

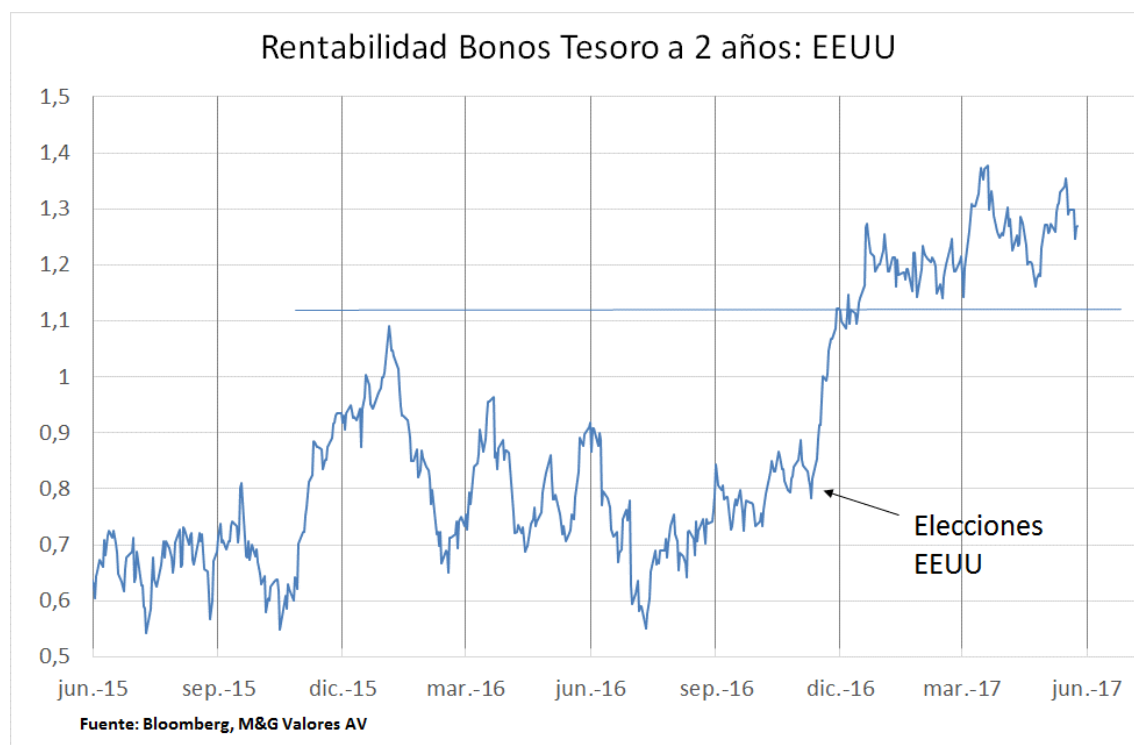
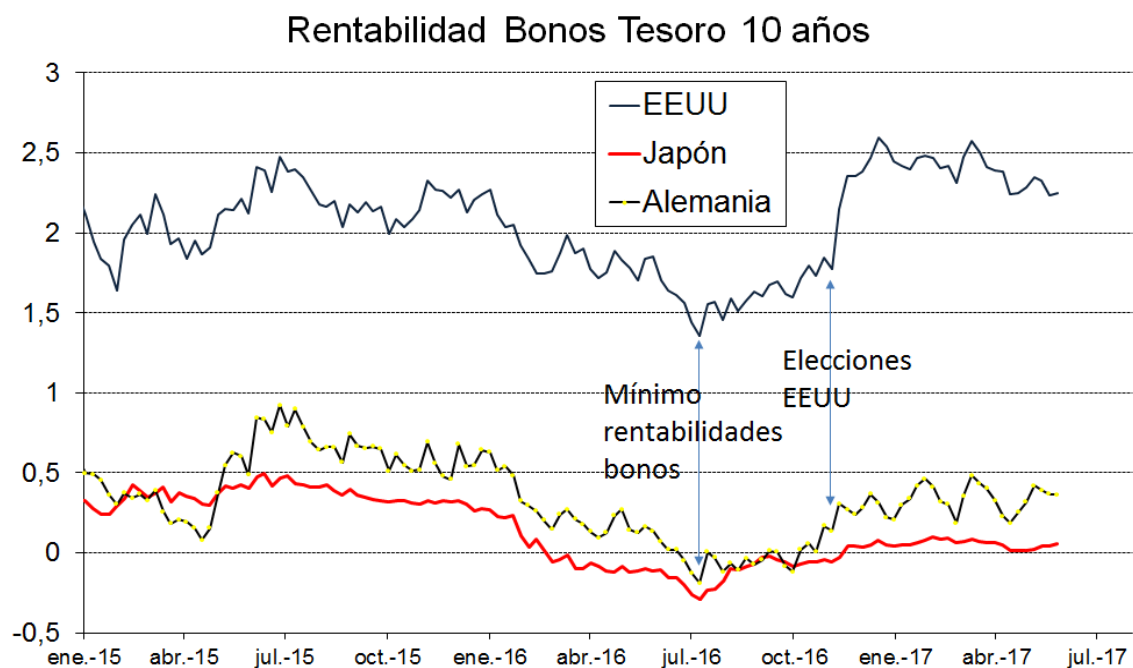
INDICES BOLSA			RENTABILIDAD BONOS		FUTUROS BOLSA		
	Ultimo	%		Ultimo (%)		Ultimo	%
Ibex 35	10.938	0,28	USA 10y	2,25	Eurostoxx 50	3.561	-0,14
Ibex Mid Cap	10.953	0,38	GER 10y	0,36	Dax	12.593	-0,16
Ibex Small Cap	6.109	1,02	ESP 10y	1,59	S&P 500	2.411	-0,10
Dow Jones	21.083	0,34	ESP-GER 10y	1,23	Dow Jones	#N/A N/A	#N/A N/A
S&P 500	2.415	0,44	USA 2y	1,29	DIVISAS		
Nasdaq 100	5.778	0,84	GER 2y	-0,67	EUR/\$	1,1199	-0,17
Dax	12.622	-0,17	ESP 2y	-0,26	EUR/Yen	124,83	0,42
Cac 40	5.337	-0,08	ESP-GER 2y	0,41	Dólar/Yen	111,46	0,34
Milan FTE	21.292	-0,37	MATERIAS PRIMAS				
Nikkei	19.687	-0,64			Gold	1258	0,26
Shangahi Comp.	3.108	0,02			Silver	17,155	0,44
Bovespa Brasil	63.227	-0,05			Oil W.Texas	48,54	-4,79

