

INDICES BOLSA			RENTABILIDAD BONOS		FUTUROS BOLSA		
	Ultimo	%		Ultimo (%)		Ultimo	%
Ibex 35	8.770	-0,70	USA 10y	1,68	Eurostoxx 50	2.985	-0,10
Ibex Mid Cap	8.796	-0,42	GER 10y	0,03	Dax	10.070	-0,17
Ibex Small Cap	4.542	-0,62	ESP 10y	1,41	S&P 500	2.114	-0,18
Dow Jones	17.985	-0,11	ESP-GER 10y	1,38	Dow Jones	#N/A	N/A
S&P 500	2.115	-0,17	USA 2y	0,77	DIVISAS		
Nasdaq 100	4.513	-0,18	GER 2y	-0,55	EUR/\$	1,1301	-0,16
Dax	10.089	-1,25	ESP 2y	-0,11	EUR/Yen	120,95	-0,26
Cac 40	4.406	-0,97	ESP-GER 2y	0,44	Dólar/Yen	107,02	0,07
Milan FTE	17.764	-0,81			MATERIAS PRIMAS		
Nikkei	16.596	-0,43			Gold	1265,3	0,83
Shangahi Comp.	2.927	-0,30			Silver	17,27	1,67
Bovespa Brasil	51.118	-0,99			Oil W.Texas	50,22	-1,31

## COMENTARIO DE MERCADO

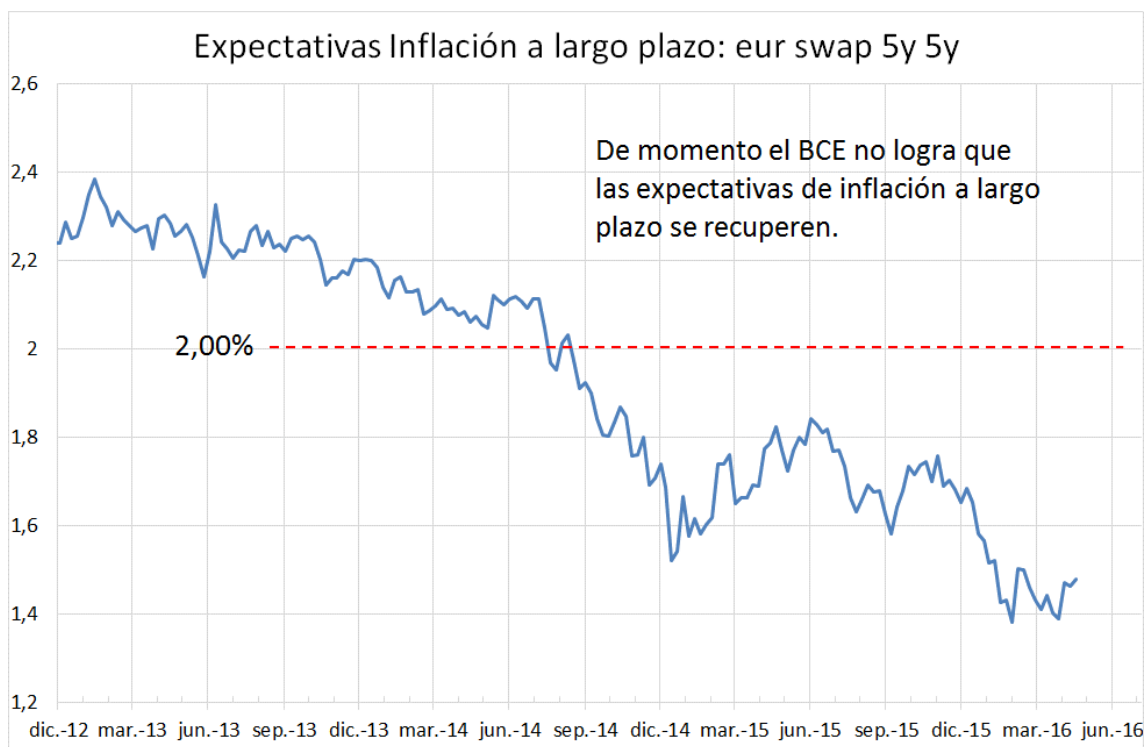
**Incertidumbres ante el referéndum en Reino Unido.** La situación de los mercados se mantiene estacionaria en las últimas semanas con los índices norteamericanos enfrentándose a sus máximos históricos y las bolsas europeas frenadas de nuevo por el sector bancario y las incertidumbres políticas que se derivan del referéndum del Reino Unido. El tema estrella que ha servido de argumento principal para explicar el comportamiento del mercado en los últimos meses, la crisis de materias primas/emergentes, ha quedado atrás definitivamente pero se mantiene un pesimismo de fondo sobre el crecimiento de la economía global en los próximos años. Este pesimismo se acentúa en el caso de Europa por las bajas expectativas de inflación y un cierto fortalecimiento del euro recientemente. En resumen, parecen haber desaparecido los factores que podían justificar una importante caída de las bolsas, pero falta confianza en un escenario de crecimiento de los beneficios que apoye una tendencia alcista sostenida.

