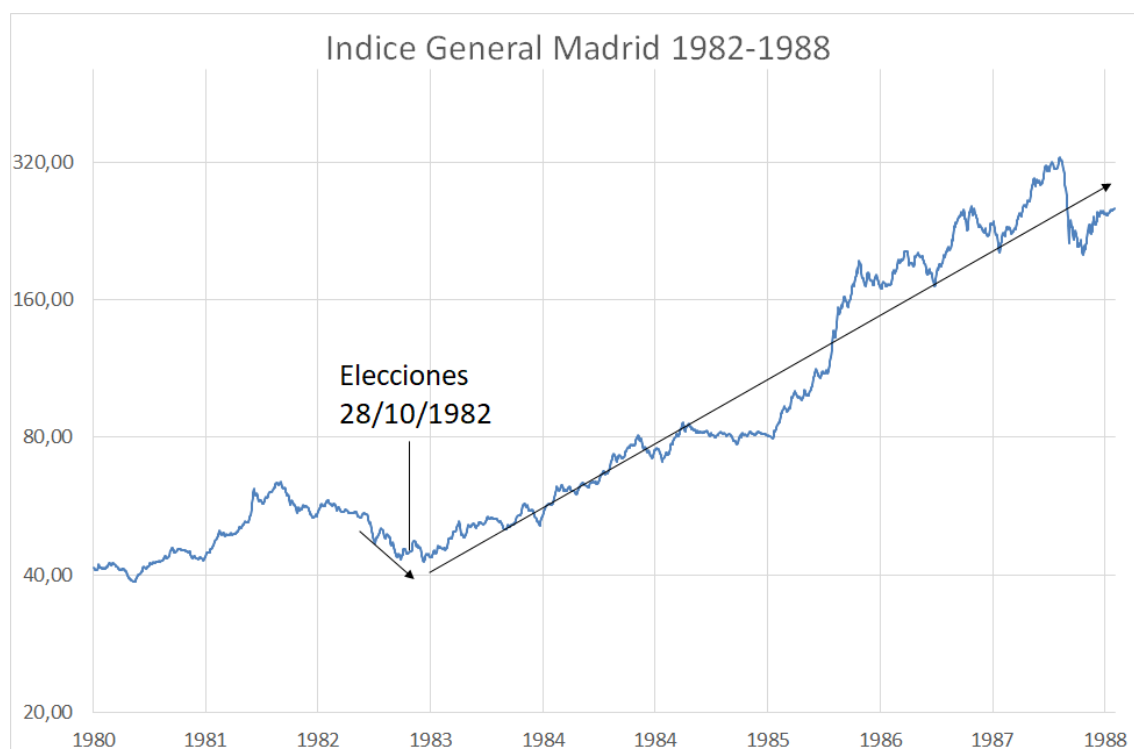


INDICES BOLSA			RENTABILIDAD BONOS		FUTUROS BOLSA		
	Ultimo	%		Ultimo (%)		Ultimo	%
Ibex 35	9.173	-0,23	USA 10y	1,83	Eurostoxx 50	3.704	0,54
Ibex Mid Cap	9.194	0,12	GER 10y	-0,34	Dax	13.253	0,52
Ibex Small Cap	6.516	-0,09	ESP 10y	0,45	S&P 500	3.111	0,44
Dow Jones	27.782	-0,01	ESP-GER 10y	0,80	Dow Jones	27.829	0,30
S&P 500	3.097	0,08	USA 2y	1,60	DIVISAS		
Nasdaq 100	8.258	-0,02	GER 2y	-0,64	EUR/\$	1,1019	0,01
Dax	13.180	-0,38	ESP 2y	-0,37	EUR/Yen	119,57	-0,17
Cac 40	5.901	-0,10	ESP-GER 2y	0,27	Dólar/Yen	108,52	-0,09
Milan FTE	23.481	-0,41	MATERIAS PRIMAS				
Nikkei	23.303	0,70			Gold	1465	0,69
Shangahi Comp.	2.891	-0,64			Silver	16,855	0,68
Bovespa Brasil	106.557	0,47			Oil W.Texas	56,98	-0,61

**Las incertidumbres sobre el nuevo Gobierno frenan a la bolsa española.** Desde finales de octubre la bolsa española se ha descolgado un tanto de la subida del resto de índices europeos, movimiento que se ha agudizado con el anuncio de un preacuerdo de gobierno entre PSOE y Podemos. La experiencia muestra que la política (en los países con unas políticas económicas razonables) no suele tener una influencia decisiva en la evolución de los mercados. En este caso, la eventual llegada al Gobierno de un partido del perfil de Podemos es lógico que plantee ciertas incertidumbres que pueden afectar al mercado durante algún tiempo, al menos los sectores que pueden verse más afectados por determinadas políticas. No sería extraño que hasta la definitiva formación del Gobierno la Bolsa española se mantenga más o menos parada. Después, habrá que ver el programa de gobierno.

**Los mercados internacionales a la espera del acuerdo China-EEUU.** Se mantiene el tono positivo en general en las Bolsas mundiales con el aliciente de un inminente acuerdo en la Fase-I de las negociaciones comerciales entre China y EEUU. Las expectativas sobre la economía han mejorado algo últimamente. Aunque los indicadores cíclicos todavía reflejan debilidad, al menos el temor a una recesión global ha desaparecido y ahora se asume que la economía seguirá creciendo en los próximos años, aunque sea a un ritmo modesto. Algunos datos recientes en Alemania y la eurozona reflejan este escenario de crecimiento débil pero no de crisis/recesión. El dato positivo de crecimiento del PIB alemán en el tercer trimestre, la mejoría de las exportaciones, la recuperación en las ventas de automóviles en la eurozona o el repunte de algunos índices de confianza apuntan a que lo peor de la desaceleración en la eurozona ha podido quedar atrás. La economía norteamericana por su parte mantiene su solidez con tasas de crecimiento del 2% pese a que su sector manufacturero se ha visto afectado también por la desaceleración global. En este escenario los mercados descuentan que los tipos de interés han podido dejar atrás un suelo cíclico lo que se está traduciendo en una clara rotación hacia activos de riesgo. Entre otros síntomas de este movimiento, los flujos globales hacia la Bolsa se han vuelto positivos por primera vez desde principios de 2018.

