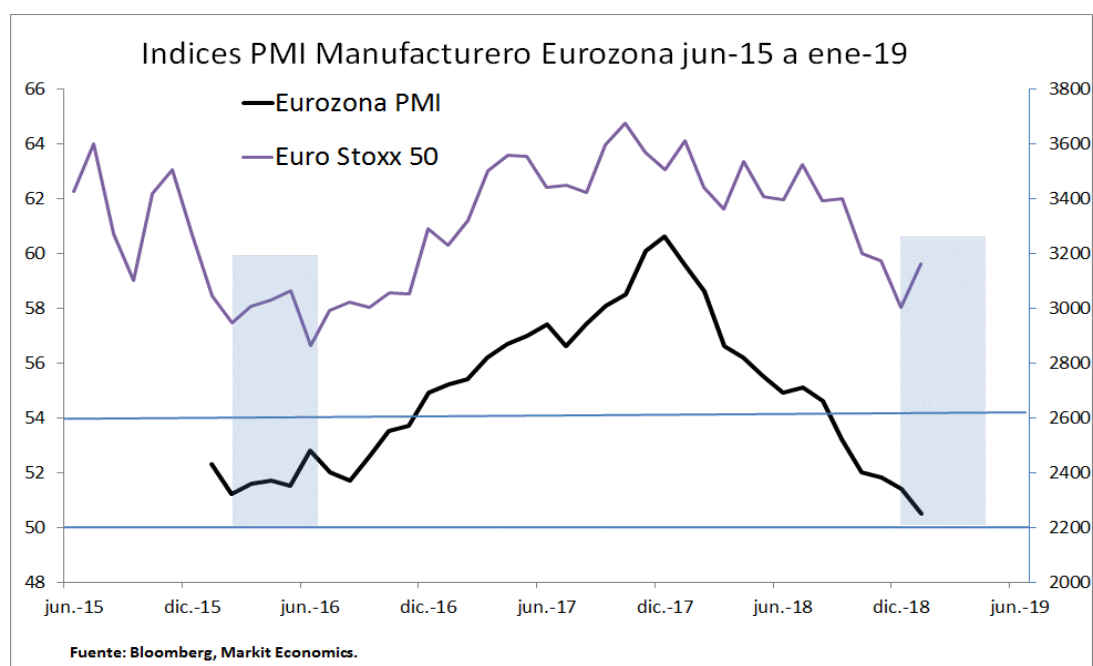


## Eurostoxx vs Eurostoxx Banks (Base 100=mayo 2011)



El sector bancario ha mostrado en los últimos años un peor comportamiento relativo que la media del mercado y de momento no se atisban cambios en este sentido. En los suelos de 2011-12 y 2016 los bancos marcaron un último suelo relevante mientras el Eurostoxx se mantenía por encima de los mínimos anteriores. Sin recuperación en los bancos es difícil un avance sólido del conjunto del mercado.