**Desaceleración de la creación de empleo en EEUU.** Quizás la novedad más importante en el plano macroeconómico ha sido el flojo dato de creación de empleo en EEUU en los meses de abril y mayo. La consecuencia más inmediata es que las expectativas de una subida de tipos en junio se han desvanecido y es probable que la Fed espere hasta después del verano para observar la evolución de la economía antes de una nueva subida. La reacción más significativa en los mercados ha sido el debilitamiento del dólar que a su vez se ha traducido en un peor comportamiento relativo de la bolsa europea en los últimos días. El dato además podría alimentar el pesimismo sobre el crecimiento de la economía norteamericana y volver a poner sobre la mesa la posibilidad de un escenario “fin de ciclo” en los próximos meses que podría favorecer una nueva corrección en los mercados.

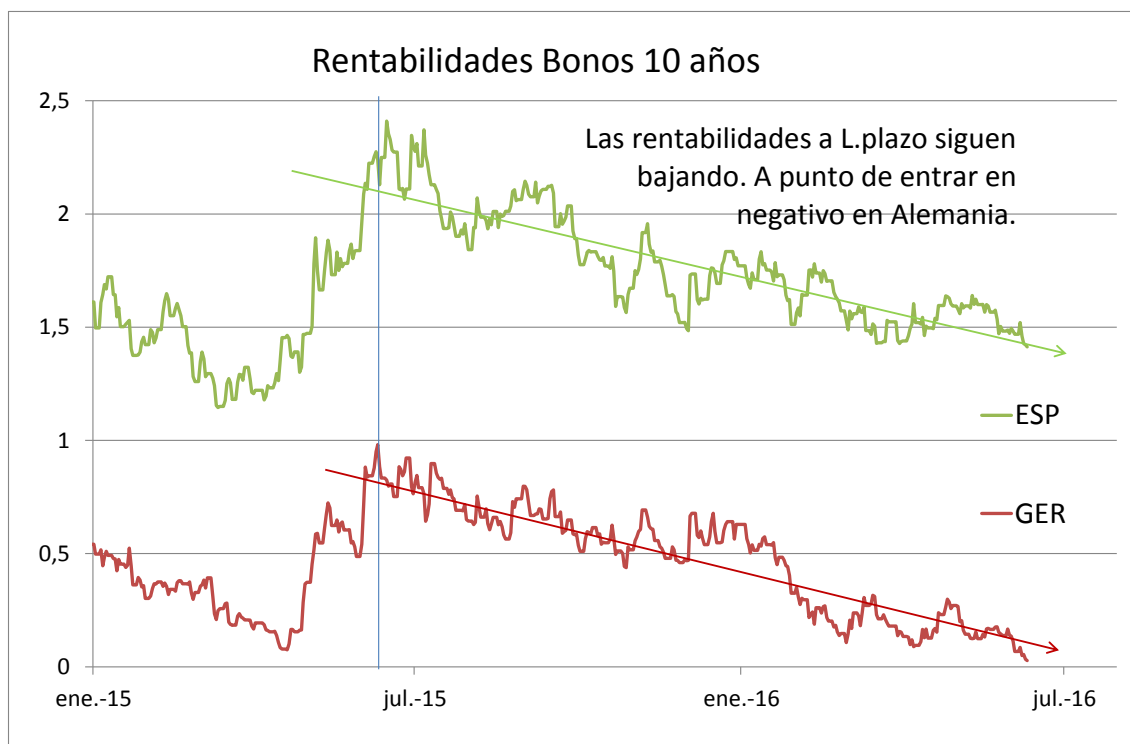
**Las incertidumbres políticas en Europa.** La cuestión de Grecia ha dejado de afectar a los mercados desde la aprobación del último rescate el verano pasado. Pero la cuestión de fondo sobre las tensiones políticas del proceso de integración europea sigue presente y se manifiesta ahora en el referéndum británico sobre la salida del Reino Unido de la UE. Las encuestas sobre el resultado del referéndum son bastante confusas. Hasta hace poco parecían dar una clara ventaja a los partidarios de mantenerse en la UE pero hay resultados dispares de unas encuestas a otras y en conjunto parecen reflejar un resultado muy reñido. Los mercados se mantienen con la lógica prudencia a medida que nos acercamos al 23 de junio pero no parecen conceder una gran probabilidad a un resultado negativo pues en ese caso tendrían que estar produciéndose

severas turbulencias. En todo caso no cabe duda de que la indefinición en el modelo europeo y el creciente apoyo que reciben los grupos anti-europeos en muchos países es un factor negativo para las bolsas europeas aunque sea difícil de cuantificar.

