

INDICES BOLSA			RENTABILIDAD BONOS		FUTUROS BOLSA		
	Ultimo	%		Ultimo (%)		Ultimo	%
Ibex 35	8.663	-0,01	USA 10y	1,73	Eurostoxx 50	2.892	-0,34
Ibex Mid Cap	8.697	0,33	GER 10y	0,14	Dax	9.822	-0,40
Ibex Small Cap	4.476	0,03	ESP 10y	1,62	S&P 500	2.052	-0,34
Dow Jones	17.721	0,05	ESP-GER 10y	1,48	Dow Jones	#N/A N/A	#N/A N/A
S&P 500	2.064	-0,02	USA 2y	0,75	DIVISAS		
Nasdaq 100	4.343	-0,42	GER 2y	-0,51	EUR/\$	1,1352	-0,30
Dax	9.862	-1,13	ESP 2y	-0,06	EUR/Yen	123,25	0,66
Cac 40	4.293	-0,54	ESP-GER 2y	0,45	Dólar/Yen	108,58	0,41
Milan FTE	17.651	-0,26			MATERIAS PRIMAS		
Nikkei	16.412	-1,41			Gold	1275,1	-0,34
Shangahi Comp.	2.833	-0,08			Silver	17,145	-1,24
Bovespa Brasil	53.241	0,90			Oil W.Texas	46,16	1,02

COMENTARIO DE MERCADO

Un mercado sin dirección. La fuerte recuperación de las bolsas desde mediados de febrero se ha interrumpido en las últimas semanas en las que hemos entrado en un mercado volátil y sin una clara tendencia de fondo. Aparentemente la fase correctiva que se inició en la primavera de 2015 ha tocado fondo, pero todavía no podemos hablar de una nueva tendencia alcista. Nos encontramos en una fase sin tendencia definida que esperamos deje paso más adelante a una recuperación más sostenida pero que de momento nos mantiene en la incertidumbre sobre la tendencia de fondo del mercado. Es probable que este período se prolongue algunos meses todavía en los que podemos seguir alternando caídas con recuperaciones con una volatilidad elevada.

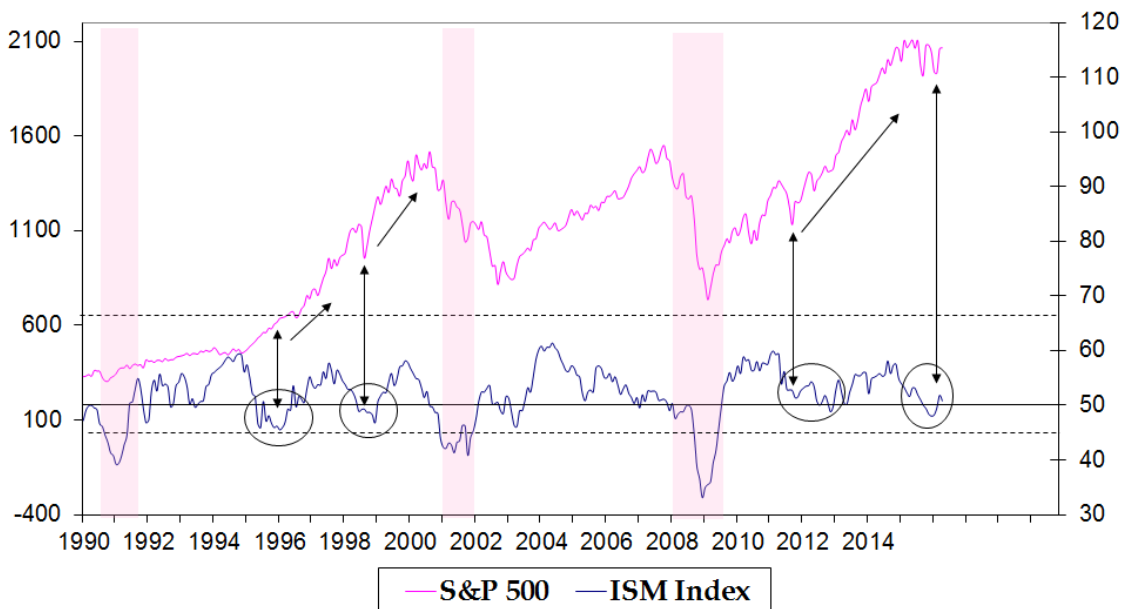
Una economía resistente pese a todo. La fase correctiva de la bolsa desde mediados de 2015 ha ido en paralelo a la gran crisis del petróleo y otras materias primas. El argumento económico que ha justificado la caída de los mercados es que la crisis del petróleo iba a provocar una severa desaceleración de la economía global. La recesión/desaceleración de muchas economías emergentes, directamente influida por la caída de las materias primas, iba a acabar trasladándose a las economías desarrolladas provocando una nueva recesión global. Lo cierto, sin embargo, es que ese escenario no se ha concretado. La economía norteamericana ha sufrido algo de la crisis del petróleo, pero casi exclusivamente en los sectores directamente relacionados con la actividad minero-energética. La economía europea ha mantenido un ritmo de crecimiento muy estable sin que se aprecie impacto alguno por el peso de esta actividad en su economía. En este caso el efecto negativo viene por la vía de una inflación muy baja que está dificultando el proceso de desapalancamiento. El hecho de que los precios del petróleo hayan rebotado con fuerza recientemente, debería servir para ahuyentar los temores a una recesión global e incluso favorecer una revisión al alza del crecimiento en próximos trimestres.

