

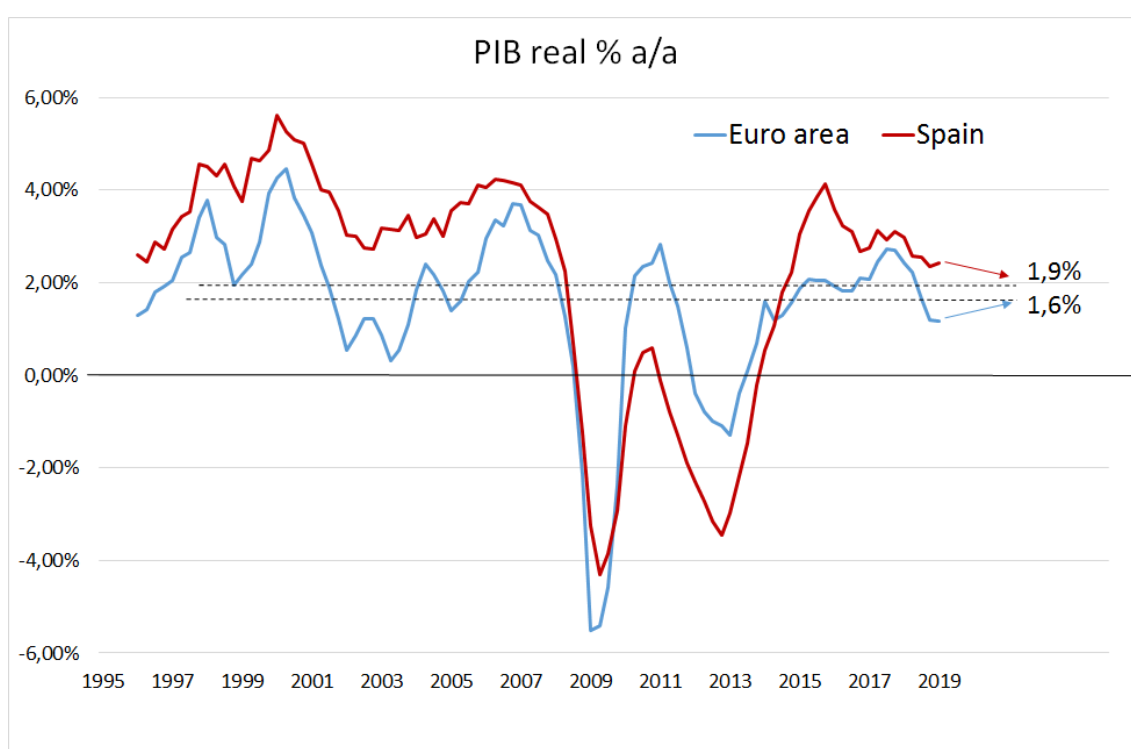
INDICES BOLSA			RENTABILIDAD BONOS		FUTUROS BOLSA		
	Ultimo	%		Ultimo (%)		Ultimo	%
Ibex 35	9.169	0,60	USA 10y	2,32	Eurostoxx 50	3.336	0,63
Ibex Mid Cap	9.152	0,17	GER 10y	-0,12	Dax	12.034	0,66
Ibex Small Cap	6.697	0,57	ESP 10y	0,83	S&P 500	2.833	0,46
Dow Jones	25.490	-1,11	ESP-GER 10y	0,95	Dow Jones	25.581	0,46
S&P 500	2.822	-1,19	USA 2y	2,15	DIVISAS		
Nasdaq 100	7.308	-1,52	GER 2y	-0,64	EUR/\$	1,1187	0,04
Dax	12.038	0,72	ESP 2y	-0,34	EUR/Yen	122,52	-0,05
Cac 40	5.315	0,63	ESP-GER 2y	0,30	Dólar/Yen	109,52	0,07
Milan FTE	20.328	0,95	MATERIAS PRIMAS				
Nikkei	21.117	-0,16			Gold	1282,7	0,88
Shangahi Comp.	2.853	0,02			Silver	14,55	1,13
Bovespa Brasil	93.910	-0,48			Oil W.Texas	58,42	-5,71

La guerra comercial se transforma en guerra tecnológica. Las negociaciones comerciales entre EEUU y China son la parte visible de un conflicto más profundo entre dos superpotencias con dos modelos económicos y políticos diferentes y de difícil coexistencia. EEUU considera que China no juega con las mismas reglas y se está aprovechando de esa circunstancia para crecer a costa del resto. El veto de Trump al fabricante de móviles chino Huawei ha puesto en primer plano que en el núcleo de la disputa está la pugna por la supremacía en el mundo tecnológico en el que ambos países son las grandes potencias mundiales. Para los mercados el riesgo de desestabilización de las grandes compañías tecnológicas implica una incertidumbre de primer orden que refuerza la idea de que hemos entrado en una fase de turbulencias que podría acompañarnos durante algunos meses.