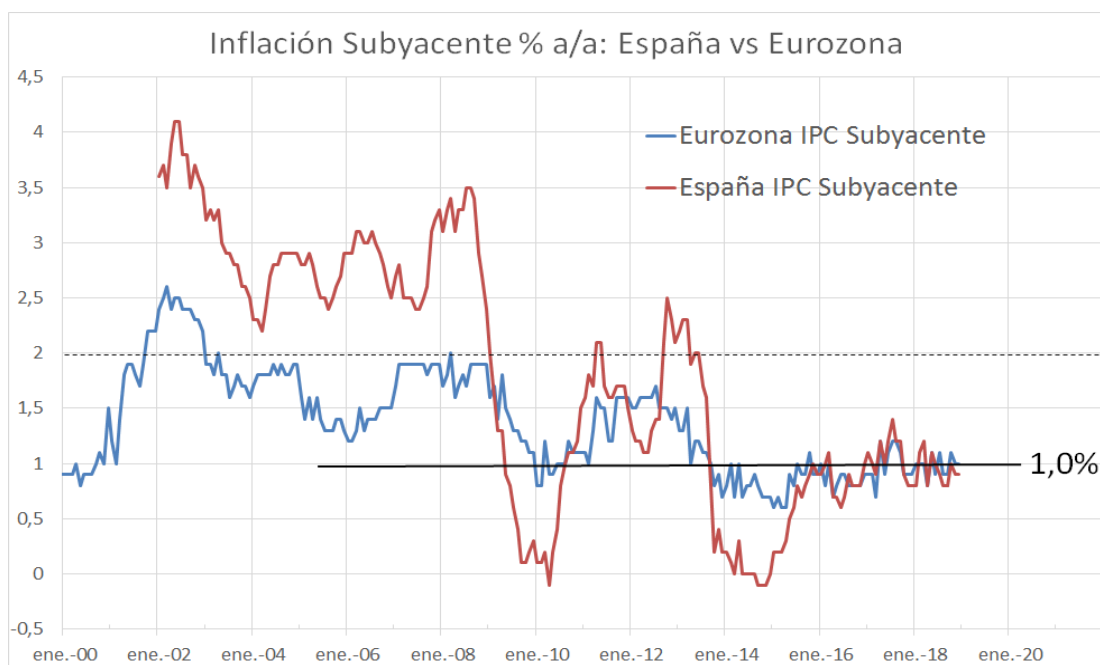
**Persiste la debilidad de los indicadores macro en Europa.** Los indicadores macro que vamos conociendo en Europa siguen reflejando que nos encontramos en una fase de desaceleración prolongada. Es cierto que en ocasiones el suelo de la Bolsa se anticipa al suelo de los indicadores pero para tener una confirmación desde el punto de vista económico de que el rebote es sostenible tendríamos que empezar a ver al menos una estabilización en los indicadores. La situación actual sería consistente con un período de formación de un suelo más prolongado en el que, aunque no haya nuevos mínimos, el mercado se mantenga un tiempo en tono de consolidación. Los datos más recientes (ya de enero) de los índices PMI y las encuestas de sentimiento siguen de momento a la baja.



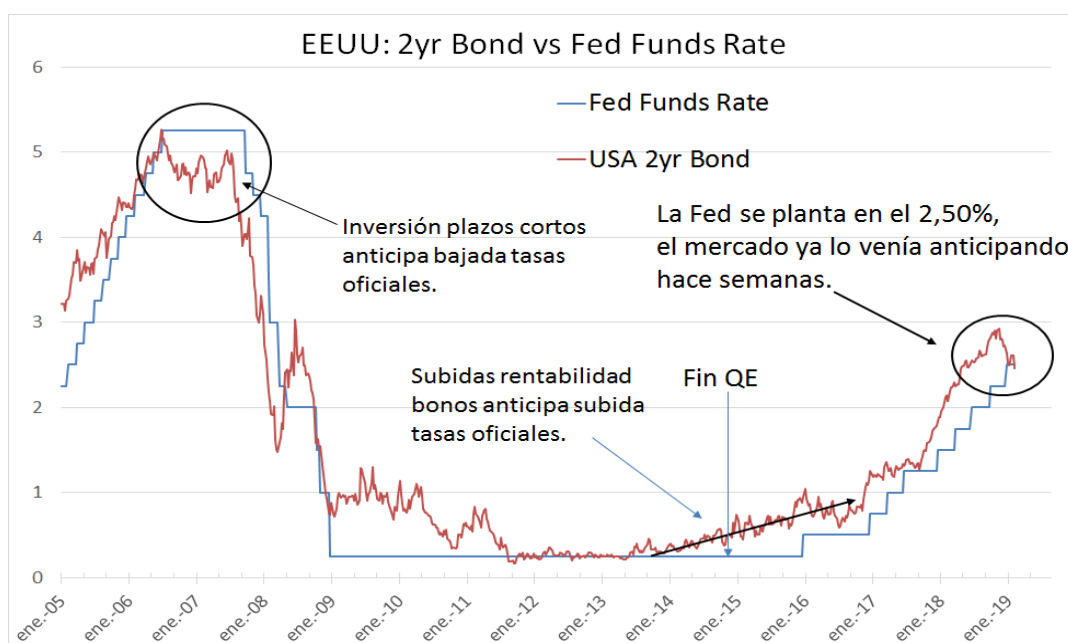
**Los mercados descuentan un escenario de crecimiento débil prolongado en la eurozona.** La situación de la eurozona apunta no tanto a una grave recesión como las de 2008-09 o 2012-13 como a un entorno de crecimiento débil e inflación baja persistentes. El fuerte impulso de la economía en 2016-17 en que se crecía a tasas del 2,5% ha quedado atrás y los mercados no ven una nueva aceleración a la vista. Allá donde miremos el comportamiento del mercado es reflejo de esas expectativas: las expectativas de inflación a largo plazo que se derivan de los contratos swap, la caída de la rentabilidad de los bonos a largo plazo, los niveles negativos de las rentabilidades a corto plazo pese a que el BCE sigue manteniendo un escenario de normalización monetaria, la corrección de la bolsa en los últimos meses o el comportamiento sectorial claramente defensivo y anti-cíclico, son todas ellas señales de que los inversores adoptan una estrategia enfocada al crecimiento débil y tipos de interés bajos durante mucho tiempo. Lógicamente esto puede cambiar de un día para otro, como sucedió en 2016-17, pero si vemos en su conjunto la evolución de los últimos años no cabe duda de que Europa está en una situación diferente a la de EEUU y que en parte se podría asimilar a la de Japón. Digamos que algo intermedio entre el crecimiento sólido de EEUU y el invierno demográfico de Japón. Esto nos deja un escenario difícil de valorar para los mercados. Normalmente estamos acostumbrados a ciclos económicos en que cuando la economía crece lo hace con fuerza y eventualmente se produce alguna recesión transitoria, y eso tenía unas consecuencias claras para los mercados. Ahora en cambio el escenario es más incierto. En general se espera que el crecimiento se mantenga pero, ¿a qué ritmo? ¿qué consecuencias tiene para los mercados un crecimiento débil? Desde luego el escenario es muy diferente a un ciclo normal y lo podemos intuir en la alternancia de ciclos alcistas y bajistas en los últimos años sin una tendencia clara en el largo plazo. Por su parte los bonos a largo plazo, permanente considerados una inversión sin atractivo, mantienen su buen comportamiento año tras años. ¿Puede ser atractiva una rentabilidad del 1.3% anual a 10 años en un activo sin riesgo (bono a 10 años español)? Pues resulta que en un entorno como el actual sí puede serlo.