## COMENTARIO DE MERCADO

**El “reflation trade” se desinfla.** La victoria de Donald Trump en las elecciones de noviembre provocó un súbito aumento de las expectativas inflacionistas en EEUU y Europa. Algunas tendencias que ya se observaban en los mercados desde el verano se acentuaron en las semanas posteriores a las elecciones. El repunte de las rentabilidades de los bonos o la rotación desde valores defensivos hacia sectores cíclicos reflejaban el cambio de expectativas de los inversores después de unos meses dominados por el temor a las tensiones deflacionistas y al escenario de “estancamiento secular”. Este intenso movimiento, sin embargo, no ha sido demasiado duradero. A partir del mes de enero las rentabilidades de los bonos se han estabilizado o incluso descendido en el caso de EEUU; las expectativas de inflación a largo plazo se han moderado y el sesgo cíclico del mercado ha dejado paso a una vuelta de los valores de crecimiento liderados por la tecnología.

**Pero la Bolsa se mantiene fuerte pese a todo.** El hecho de que en general los índices mantengan el buen comportamiento pese a las cada vez menores expectativas de reformas significativas por parte de la nueva Administración norteamericana tiene en nuestra opinión una lectura positiva. No estamos ante una subida artificial de las cotizaciones forzada por medidas puntuales sino ante un ciclo alcista que se apoya en una