¿Recesión de beneficios? Es en los beneficios empresariales donde más se ha notado la crisis de las materias primas y donde existen más dudas respecto a su evolución futura. Los resultados del primer trimestre muestran caídas del 9% en EEUU, 19% en Asia-Pacífico y del 24% en Europa. Pero estos resultados son consecuencia de las condiciones existentes en meses anteriores y es razonable asumir que en próximos trimestres vamos a asistir a una gradual mejoría. Esta es la principal incertidumbre que el mercado tiene que afrontar para salir definitivamente del proceso correctivo en que lleva atrapado desde hace un año.

El sector manufacturero en EEUU ha acusado la crisis del petróleo. Indicadores como el ISM (un índice de gestores de compras del sector manufacturero) o la propia producción industrial han detectado una desaceleración de la actividad en el último año. Esta desaceleración ha estado muy centrada en el sector industrial y se explica en buena medida por la crisis del petróleo. La actividad en el sector minero-energético ha sufrido una fuerte contracción de la actividad por la caída de los precios del crudo, pero fuera de este sector no se aprecia un impacto significativo. Es decir, no estamos ante una desaceleración general de la economía sino ante la crisis de un sector concreto que por su importancia afecta a los indicadores del conjunto de la economía. En el caso del ISM podemos apreciar en el gráfico siguiente como durante una fase expansiva se pueden producir períodos de desaceleración que no implican que vaya a haber una recesión. Normalmente esas fases generan correcciones en la bolsa que no suponen el fin del mercado alcista. En el ciclo alcista desde 2009 hemos pasado dos fases así. La primera en 2011 coincidiendo con el estallido de la crisis del euro que dio lugar a una corrección intensa aunque no muy prolongada (en EEUU). Y la segunda la que estamos atravesando ahora (posiblemente finalizando) derivada de la crisis de materias primas/emergentes. Se pueden ver por tanto como dos crisis derivadas de la Gran Recesión. Tanto en los países periféricos europeos como en los Emergentes concurrían circunstancias especiales en forma de grandes desequilibrios acumulados durante la fase de crecimiento anterior. Los periféricos europeos han hecho ya el ajuste y ahora están creciendo a un buen ritmo. Los emergentes están en ello y la recuperación de las materias primas puede ser un primer indicio de que el final del ajuste está cerca. Queda la eterna duda de China: ¿su fase de desaceleración está siendo el ajuste, o sigue en una huida hacia adelante que nos llevará a un nuevo episodio de turbulencias en algún momento?

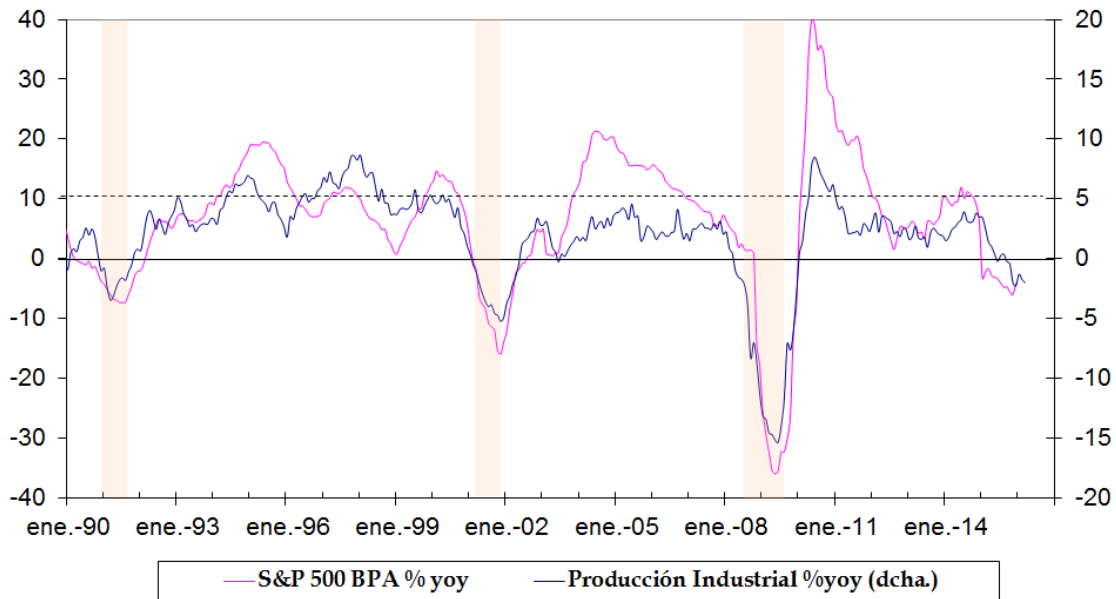
El índice ISM señala una fase de desaceleración, no una recesión.

ISM vs S&P 500 1990-2016



La producción industrial y los beneficios empresariales en tasas interanuales negativas. Desde 1990 esto sólo ha sucedido durante las recesiones (zonas sombreadas) pero en este caso se explica por la contracción del sector minero-energético.