La inflación no ha pasado del 1% ni en el período de fuerte crecimiento de 2016-17: está claro que estamos en un entorno diferente a ciclos anteriores.

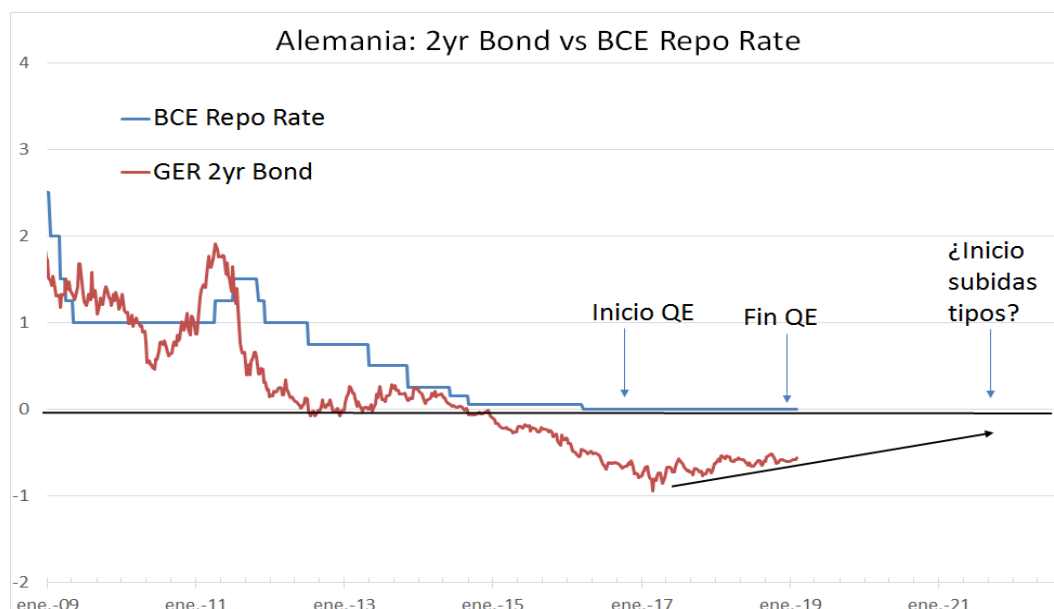


No es extraño por tanto que los mercados se alarmaran con las expectativas de subidas de tipos prolongadas de la Fed. Ahora se ha plantado en el 2,5% y es probable que vayan a subir mucho más: la tasa neutral está por debajo del 3,00-3,50 que estimaba la Fed.