fase expansiva sostenible de la economía global y, más recientemente, en los claros indicios de recuperación de los beneficios de las empresas tras varios trimestres de estancamiento. En estas condiciones la Bolsa podrá tener correcciones porque ha subido mucho en poco tiempo, pero la tendencia alcista se mantendrá a medio-largo plazo sostenida por la expansión económica. Los movimientos de la Bolsa se han descorrelacionado en gran medida de las variables que le habían marcado el paso en 2015/16. Tanto el precio del crudo como la rentabilidad de los bonos se han estabilizado en los últimos meses en movimientos de rango mientras la Bolsa mantiene una clara tendencia alcista. Esto es un indicio más de que el entorno económico es ahora favorable para la Bolsa que ya no maneja los escenarios deflacionistas y de estancamiento que explicaba la estrecha correlación entre los movimientos del petróleo, China o los bonos con la Bolsa. El principal problema a corto plazo es que la subida ha sido muy intensa en los últimos meses y eso puede favorecer un proceso correctivo en cualquier momento, pero no creemos que el fin del ciclo alcista esté cercano todavía.

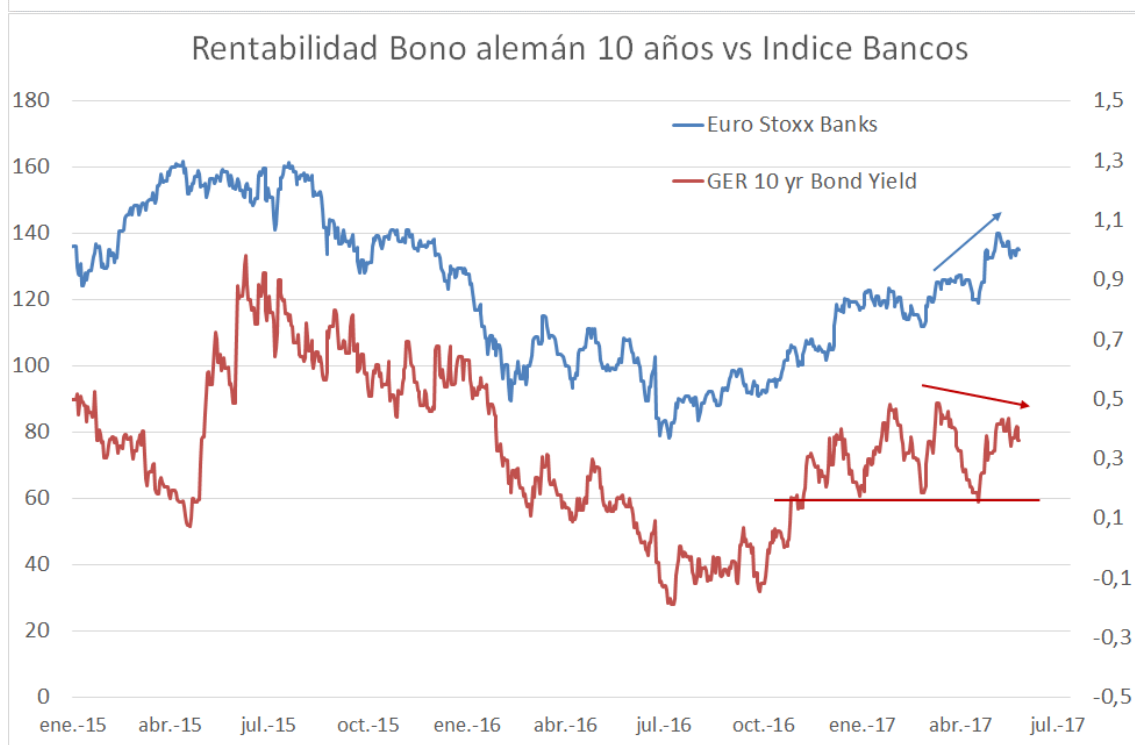
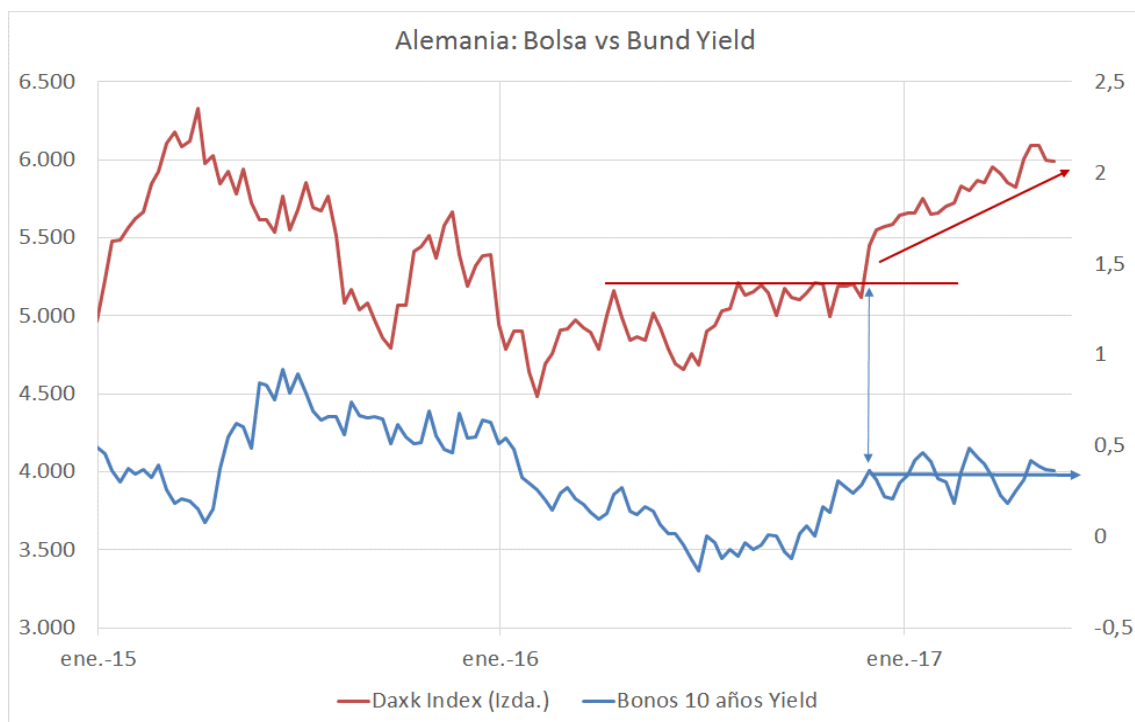
La victoria de Trump reforzó la tendencia alcista de las rentabilidades de los bonos que se inició en verano. Desde el mes de enero se han estabilizado.