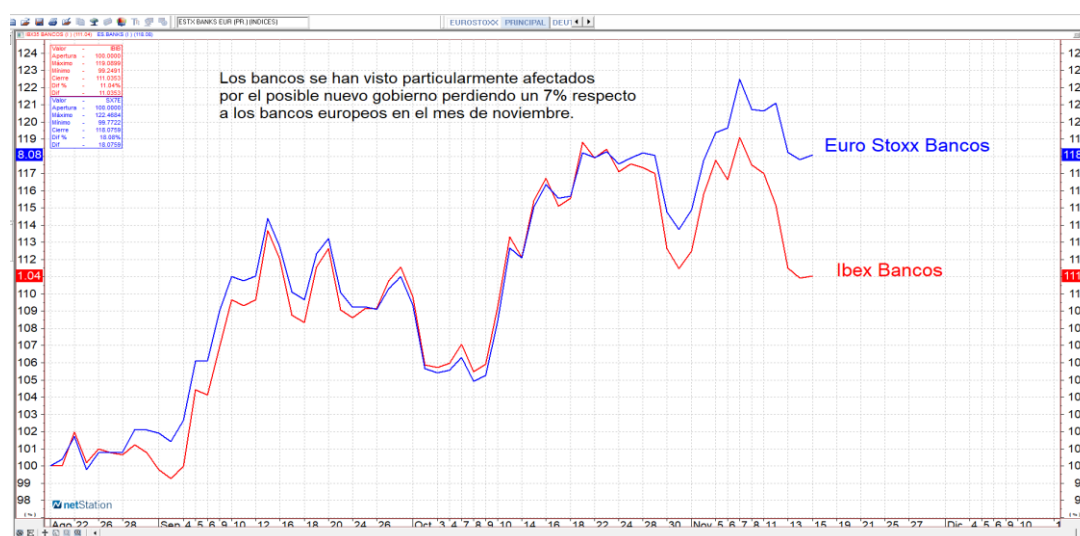
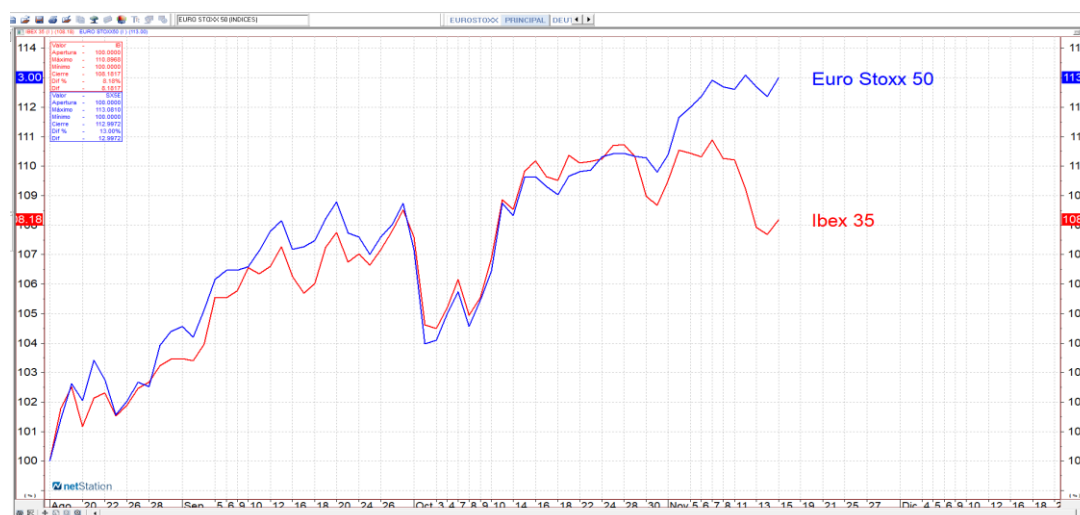
**La incertidumbre del nuevo Gobierno.** Desde el fin de la segunda guerra mundial la política en los países desarrollados se ha desarrollado en el marco de un consenso en el sistema de las democracias liberales. Este consenso entre centro-izquierda y centro-derecha implicaba, en lo que se refiere a la economía, asumir la economía libre de mercado y por otro un estado de bienestar financiado por un sistema fiscal progresivo. Esto quiere decir que la alternancia de gobiernos de izquierda y derecha no cuestionaba ese consenso básico de funcionamiento del sistema. Cada partido gobernaba con ciertas prioridades que hacían bascular un poco el sistema hacia uno u otro lado pero sin salirse del mismo. Entre otras consecuencias esto ha significado que para los mercados no ha sido un factor decisivo qué partido estaba en el gobierno. El comportamiento de los mercados se ha explicado fundamentalmente por la evolución de los ciclos económicos que en general ha sido independiente de la alternancia política. Por supuesto en los países desarrollados de Europa, EEUU, Japón... otra cuestión es la política en países menos desarrollados. Como ejemplo, lo sucedido en España tras la llegada al Gobierno del PSOE por primera vez en 1982. En los meses previos a las elecciones, cuando ya era claro que iban a ganar, la bolsa mantuvo un tono muy bajista. Tras las elecciones en octubre el tono negativo se mantuvo hasta diciembre, pero a partir de entonces se inició uno de los ciclos alcistas más potentes de la bolsa española hasta 1987. Este ciclo alcista fue general en los mercados mundiales, pero lo relevante es que la acción de Gobierno del PSOE no lo impidió porque se mantuvo dentro de la ortodoxia político-económica de las democracias liberales.