Un mercado condicionado por la caída de la rentabilidad de los bonos. La recuperación de los índices bursátiles en los últimos meses y la incipiente mejoría de los indicadores económicos en Europa no ha tenido su reflejo en los mercados de bonos donde las rentabilidades han seguido cayendo hasta situarse en sus niveles mínimos históricos. Incluso en EEUU, donde el crecimiento se ha mantenido robusto hasta ahora, la rentabilidad de los bonos ha caído significativamente en las últimas semanas y los mercados de futuros anticipan rebajas de tipos en los próximos 12 meses. En nuestra opinión este comportamiento no significa que el mercado esté anticipando una próxima recesión, pero es un síntoma claro de unas características estructurales de la economía global de nuestros tiempos que el mercado parece asumir como permanentes.

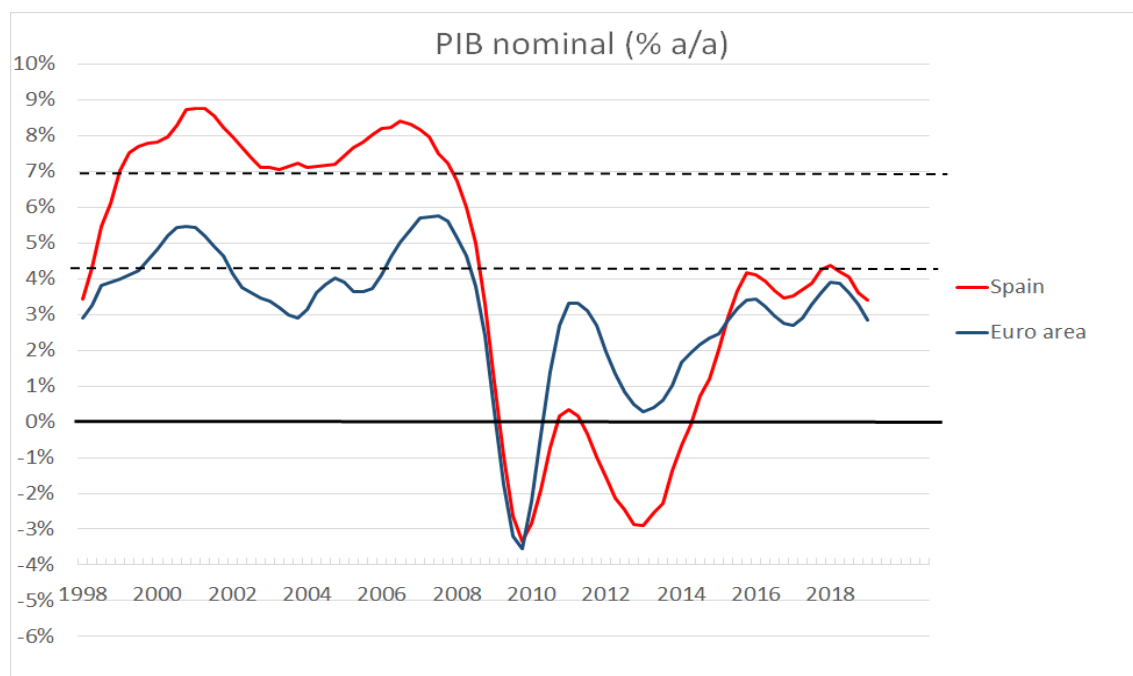
La escalada de la tensión comercial apunta esta vez al sector tecnológico. El comportamiento del mercado europeo refleja esas dudas sobre el crecimiento a largo plazo con un tono más bien lateral desde 2015, alternando ciclos alcistas y bajistas de corta duración y con una clara preferencia hacia valores defensivos y de crecimiento. Los sectores más cíclicos y expuestos a la guerra comercial (Bancos, Materias primas, Autos ...) siguen llevándose la peor parte. A nivel global el sector tecnológico ha sido el más fuerte en los últimos años por su capacidad de crecimiento muy superior al de otros sectores. A corto plazo, sin embargo, el sector tecnológico está ahora especialmente expuesto a una fase de turbulencias por el potencial impacto negativo de una guerra de vetos entre compañías del sector.