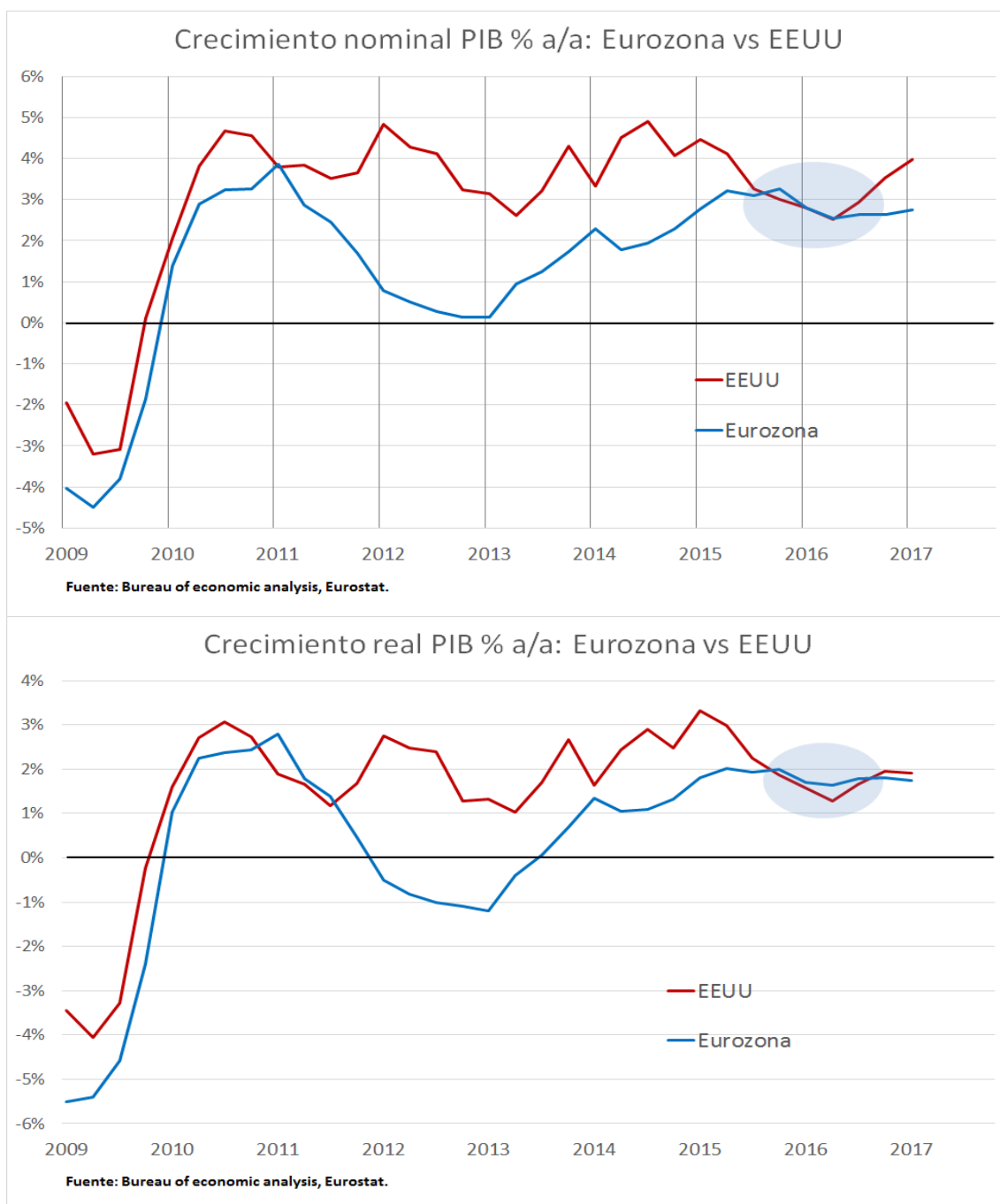
Visto en el largo plazo estamos ante un posible cambio estructural que deje atrás el período de tipos de interés muy bajos que siguió a la crisis. Un escenario de normalización monetaria podría llevar los tipos a dos años hacia el 3% en 2020. El escenario de “estancamiento secular”, por el contrario, implicaría que los tipos se estabilizaran en niveles actuales o inferiores durante los próximos años.