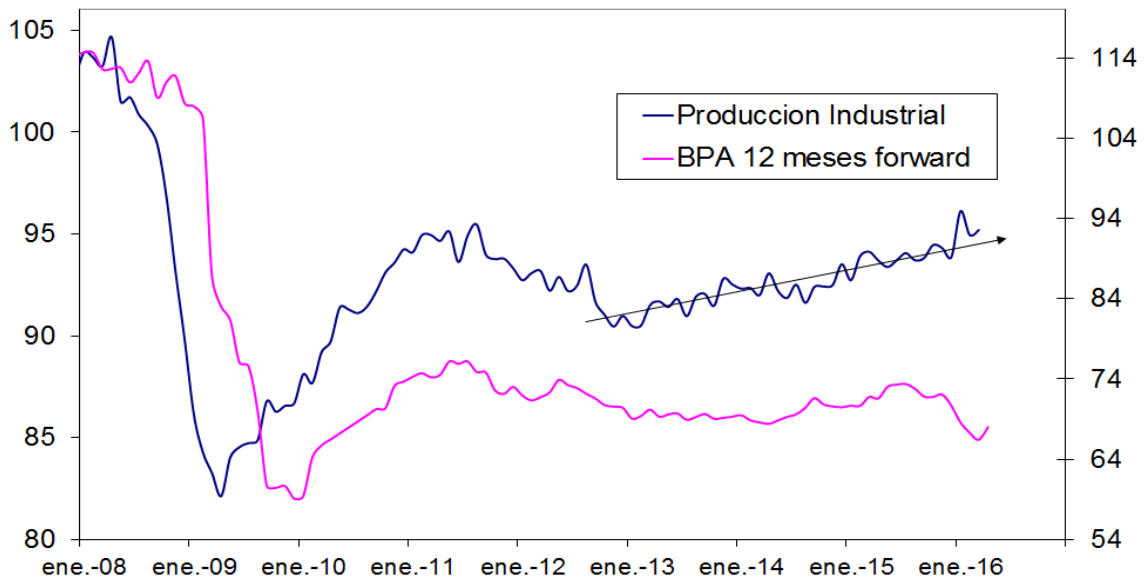
EEUU: Producción Industrial vs Beneficios en % interanual



En Europa el impacto de la crisis del petróleo en el sector industrial ha sido más suave e inapreciable en el conjunto de la economía. Un repaso de diversos indicadores económicos europeos muestra que la crisis del petróleo apenas ha dejado rastro en la economía europea que mantiene su ritmo de crecimiento suave pero estable. La caída de los beneficios de las empresas se explica fundamentalmente por factores ajenos a la actividad económica europea y se ha centrado en sectores industriales y energéticos expuestos a los precios de las materias primas así como en el sector bancario que sigue con su particular problemática a cuestas. El impacto más visible de la crisis de materias primas en Europa se encuentra en el escenario de inflación que ha acubado por alimentar unas expectativas de inflación a largo plazo muy por debajo del objetivo del BCE. Esta inflación baja se autoalimenta con el crecimiento relativamente débil y sigue siendo un freno importante para que Europa complete su proceso de desapalancamiento y entre en un crecimiento un poco más vigoroso. Un escenario de crecimiento moderado, estabilidad macroeconómica y recuperación de los beneficios una vez la crisis de materias primas queda atrás debería ser compatible con un escenario suavemente alcista en las bolsas europeas. Sólo hace falta que los inversores confíen en que el riesgo de recesión/desaceleración global por la crisis de emergentes queda atrás definitivamente lo que puede necesitar algunos meses todavía.

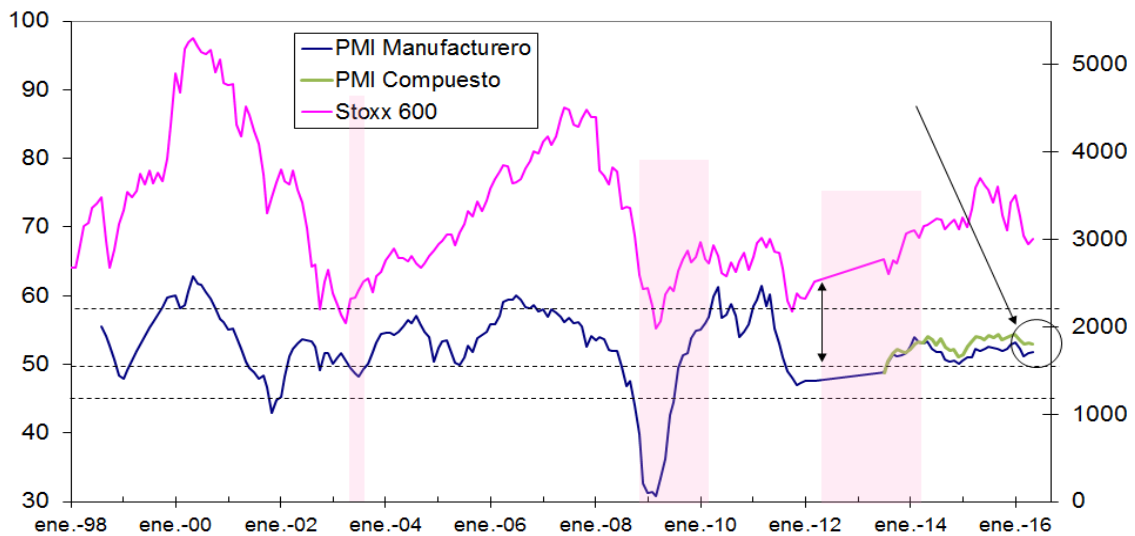
La caída reciente de los beneficios no está causada por una contracción de la actividad en Europa y es previsible que se recupere en próximos trimestres.