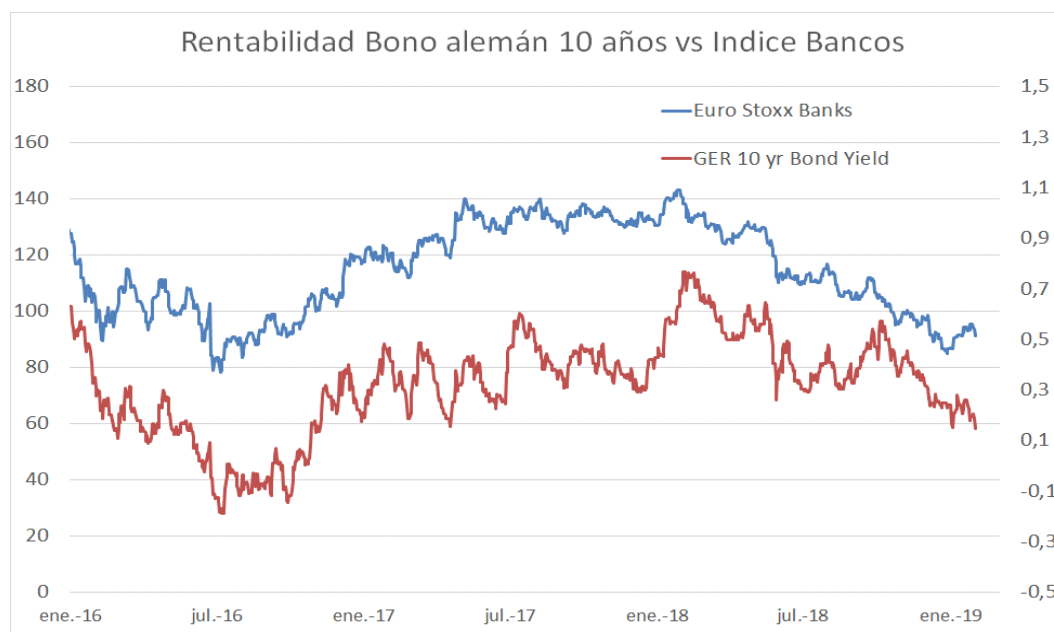




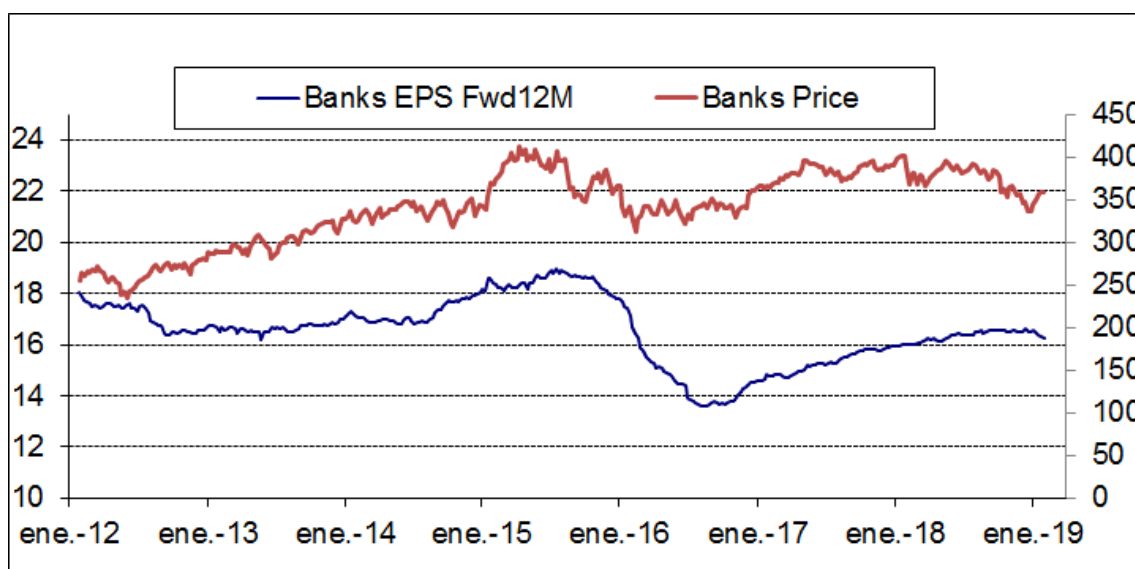
Pese a que el BCE sigue sosteniendo u próximo proceso de normalización monetaria, los mercados cuentan con que las subidas se van a retrasar de forma indefinida.