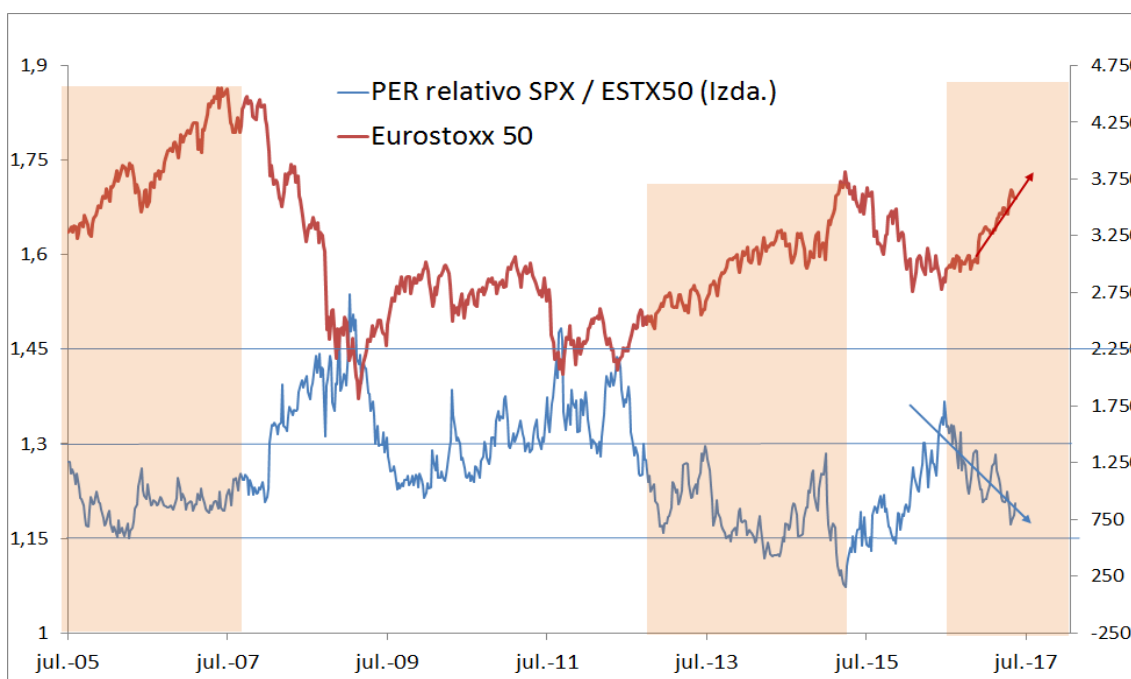
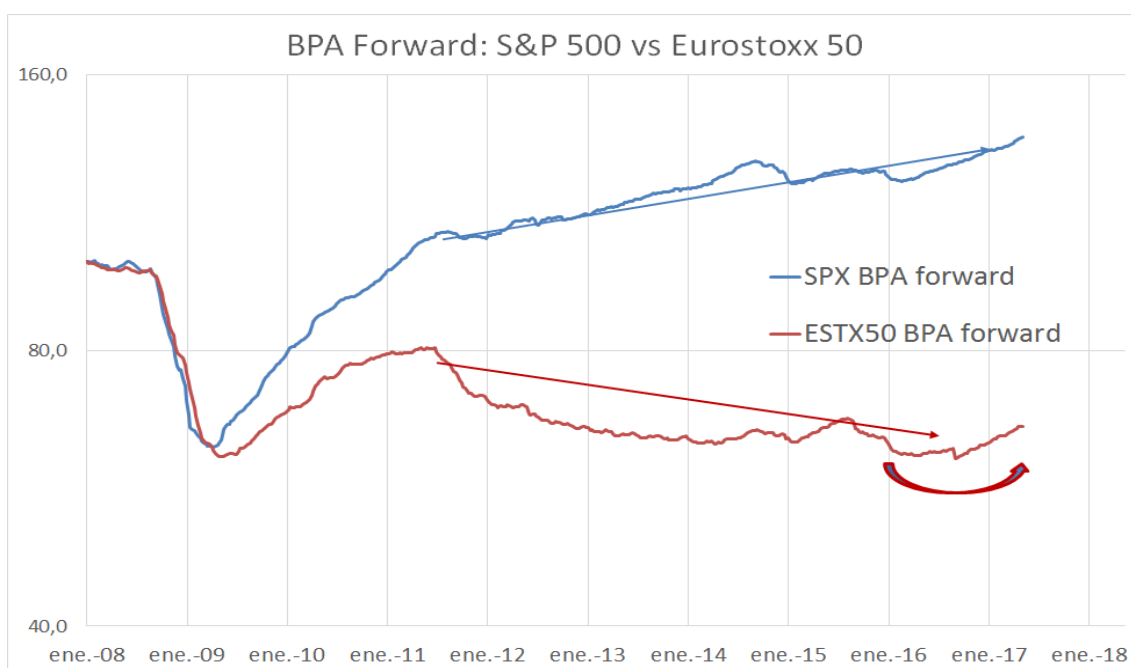
Los índices bursátiles se han descorrelacionado en buena medida del comportamiento de los bonos y el petróleo que había prevalecido en 2015/16. La estabilización de éstos es compatible con una firme tendencia alcista en la Bolsa. Incluso el sector bancario parece capaz de mantener una tenencia alcista pese a que la rentabilidad de los bonos se ha estabilizado.