Eurozona: Producción Industrial vs Beneficios empresas.



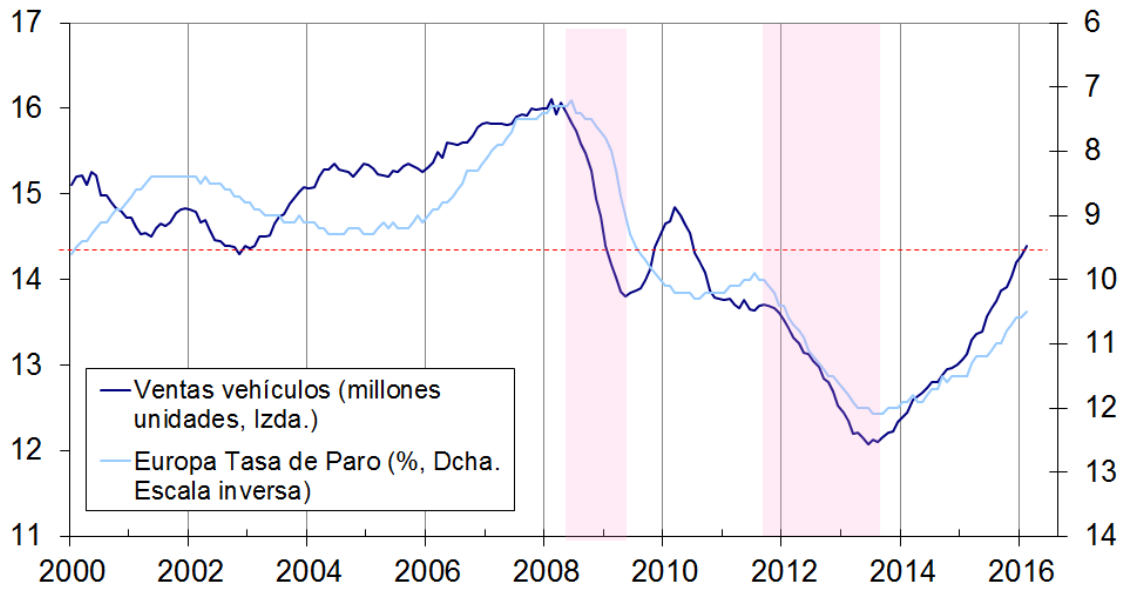
Crecimiento modesto pero muy estable no era compatible con la explosión alcista de la bolsa europea en los primeros meses de 2015. Una vez corregido esos excesos, un suave comportamiento alcista es lo que cabe esperar en el futuro.

Indice PMI vs Stoxx 600



El empleo crece de forma suave pero sostenida, las ventas de automóviles crecen en abril por vigésimo quinto mes consecutivo no hay indicios de desaceleración en Europa.