El crecimiento de la economía europea. Un ciclo alcista bursátil de largo plazo se apoya en expectativas de crecimiento de la economía y los beneficios. La economía europea se encuentra en una fase expansiva desde 2013 cuando salimos de la última recesión y en principio las expectativas apuntan a que este crecimiento continuará en los próximos años, aunque sea a un ritmo más bien modesto. El BCE espera un crecimiento del orden del 1,6% anual en 2020 y 2021 para la eurozona y del orden del 1,9% para España. Estas tasas de crecimiento contrastan con las del ciclo de 1993 a 2007 que en promedio fueron del 2,5% y 3,5% anual respectivamente. En todo caso un escenario de crecimiento sostenido en los próximos años, aunque sea a un ritmo más modesto, sería compatible con un mercado bursátil alcista.

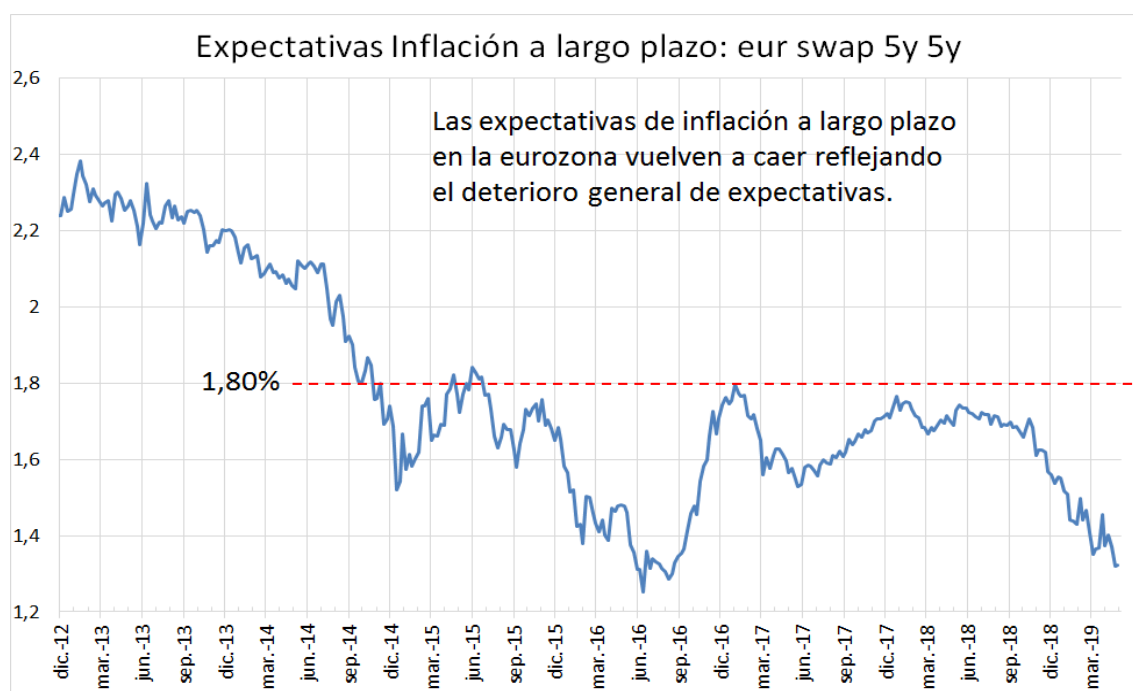


La intensidad del crecimiento tiene consecuencias sobre la rentabilidad a largo plazo que cabe esperar del ciclo bursátil. En este sentido hay que tener en cuenta además el nivel de inflación pues al final los índices bursátiles se expresan en euros corrientes y no en euros constantes como el PIB. Si expresamos el crecimiento del PIB en euros corrientes (ver gráfico en página siguiente) nos encontramos con que la inflación baja acentúa todavía más la diferencia de crecimiento entre el ciclo actual y el de ciclos anteriores, cuando la inflación era algo más elevada. Antes de la Gran Recesión de 2008-09 el PIB nominal de la eurozona crecía a tasas medias del 4,5% anual y el de España al 7%. Actualmente, con unas expectativas de inflación que apenas superan el 1%, el crecimiento nominal del PIB podría situarse sobre el 2,6% en la eurozona y el 3% en España.