La fase de desaceleración de 2015/16 parece quedar atrás. EEUU crece al 4% nominal (2% real) y la eurozona al 2,7% nominal (1,7% real). En general las previsiones apuntan a que el crecimiento real se va a mantener en niveles similares a los actuales o muy ligeramente superiores. En el caso de la eurozona es clave que la inflación repunte en próximos trimestres para reforzar el crecimiento nominal de la economía y alejar definitivamente el escenario semi-deflacionista.

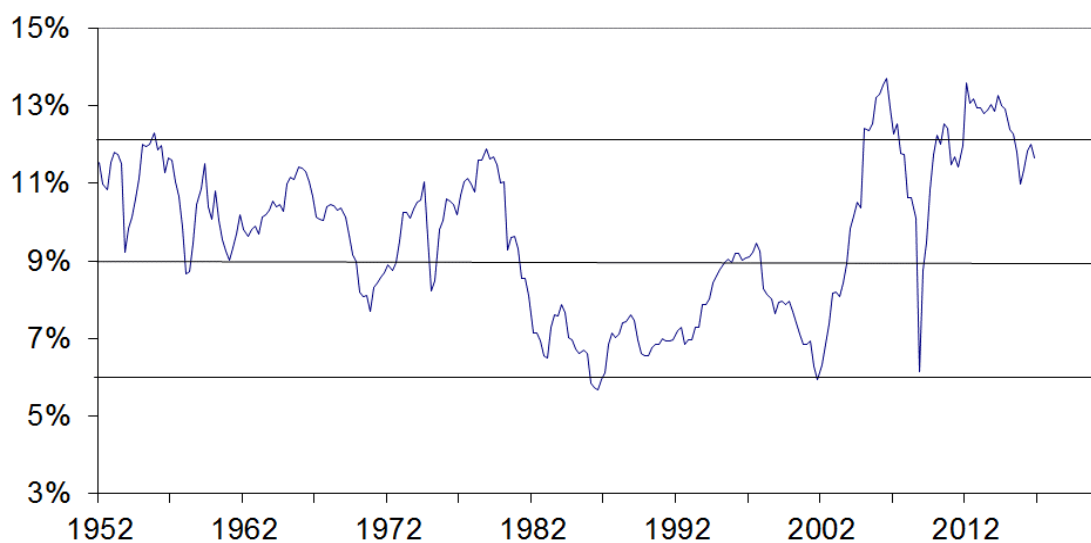


Los beneficios empresariales mantienen una dinámica muy positiva que se ha acelerado en el primer trimestre, en particular en Europa. En términos de PER ya no puede decirse que la Bolsa europea esté muy barata en relación a la norteamericana. Su descuento del 15% está en la parte baja de su rango desde 2005 y más o menos en su media histórica de largo plazo. En todo caso, creemos que el potencial de crecimiento de los beneficios en Europa en los próximos años es superior al de EEUU.