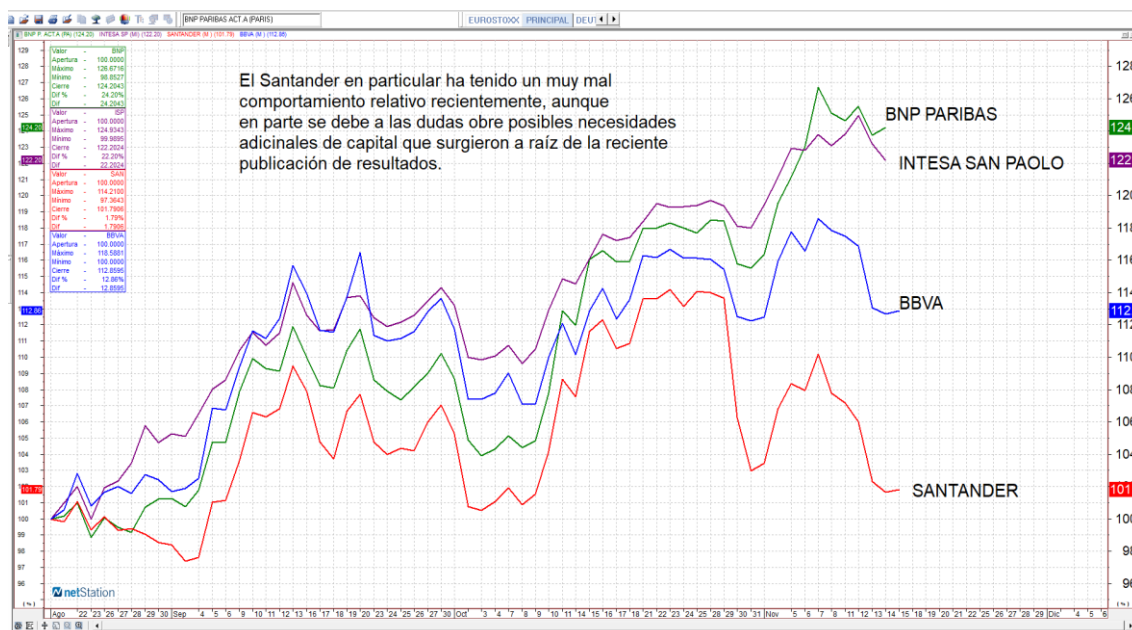


Claro que lo de ahora no es el PSOE de 1982. El acuerdo de gobierno entre PSOE y Podemos ha generado cierta inquietud en los mercados. En este caso se trata de que llega al Gobierno un partido (Podemos) cuya retórica es decididamente contraria a la economía de mercado. Además, tendrá que apoyarse en otro partido (ERC) que directamente no cree en España. Si pensásemos que esos partidos pueden imponer al nuevo Gobierno sus ideas contrarias al consenso económico y constitucional tendríamos motivos sobrados para la preocupación. Afortunadamente la probabilidad de que eso suceda no es muy alta. La experiencia de otros

partidos populistas que han llegado al poder en Europa (quizás el más comparable a Podemos sea Syriza en Grecia) muestra que a la hora de gobernar el margen para salirse de la ortodoxia es escaso. Como escasa es la posibilidad de éxito de un desafío a la constitución. La propia reacción del mercado parece apuntar en esa dirección con una caída discreta y centrada en los sectores sobre los que podría haber un impacto negativo directo, particularmente el sector bancario por la posibilidad de cambios en la fiscalidad del sector. Lo que sí parece asegurado es un gobierno de nula capacidad de acción para avanzar en el desarrollo del país y que probablemente no tendrá una vida demasiado larga.

Ibex 35 vs Eurostoxx 50: el Ibex llevaba una evolución idéntica al Euro Stoxx desde los mínimos de agosto pero se ha descolgado en las últimas semanas. Además de las elecciones, han influido también cuestiones más puntuales como la reciente debilidad de pesos pesados como Santander, Telefónica ...