La baja inflación acentúa la debilidad del crecimiento en comparación con ciclos anteriores.



El mercado no parece confiar en las expectativas de recuperación de la inflación que maneja el BCE.



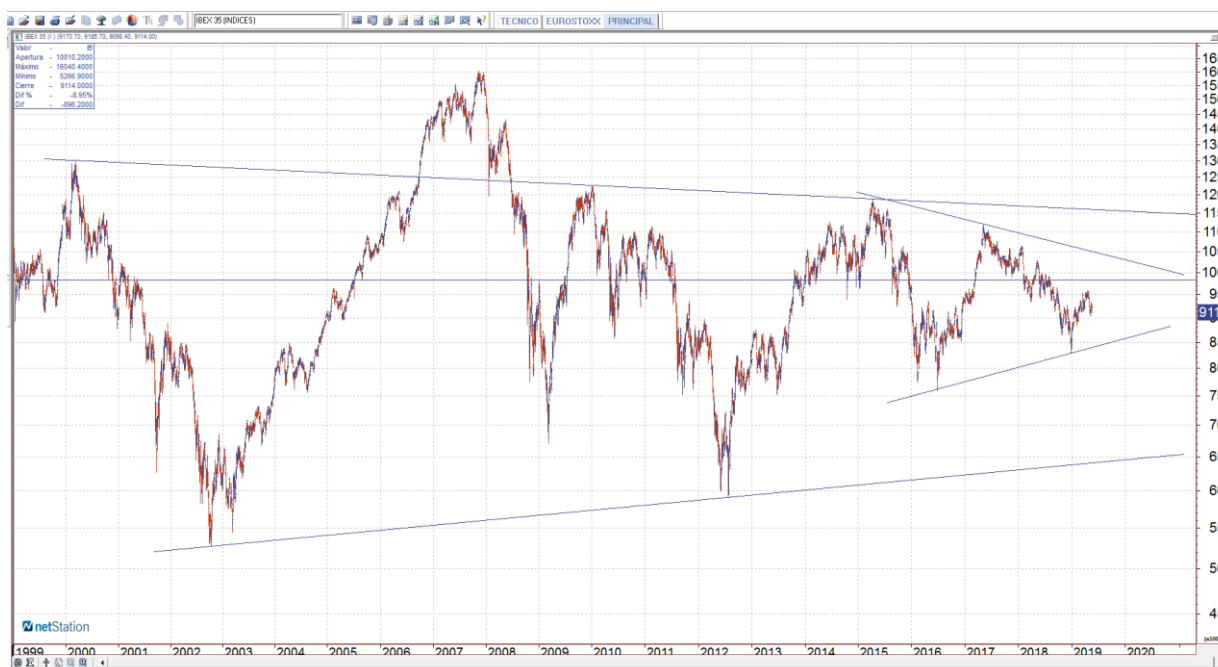
Un mercado alcista también en Europa, pero con características propias. Podemos considerar que la Bolsa europea se encuentra inmersa también en un mercado alcista de largo plazo desde el año 2009. La gran diferencia con el de EEUU es la rentabilidad mucho más baja, especialmente si no tenemos en cuenta los dividendos que en Europa son más elevados que en EEUU. La pendiente de fondo del ciclo alcista bursátil europeo desde 2009 (representada por las líneas de tendencia del gráfico) es tan sólo del 5% anual, frente al 12% de la Bolsa americana (S&P 500). A esta baja rentabilidad se llega sobre todo a través de las profundas correcciones que han marcado el ciclo en Europa que tienen como consecuencia la suavización de la pendiente de subida. Para el inversor sólo queda asumir esta volatilidad y la menor rentabilidad a largo plazo, o bien tratar de anticipar las correcciones importantes.