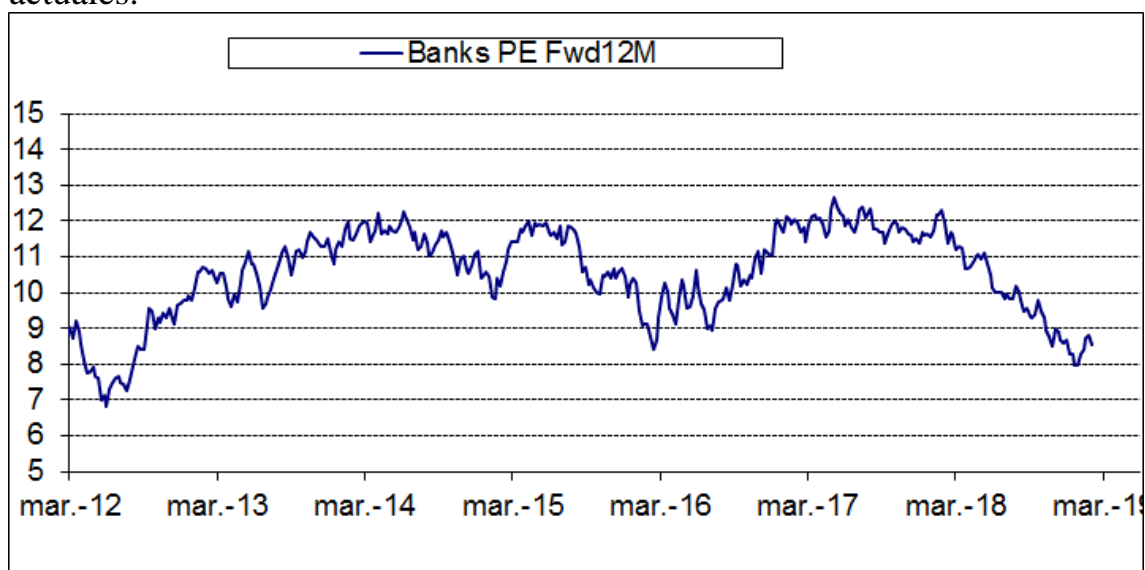
Esto no es algo malo en sí mismo pero tiene implicaciones respecto al atractivo relativo de los diferentes activos y sectores. Uno de los perjudicados es el sector bancario presionado por los márgenes bajos y la falta de crecimiento del crédito.



Indice Bancos vs BPA 12 meses forward: las previsiones de BPA del sector bancario se han ido estabilizando a lo largo de 2018 lo que refleja las expectativas futuras de no crecimiento. Por otra parte las cotizaciones han caído con fuerza reflejando las menores expectativas de crecimiento.