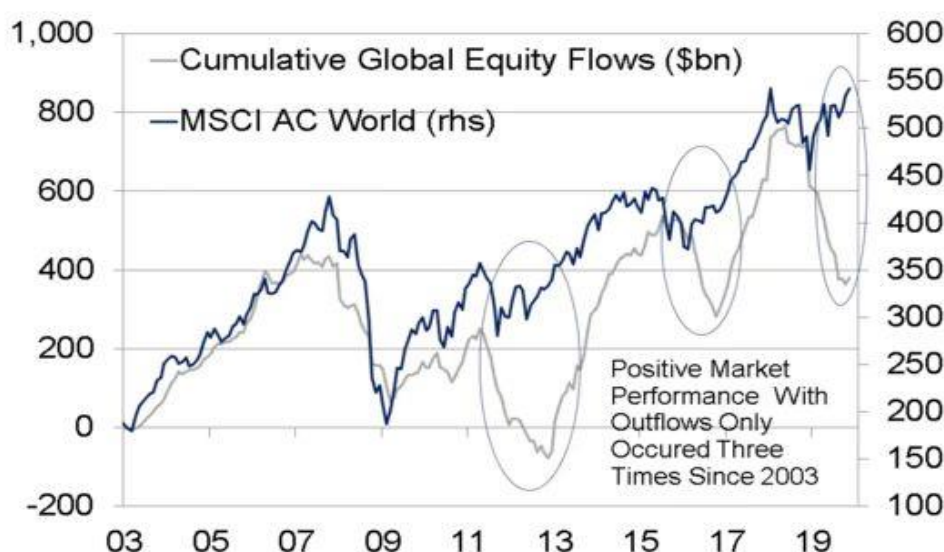


**La economía alemana se estabiliza, aliviando los temores a una recesión.** La economía alemana ha crecido un 0,1% en el tercer trimestre frente a una previsión de -0,1%. No es una gran diferencia pero al menos refuerza la idea de que Alemania no se está deslizando hacia una crisis en toda regla. Simplemente está atravesando una fase de crecimiento débil. Desde tasas de crecimiento del 3% que alcanzó a finales de 2017 se ha ido desacelerando hasta un crecimiento cero en los dos últimos trimestres. Esta desaceleración, se explica por factores diversos. Por un lado porque en 2017 crecía a tasas no sostenibles que necesariamente se iban a reducir. Por otro lado la guerra comercial que se desató a principios de 2018 ha tenido un gran impacto en el sector exterior alemán que supone una parte importante de la economía. Finalmente, factores más específicos como la crisis del automóvil, por la transición hacia vehículos menos contaminantes, ha tenido un gran impacto en los indicadores de la industria alemana que está atravesando una fase recesiva. Por otro lado, la economía alemana registra en este momento una tasa de paro en su mínimo histórico, poco más del 3%. Durante la desaceleración se ha mantenido el temor a que finalmente la recesión de la industria se trasladara al resto de la economía y entráramos en una crisis en toda regla. No está sucediendo y los datos recientes parecen apuntar en otra dirección. En los últimos días hemos visto una mejoría de las exportaciones en el último mes, estabilización de la producción industrial, crecimiento de las ventas de autos por primera vez en un año y repunte de un índice de confianza. Todo muy incipiente de momento, pero teniendo en cuenta el fuerte pesimismo que ha dominado en los mercados en los últimos meses, puede ser suficiente para reforzar la recuperación del mercado y en especial la rotación hacia activos de riesgo, también incipiente, que se aprecia desde hace algunas semanas.

**Nuevos máximos históricos, flujos globales netos positivos a la Bolsa.** Parece repetirse la pauta de las dos correcciones anteriores. En 2011/12 y 2015/16 la corrección en la bolsa fue en paralelo a un proceso de salida de dinero de la renta variable. Está claro que el recuerdo de la gran crisis de 2008/09 hace que la tolerancia de los inversores a las correcciones sea escasa. Además, la salida de dinero se prolongaba bastante más allá de los mínimos de la corrección.

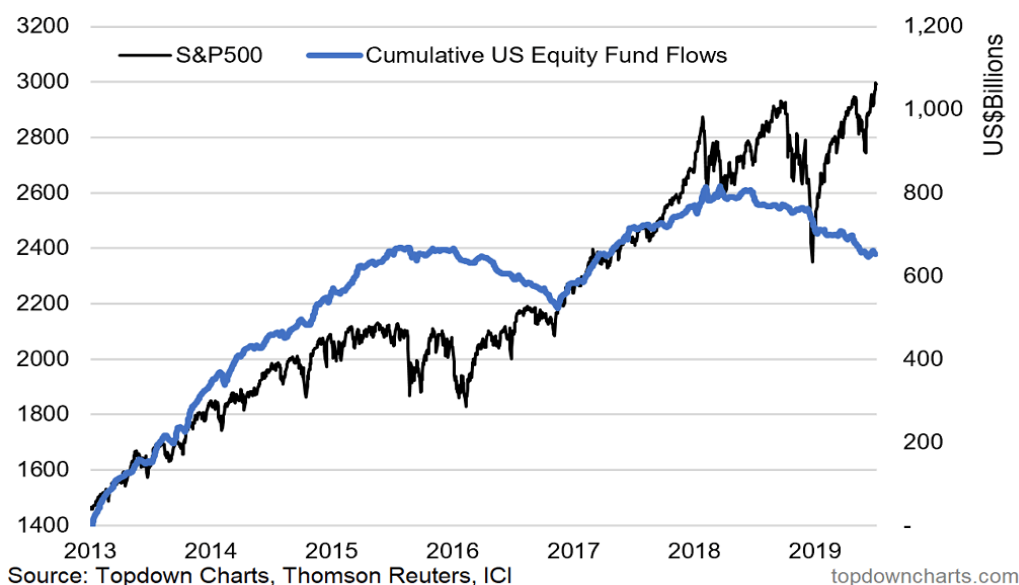
Durante la fase inicial de la recuperación seguía saliendo dinero de la Bolsa hasta que la subida sostenida devolvía la confianza a los inversores. Este mismo comportamiento se ha observado en la reciente corrección global. La salida de dinero fue muy intensa en la segunda parte de 2018 coincidiendo con la fase de fuertes caídas en la Bolsa. En lo que llevamos de 2019 la Bolsa se ha recuperado pero el dinero ha seguido saliendo. Los inversores no han confiado en la recuperación probablemente influidos por el pesimismo reinante sobre la economía. En la última semana, sin embargo, ha entrado dinero en la Bolsa por primera vez, coincidiendo con los nuevos máximos históricos del MSCI World. Igual situación se observa en EEUU donde también ha estado saliendo dinero de la Bolsa desde mediados de 2018. Hasta ahora, ¿Vuelve el mercado alcista más odiado de la historia?