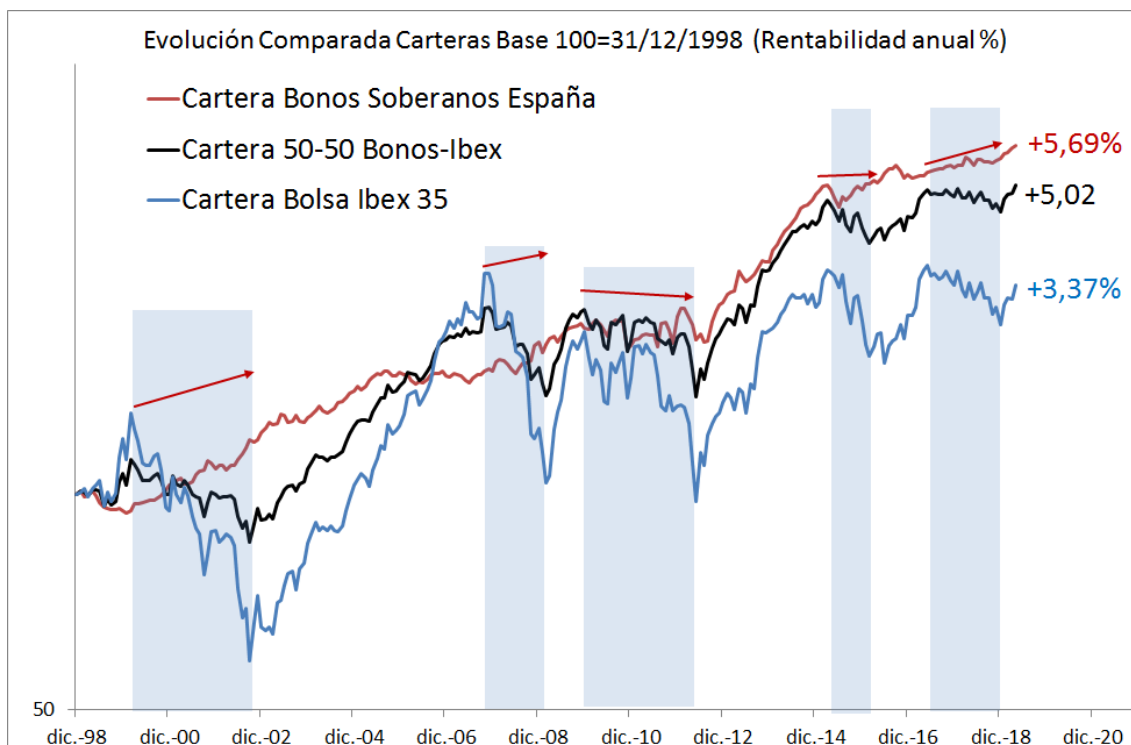
Un mercado incierto en el corto plazo. La subida de los índices en los últimos meses ha chocado con las incertidumbres creadas por la guerra comercial/tecnológica coincidiendo con la vuelta a niveles de resistencia importantes. Los índices norteamericanos se han parado en los máximos históricos que le frenan desde hace un año mientras que en el caso de Europa las resistencias son todavía más importantes pues frenan al mercado desde 2015 al menos, e incluso desde el año 2000 en las estructuras de largo plazo de muchos índices. Creemos que los mercados pueden tomarse un respiro de unos meses antes de la eventual superación de esos niveles.