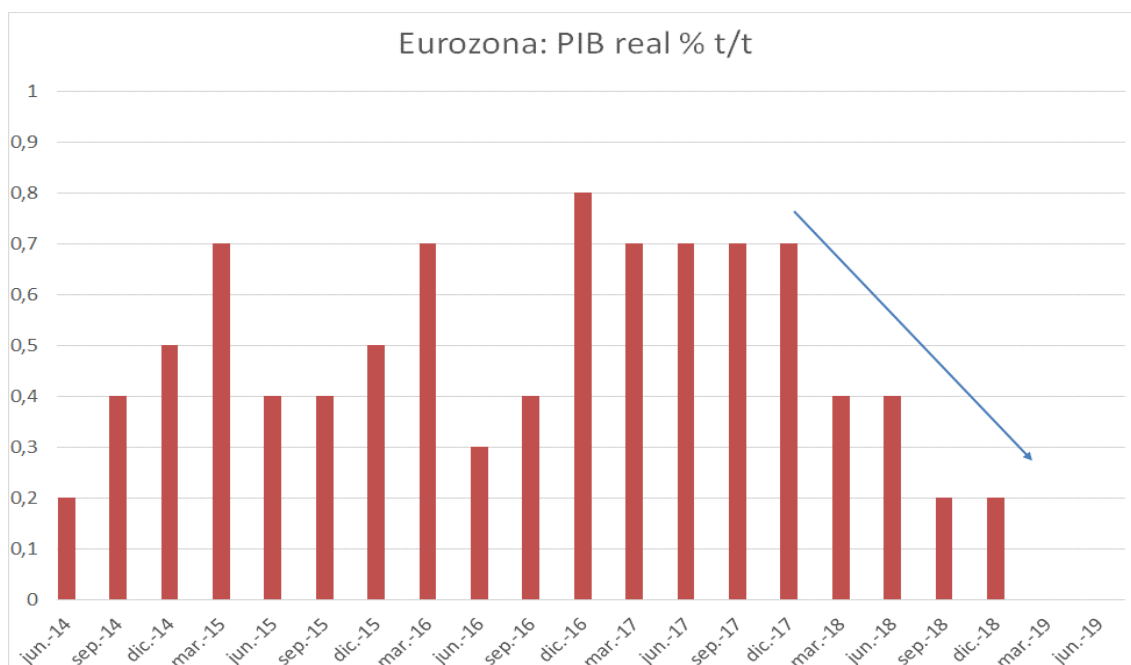


Bancos PER 12 meses forward: la parte positiva es que las valoraciones han bajado mucho y podría asumirse que ya recogen las expectativas de no crecimiento. El PER de 8x está cerca del mínimo alcanzado en 2012 en plena crisis bancaria y del euro. En ausencia de recesión es razonable pensar en un suelo para el sector bancario no muy lejos de los niveles actuales.

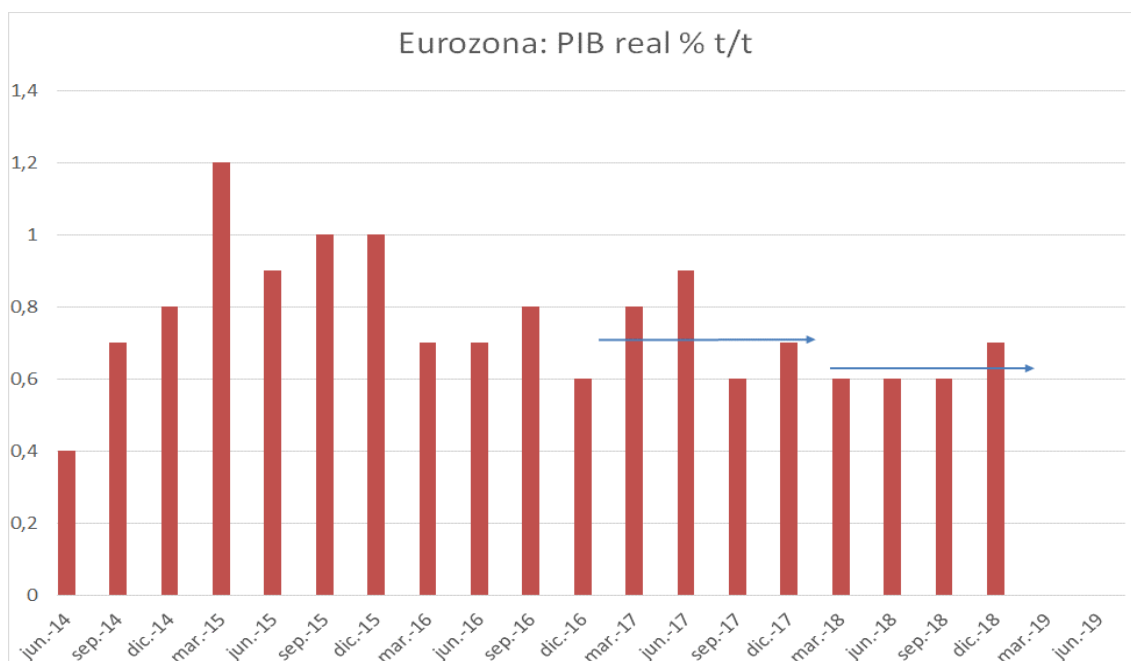




La desaceleración de la eurozona: de tasas del 0,7% trimestral durante todo 2017 al 0,2% en los dos últimos trimestres.



La economía española aguanta y la desaceleración ha sido muy suave y normal teniendo en cuenta las altas tasas de crecimiento de que venimos. En el 4º trimestre incluso ha repuntado una décima.



## 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