2. Global Equities Up YTD Despite Outflows



Source: CB Research, EPFR, MSCI

### S&P500 vs Cumulative Fund Flows

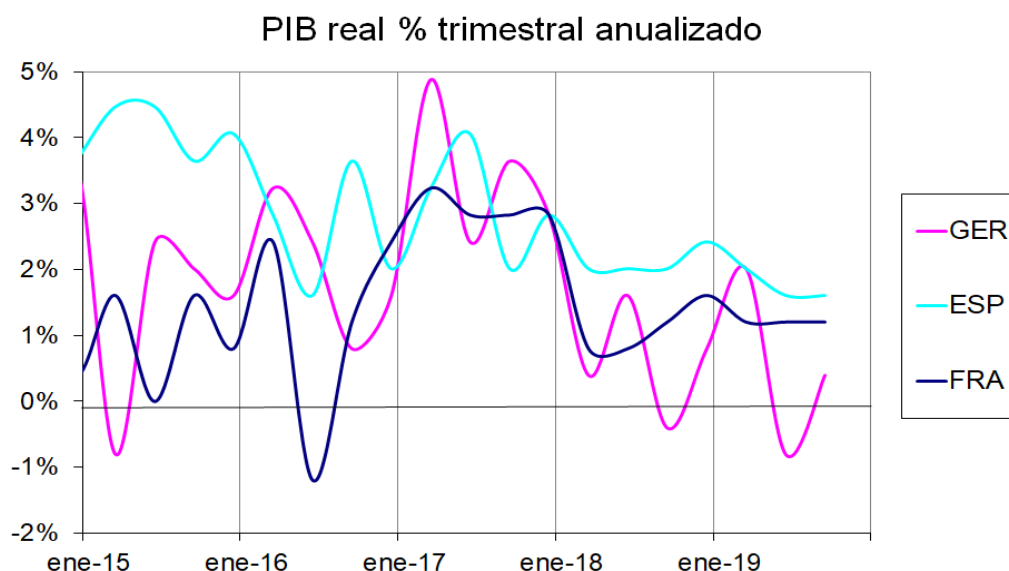


Source: Topdown Charts, Thomson Reuters, ICI

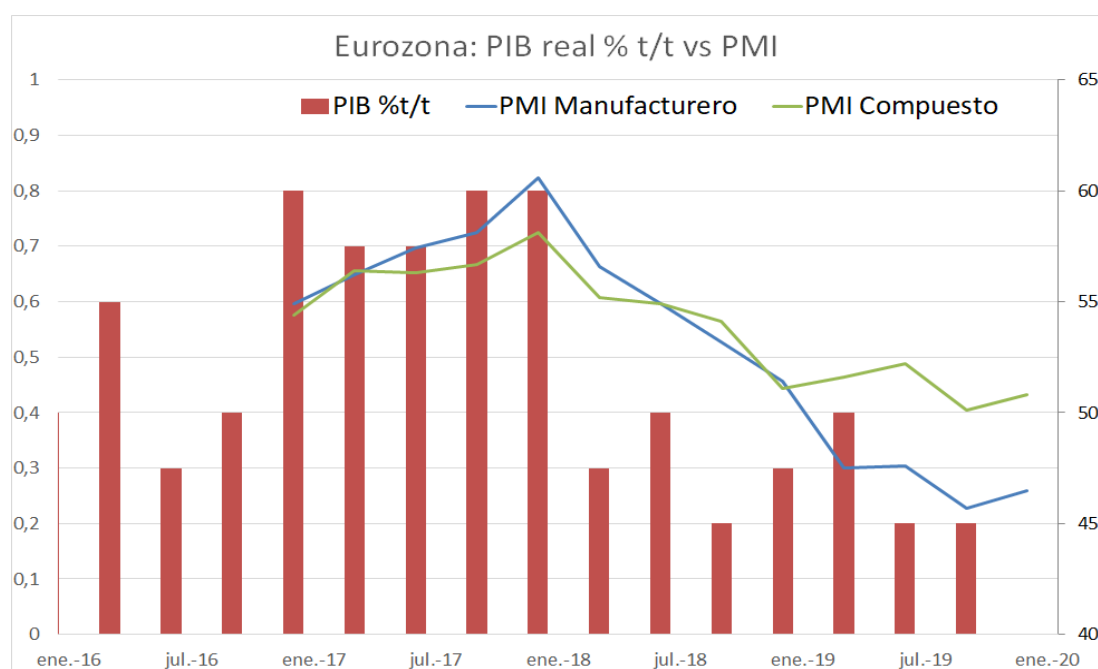
topdowncharts.com



La mayor volatilidad del PIB alemán se debe al peso del sector exterior. Este año va a crecer al 0,5% anual y el año que viene se espera un 1,2%. España y Francia se han desacelerado a tasas del 1,6% y 1,2% respectivamente, algo por debajo del potencial.

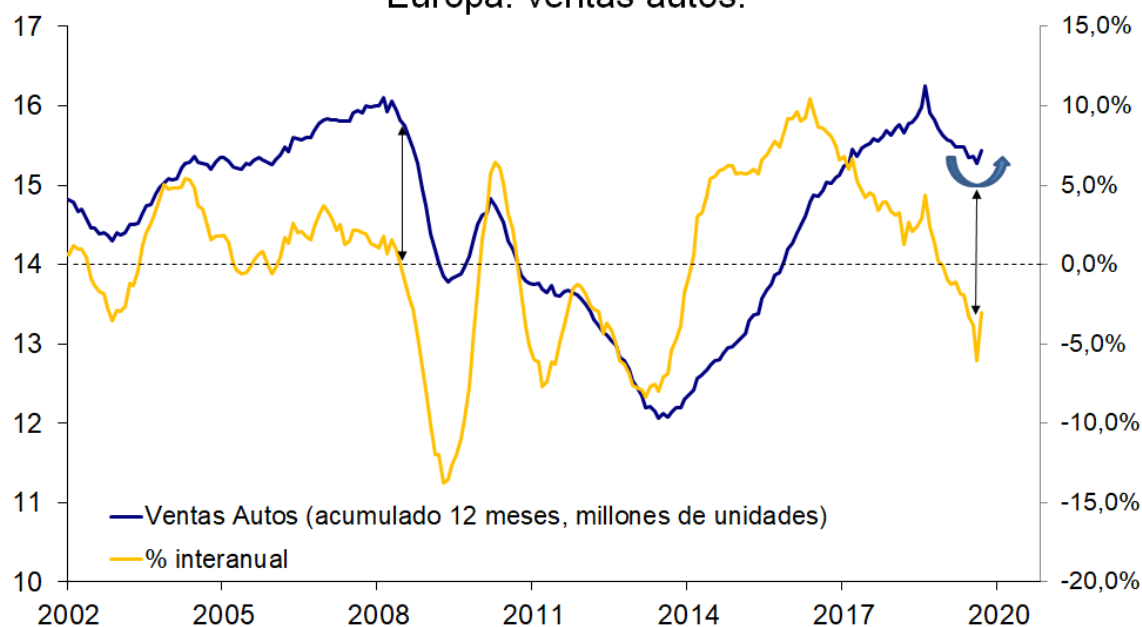


Los PMI muestran una ligera mejoría en octubre y noviembre: lo peor de la desaceleración puede haber quedado atrás.