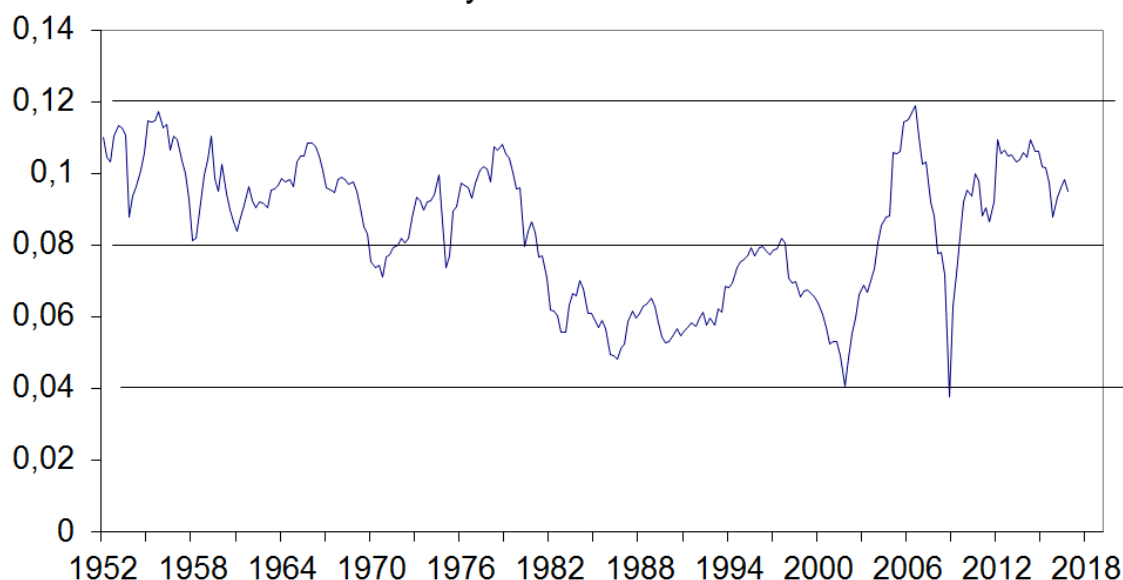


Los beneficios de las compañías norteamericanas están en máximos cíclicos comparados con el PIB lo que apuntaría a un crecimiento modesto en próximos años. Si excluimos los generados fuera de EEUU para una más correcta comparación, la situación no parece tan extrema y cabría esperar todavía un crecimiento razonable durante algunos años.

### EEUU: Beneficios antes de Impuestos / PIB

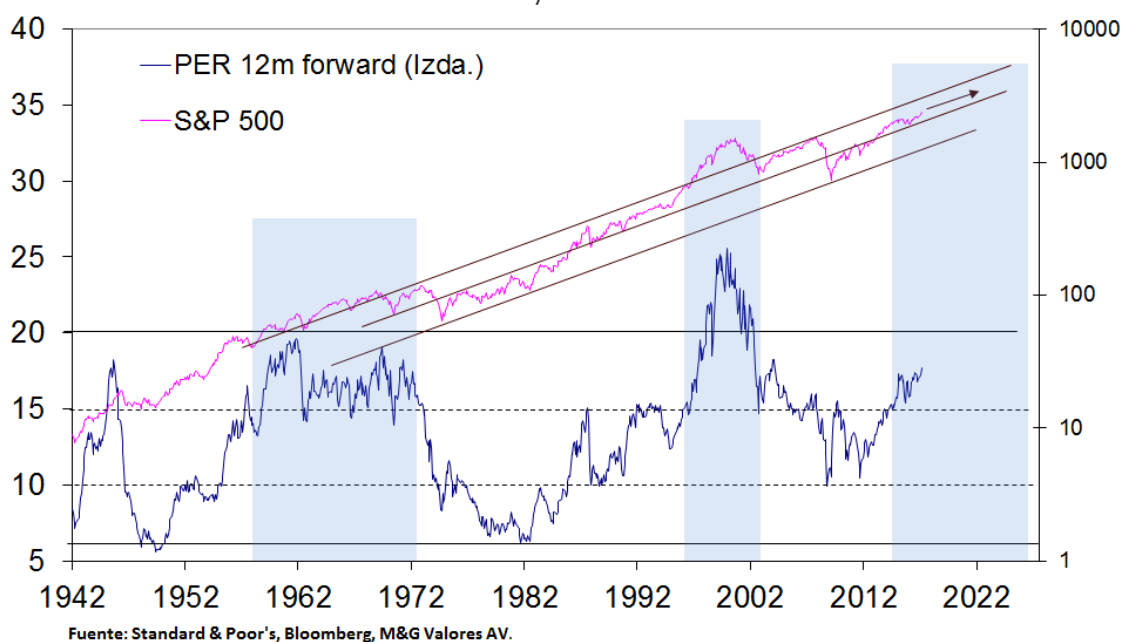


### EEUU:BAI excluyendo beneficios exteriores/ PIB



La combinación de unas valoraciones relativamente elevadas y un crecimiento de los beneficios en los próximos años algo inferiores a la media apuntarían a que la rentabilidad de las acciones a largo plazo debería ser inferior a la media histórica del 6,5% anual real. En todo caso, el ciclo podría prolongarse varios años todavía.

S&P 500 vs P/E 12 m forward



S&P 500Real BPA 12 m Forward





Desde enero el mercado ha girado de nuevo hacia los valores de crecimiento y defensivos en detrimento de los cíclicos. En EEUU el liderazgo del sector tecnológico es absoluto e incluso algo preocupante ya que la mayor parte de la subida del S&P 500 se explica por la aportación de los grandes de la tecnología.



## ANALISIS TECNICO

Con los índices europeos lanzados en busca de sus máximos de 2015 de momento el único problema es que pueda haber alguna corrección de corto plazo que de momento veríamos como algo pasajero.





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