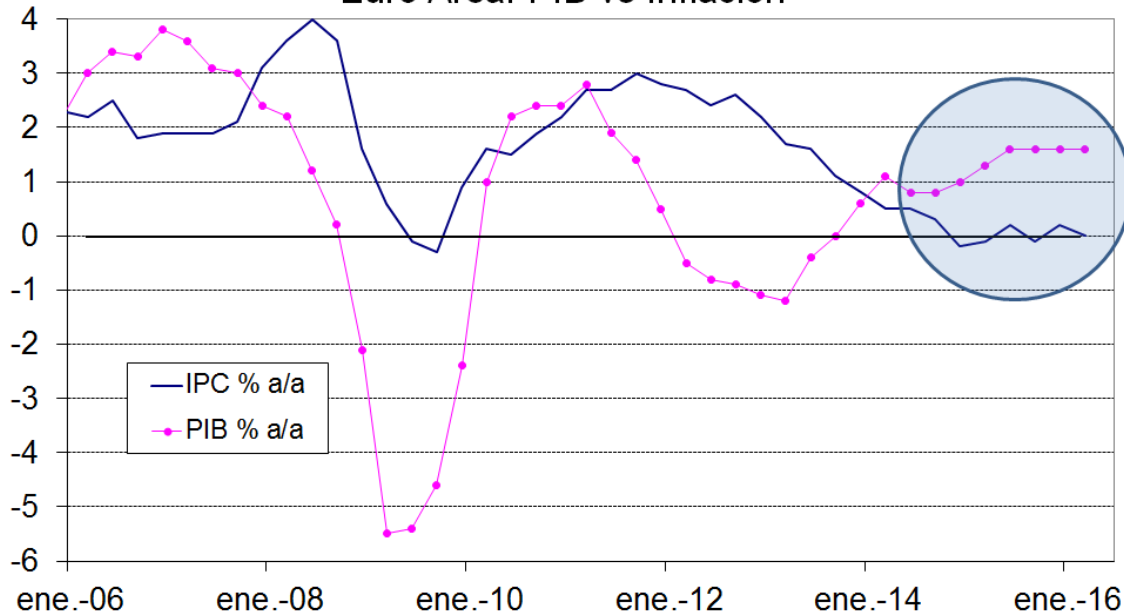
Europa: Ventas Autos vs Tasa de Paro



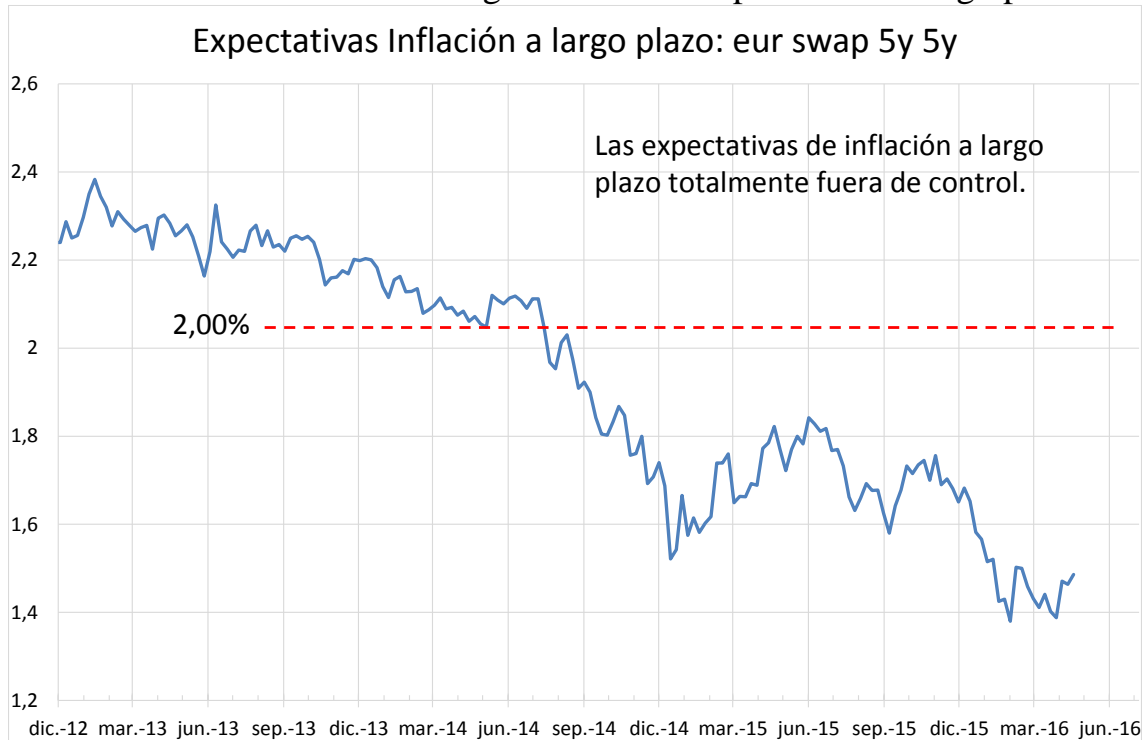
Fuente: Bloomberg, MG Valores AV.

La inflación cero es una amenaza a la recuperación de la economía en Europa

Euro Area: PIB vs Inflación

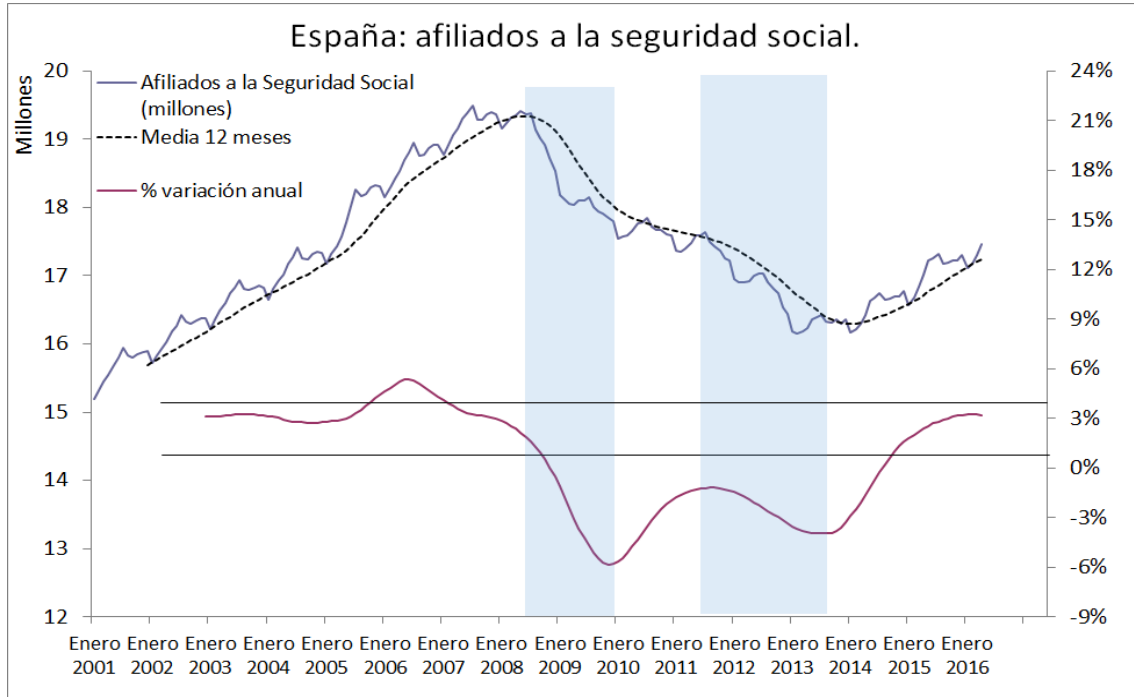


Y de momento el BCE no consigue elevar las expectativas a largo plazo.