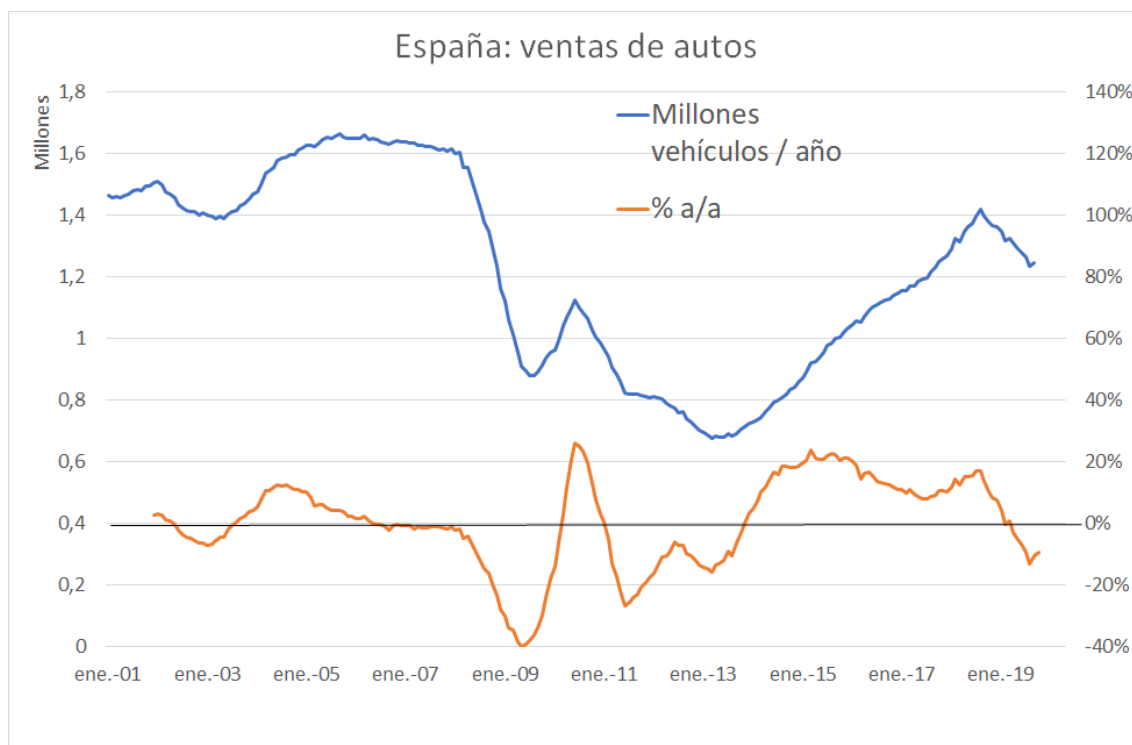


Las ventas de autos crecen en septiembre por primera vez tras 12 meses consecutivos de caídas. También en España.

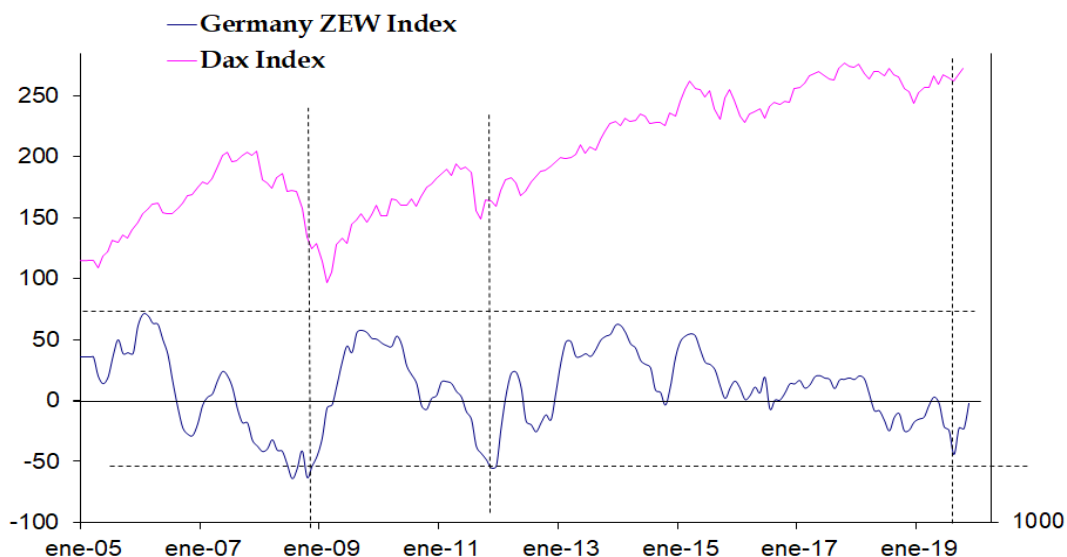
Europa: ventas autos.