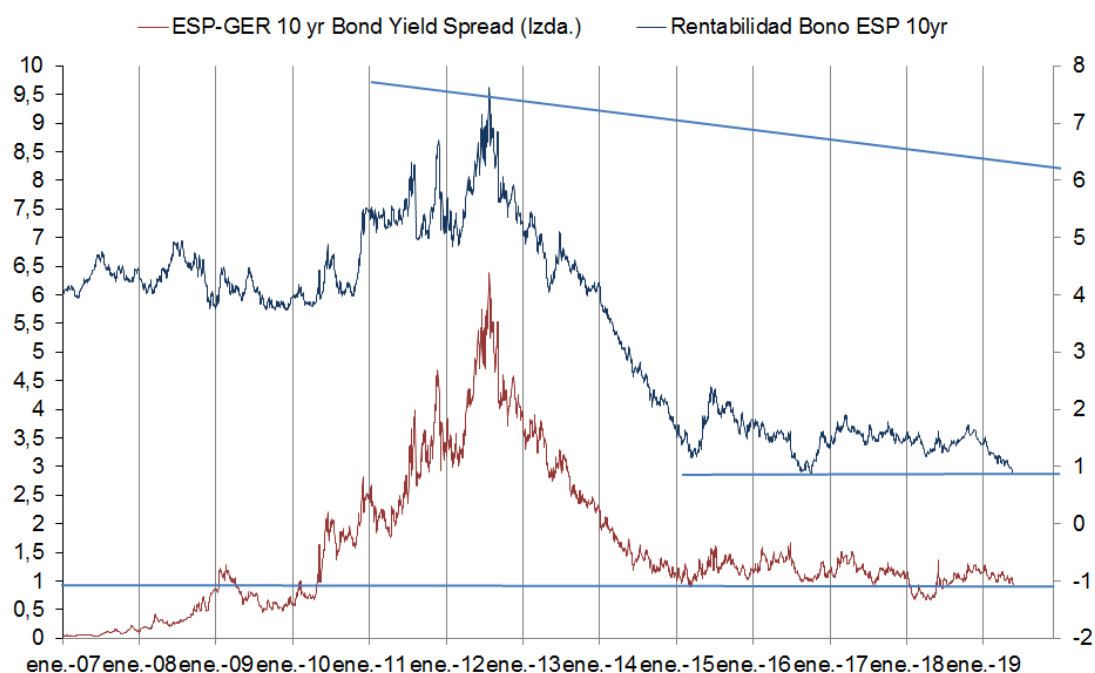
Ibex 35: veinte años atrapado en un movimiento lateral. El 31/12/1998 el Ibex cerraba en los 9.800 puntos. Veinte años después estamos sobre los 9.200 puntos lo que nos deja el desolador panorama de veinte años de rentabilidad cero en la Bolsa para un inversor que se haya mantenido en el mercado desde entonces. En el Ibex es particularmente patente la ausencia de una tendencia definida que se ha acentuado desde 2015 en que se mantiene en un movimiento entre los 8.000 y los 12.000 puntos aprox. El peor comportamiento relativo del Ibex se explica por un lado por el fuerte peso del sector bancario que ha tenido un comportamiento muy negativo en los últimos años. Por otra parte, también hay que tener en cuenta el elevado nivel de los dividendos que al descontarse de las cotizaciones penalizan en apariencia la rentabilidad de un índice. En este caso, sin embargo, esa rentabilidad se obtiene por una vía diferente por lo que a efectos de compra rentabilidades es conveniente utilizar índices de retorno total que incorporen los dividendos.