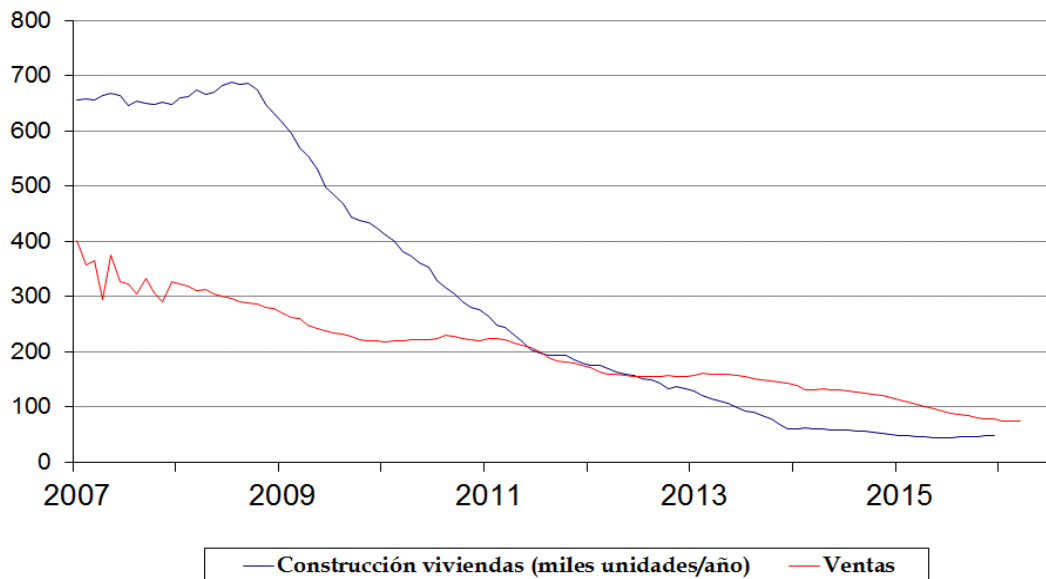
La economía española ha entrado en la senda del crecimiento sostenible que debería prolongarse en los próximos años. Tras el fuerte ajuste que ha tenido que pasar para resolver los desequilibrios acumulados con la burbuja inmobiliaria la economía española entró a mediados de 2013 en una fase de crecimiento sostenible. Tras crecer por encima del 3% en 2015 las previsiones apuntan a un crecimiento más moderado, aunque en todo caso notable, en 2016 y 2017 en que se situaría en el 2,7% y 2,6% respectivamente. Los datos del primer trimestre y lo que llevamos del segundo parecen apuntar a que esas previsiones se pueden superar y acercarse más al 3%. Es destacable además que este crecimiento se está consiguiendo sin el tradicional motor del crecimiento cíclico en España que es el sector construcción. La construcción de viviendas ha tocado fondo en unas 50.000 viviendas anuales terminadas (frente a las 400.000-700.000 anuales en los años de la burbuja) pero de momento no se observa una reactivación. La causa es que las ventas de viviendas nuevas no han empezado a crecer todavía y sólo la vivienda usada observa un inicio de recuperación en los últimos meses. El proceso de recuperación de los precios que se ha iniciado ya desde hace dos años debería favorecer una futura reactivación de este sector a niveles más normales lo que deja un margen potencial de crecimiento para una fase más avanzada del ciclo.

El proceso de creación de empleo es sólido y parece estabilizarse en el entorno del 3% anual.



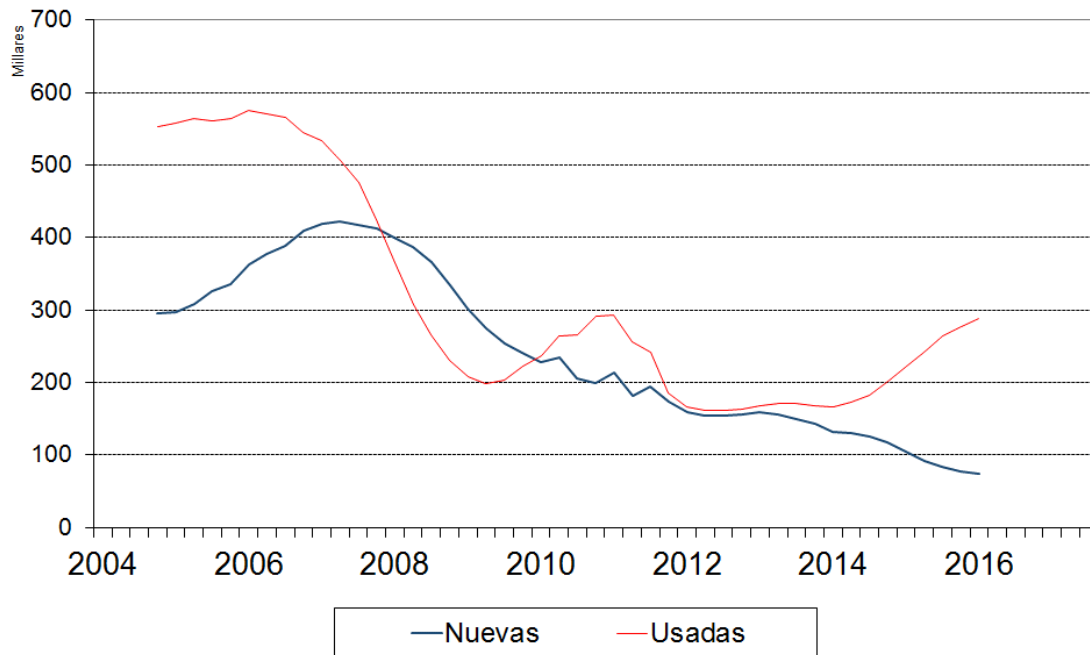
La construcción de vivienda se estabiliza en niveles extremadamente deprimidos que tenderán a recuperarse en el futuro desde las 50.000/año hacia las 200.000/250.000 ale menos.