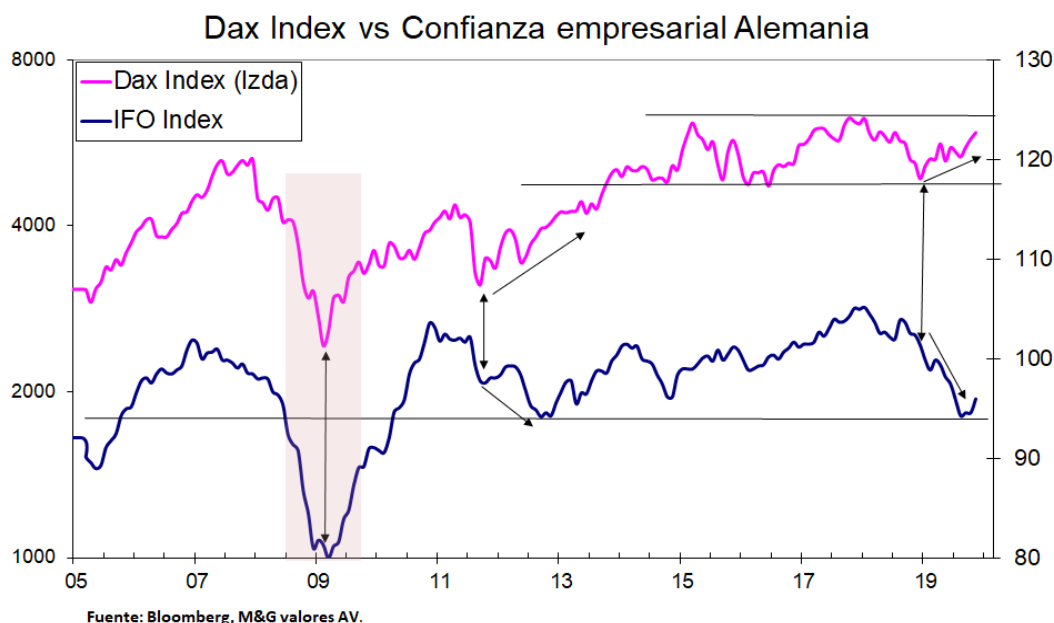
España: ventas de autos



Alemania: Índice de Confianza del Inversor ZEW. Tres meses consecutivos de subida parecen dejar atrás un suelo importante en la confianza inversora que refuerza fiabilidad de la recuperación de la bolsa.

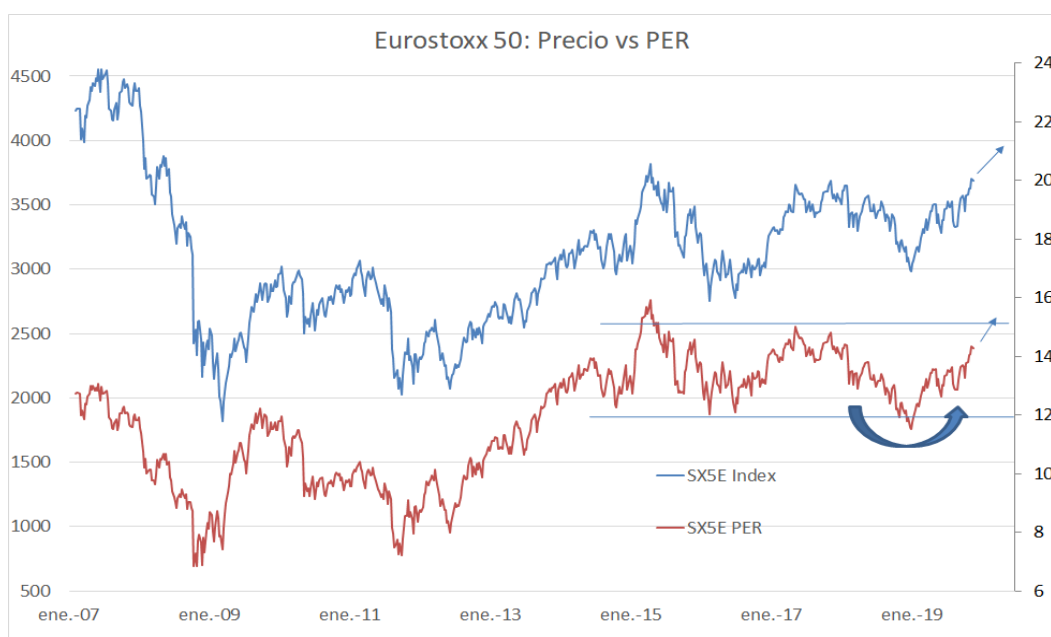
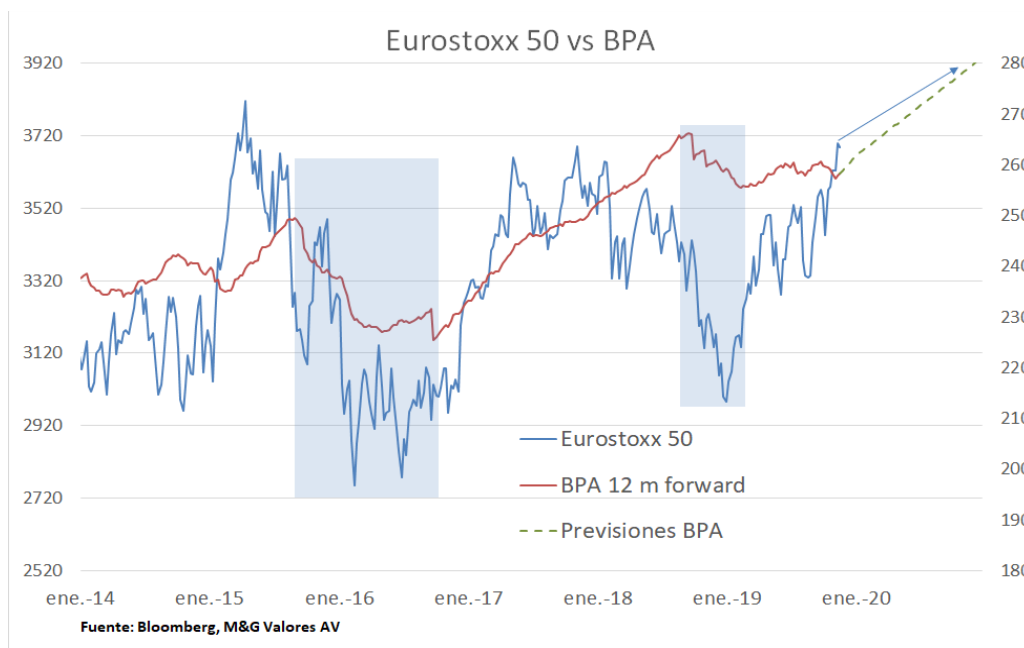