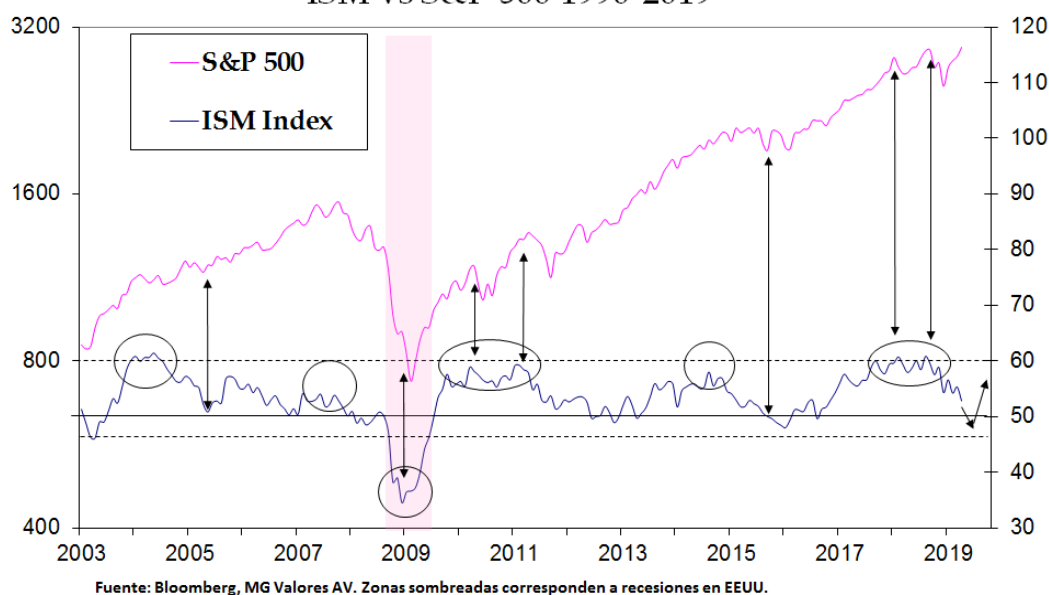
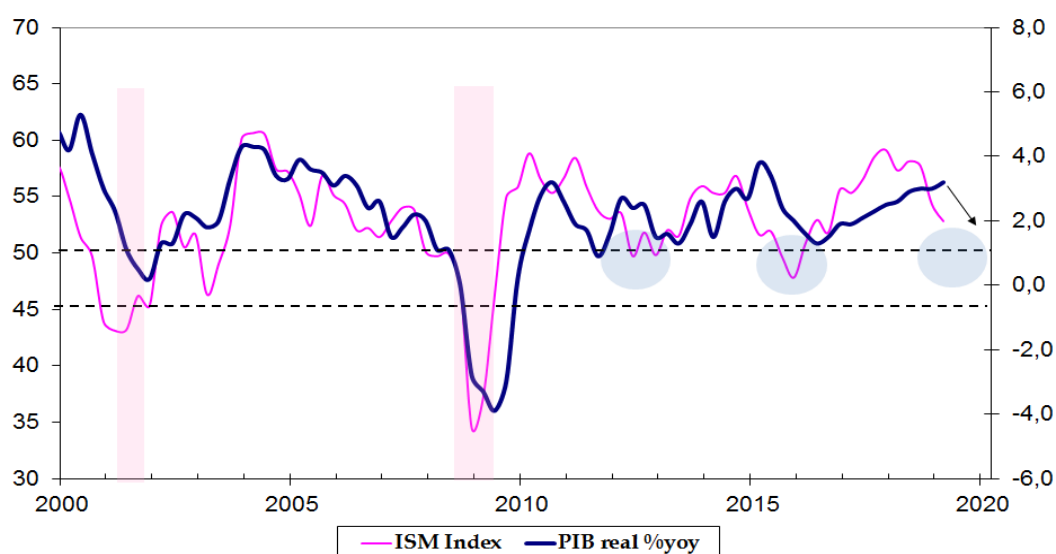
Si incluimos los dividendos la rentabilidad del Ibex desde 1998 habría sido del 3,3% anual, una rentabilidad modesta pero no despreciable teniendo en cuenta las crisis que hemos atravesado en estos años y el entorno de tipos de interés cero que hace que un 3% de rentabilidad sea relativamente atractivo. Una forma mejor de obtener una mayor rentabilidad además de disminuir la volatilidad de la cartera en estos años sería haber tenido una diversificación razonable entre bonos y acciones. En estos veinte años se ha dado la paradoja de que la renta fija ha dado una rentabilidad superior a la renta variable. En concreto una cesta de bonos del tesoro españoles a plazos diversos habría dado una rentabilidad del 5,7% anual, suavizando además en buena medida los retrocesos de la Cartera en las fases bajistas de la bolsa como se aprecia en el gráfico siguiente.



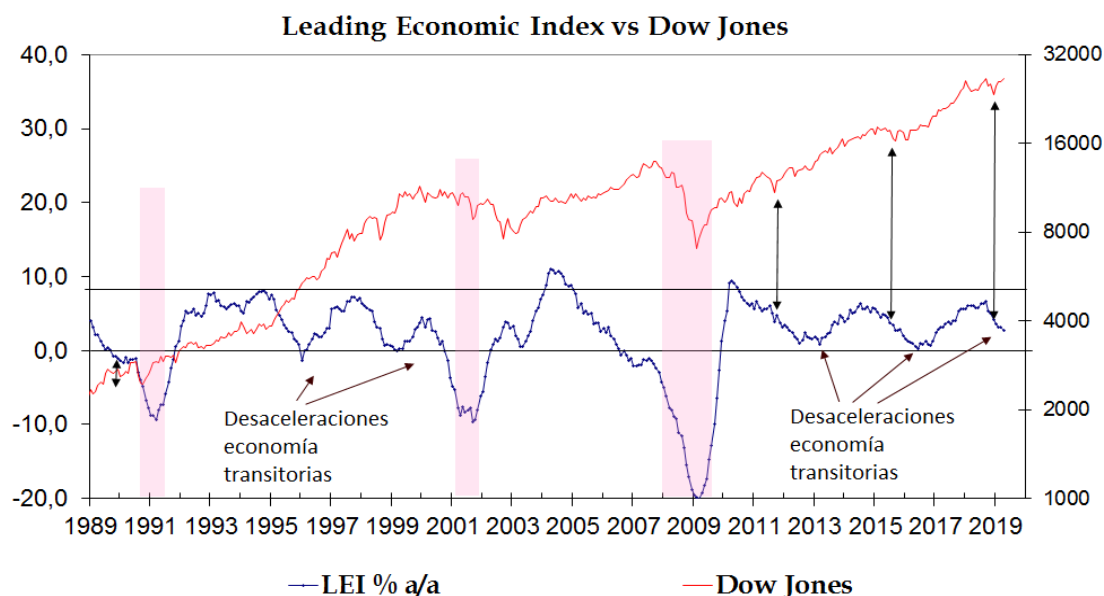
La rentabilidad del bono español a 10 años cae a mínimos históricos del 0,85% anual. El diferencial con el Bund alemán se estabiliza sobre los 100 puntos básicos.