España: viviendas terminadas 2007-2016



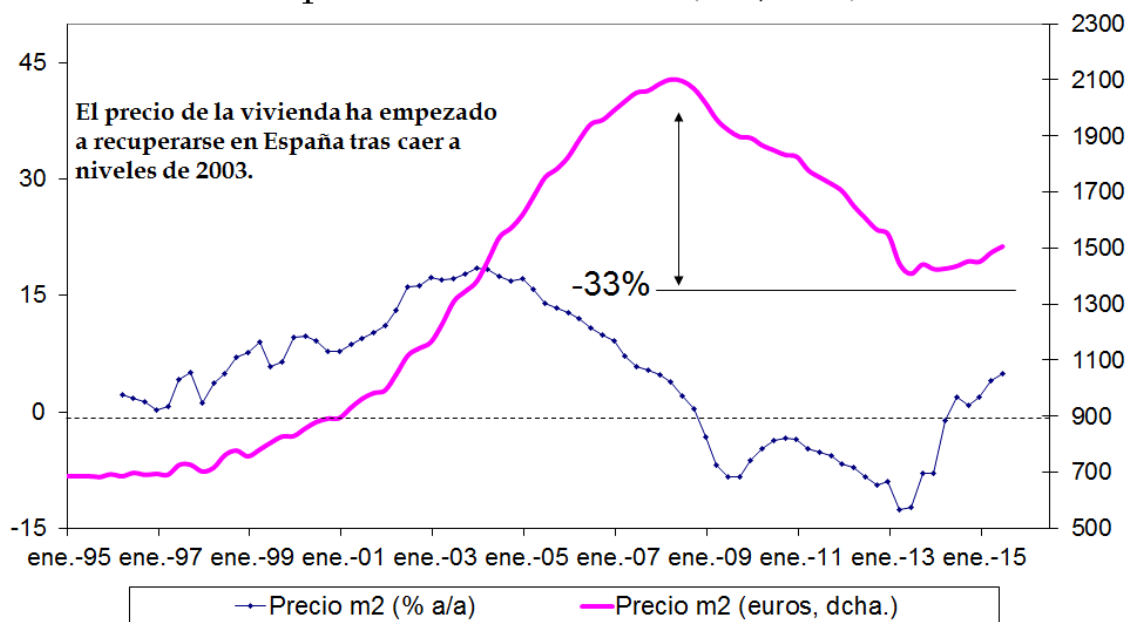
La venta de vivienda nueva todavía no mejora

España: Venta de viviendas (miles / año)



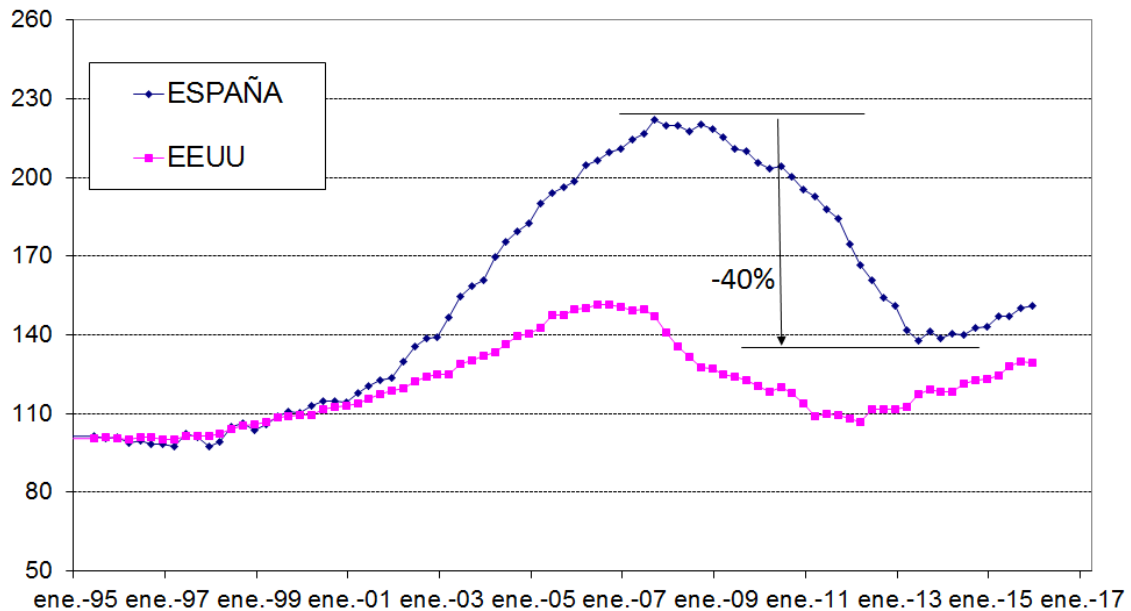
Pero la recuperación de los precios tras caer un 33% es un incentivo para que lo haga en el futuro.