Índice IFO de confianza empresarial. Todavía de forma muy incipiente, pero se aprecia una ligera mejoría de la confianza de los empresarios alemanes en el último mes.

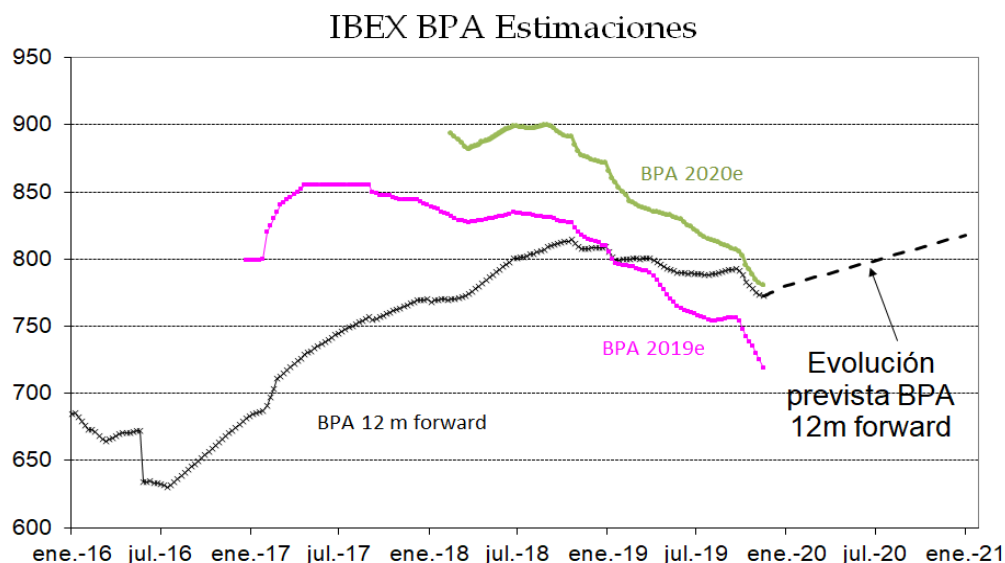




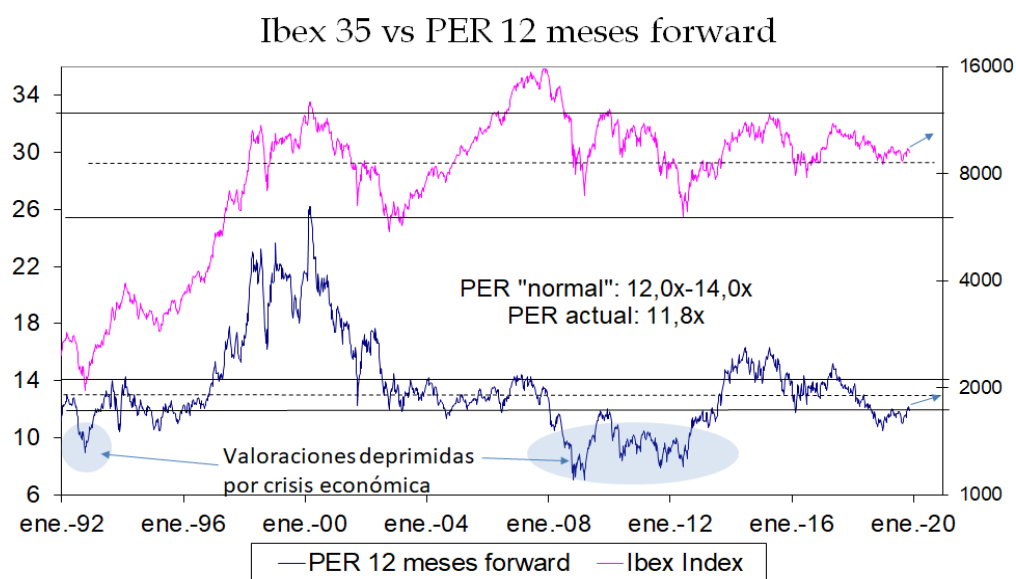
Los beneficios en Europa siguen revisándose a la baja, pero a la vez se mantienen tasas de crecimiento elevado para los dos próximos años. La subida del mercado desde diciembre se ha apoyado exclusivamente en la expansión del PER. Veremos si efectivamente los beneficios empiezan a crecer en próximos trimestres, porque el PER se está acercando a los niveles muy exigentes que no ha podido superar en los últimos años.



En España la revisión a la baja de los beneficios ha sido más intensa incluso, y las previsiones de crecimiento para 2020 (+4%) son más modestas. Esto nos deja un escenario no especialmente excitante aunque el bajo PER deja cierto margen de subida adicional al 4% de crecimiento de los beneficios.



Para un PER de 13x frente al 11,8x actual, y un crecimiento del BPA del 4% en 2020 el objetivo teórico del Ibex a finales de 2020 sería de 10.500 puntos.



## 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