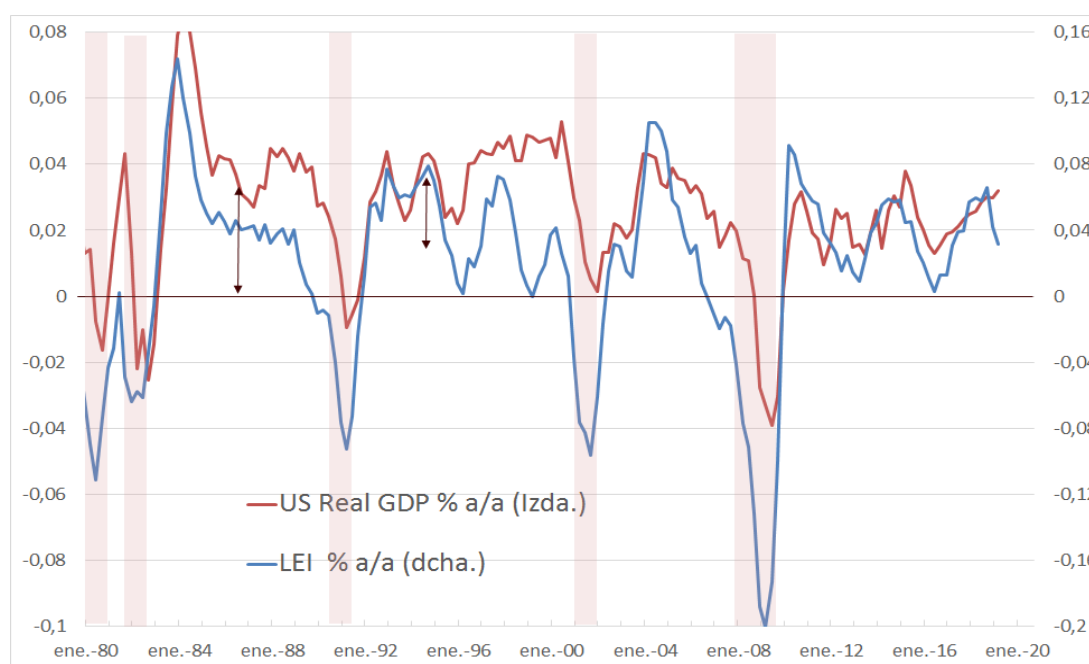
El ciclo en EEUU. Indicadores cíclicos como el ISM (un índice tipo PMI) marcaron un techo a lo largo de 2018 y se encuentran ahora en fase de desaceleración. Su última lectura de 52,3 puntos sería consistente con un crecimiento del PIB sobre el 2,5%. Al igual que ha sucedido en Europa es probable que la desaceleración se algo mayor en próximos meses y este indicador caiga hacia el nivel de los 50 puntos. Aunque la subida reciente de la Bolsa parece descartar que la economía norteamericana esté en riesgo de recesión, la posición de debilitamiento de los indicadores cíclicos sería un argumento más a favor de un proceso de corrección/consolidación en las Bolsas en próximos meses.

ISM vs S&P 500 1990-2019

PIB % yoy vs. Índice ISM


La fase lateral de la Bolsa americana durante 2018 se corresponde con la desaceleración que están señalando ahora los indicadores cíclicos. Probablemente el suelo de la corrección ha quedado atrás, pero es posible más consolidación lateral en espera del suelo en los indicadores.



El LEI apunta a desaceleración del PIB en próximos trimestres.



ANALISIS TECNICO





Departamento de Análisis.

Nicolás López

Director.

91.347.06.17

Email: mganalisis@mgvalores.com

Blog: www.mgvalores.com

Twitter: @nicolas_lopezm