España: Precio vivienda (eur/ m2)



En términos reales (descontada inflación), la caída ha sido del 40%.

Precio de la vivienda (real): ESPAÑA vs EEUU

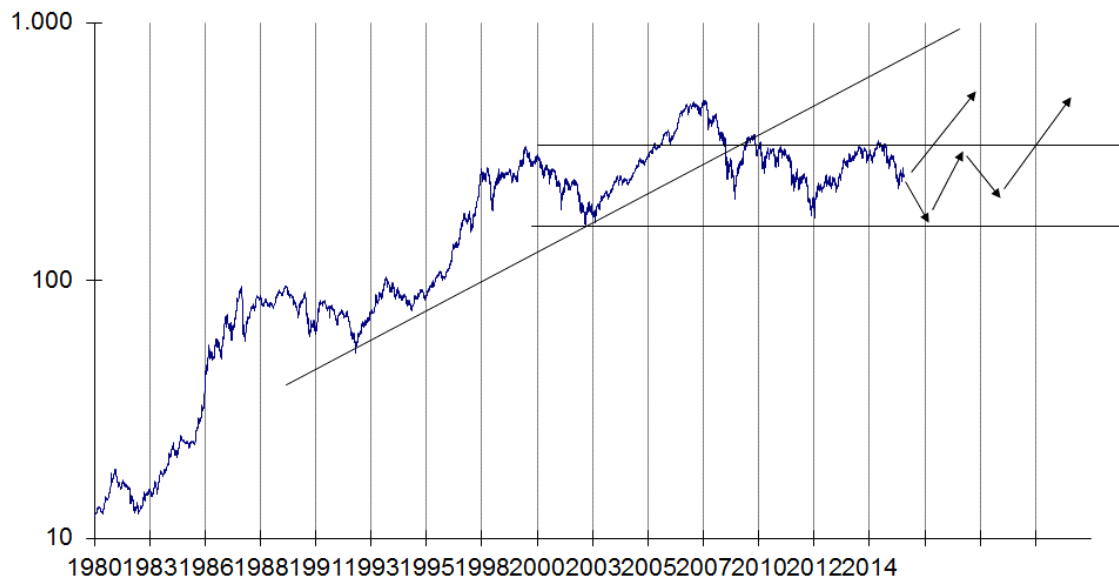


Análisis Técnico

La tendencia de largo plazo en la bolsa española todavía puede considerarse en fase correctiva desde los máximos de 2007. Este proceso sería una corrección al gran mercado alcista que se desarrolló desde 1982 hasta 2007. La superación de los máximos del año pasado (Ibex 11.850) sería la confirmación muy probable de que ese gran proceso correctivo ha finalizado y que en consecuencia vamos a volver hacia los máximos históricos y más allá. De momento, mientras esa ruptura no se produzca no se puede descartar un escenario alternativo de continuidad de la gran fase correctiva en un gran movimiento lateral en la banda 6.000-12.000 aprox. en el caso del Ibex. No es el escenario que consideramos más probable pero habría que tenerlo en consideración si se perdieran de forma generalizada los mínimos de febrero en los índices europeos y norteamericanos.

La bolsa española: entre la confirmación de un nuevo ciclo alcista o la continuidad de la gran fase lateral/bajista de los últimos años.

INDICE GENERAL MADRID 1980-2016



Si nos centramos ahora en el corto medio plazo el escenario que venimos sosteniendo es que en 2012 finalizó la fase correctiva de largo plazo de la bolsa española y desde entonces hemos iniciado un proceso alcista de largo plazo aunque la confirmación definitiva de este escenario sólo llegará al superar los máximos de 2015 (Ibex 11.850). Según este escenario la corrección de los últimos meses habría hecho suelo en los mínimos de febrero o estaría en proceso de hacerlo. Es decir, es fundamental que esos mínimos no sean rotos de forma generalizada en EEUU y Europa porque eso nos situaría ante una fase bajista importante en todos los índices.

Mientras eso no suceda, asumimos que estamos en una fase de transición hacia un nuevo proceso alcista que se manifestará en algún momento en los próximos meses. De momento es probable que el mercado se mantenga algunos meses en un tono de indefinición por debajo de los máximos marcados recientemente (Ibex 9.360) hasta que su superación nos anuncie al menos una subida hacia la zona crítica del 11.850 en próximos meses.

Una vez eliminado (en nuestra opinión) el riesgo de una recesión global por la crisis de materias primas, creemos que las bolsas deberían haber hecho suelo y están en condiciones de retomar la senda alcista más adelante. Antes es probable que necesiten consolidar un tiempo para acabar de confiar en un escenario de crecimiento en los próximos años.



Departamento de Análisis.

Nicolás López

Director.

91.347.06.17

Email: mganalisis@mgvalores.com

Blog: www.mgvalores.com

Twitter: @nicolas_lopezm