**Draghi y el objetivo de inflación.** En un reciente discurso Mario Draghi ha ofrecido algunas reflexiones sobre la dificultad para alcanzar el objetivo de inflación del 2% relacionándolo con el “alineamiento de la política monetaria con el resto de políticas económicas”. Draghi considera que la inflación es en última instancia un fenómeno monetario por lo que un banco central comprometido siempre podrá cumplir su mandato, y esto es así independientemente de la posición de otras políticas macroeconómicas. Sin embargo, estas políticas afectan a la política monetaria y pueden contrarrestar o suavizar su efecto haciendo más complicado alcanzar sus objetivos. Pueden ralentizar o acelerar la vuelta a la estabilidad de precios (entendida como el objetivo de inflación del 2%), y pueden determinar si esa estabilidad viene acompañada de prosperidad. La visión de Draghi es que han existido factores importantes que han reducido la efectividad de la política monetaria como unas políticas fiscales restrictivas –obligadas por los elevados déficits–, o el proceso de saneamiento, recapitalización y desapalancamiento bancario. Actualmente la política fiscal ya es ligeramente expansiva en Europa y el saneamiento de los balances bancarios ha avanzado bastante aunque todavía no se ha completado. Los principales factores que están ahora limitando la eficacia de la política monetaria para Draghi son: la lentitud de las reformas estructurales en muchos países europeos, el retraso en la reforma de la UE y la gobernanza de la eurozona (instituciones económicas comunes: mercado único, Tesoro europeo, unión bancaria ...). Eliminar estas incertidumbres que afectan a la confianza para tomar decisiones de inversión a largo plazo es fundamental para la prosperidad y la estabilidad financiera en Europa.

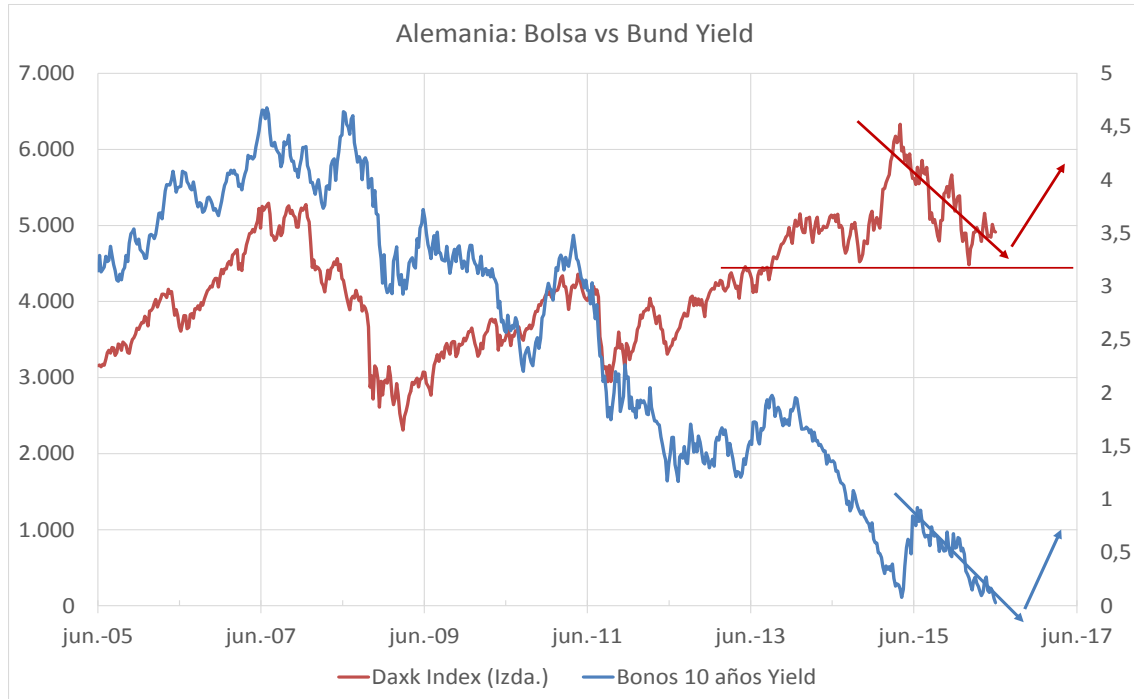


**Las críticas a la política del BCE.** No faltan opiniones críticas respecto a la política de tipos de interés cero que está siguiendo el BCE por los efectos secundarios que tiene sobre la economía. Sin duda la estabilidad financiera es positiva y los tipos de interés muy bajos están ayudando a los gobiernos y al sector privado a rebajar el coste de su deuda. Sin embargo los tipos tan bajos también tienen consecuencias negativas, entre ellas que permite que los gobiernos no acometan las necesarias reformas estructurales porque pueden financiar sus déficits a tipos muy bajos. Una mayor presión de los mercados obligaría a los gobiernos a asumir el coste político que implican las reformas. Y es que, una cosa es intervenir en los mercados para evitar el colapso que se estaba produciendo en 2011-12 por las dudas sobre la supervivencia del euro, y otra mantener indefinidamente un programa de compra de bonos que impone rentabilidades negativas en muchos países y muy bajas incluso en aquellos que mantienen déficits abultados. El riesgo es que para mantener a toda costa la estabilidad a corto plazo, se esté dañando el proyecto europeo a largo plazo al evitar los ajustes y reformas que los estados, empresas y familias necesitan llevar a cabo para mejorar las expectativas de crecimiento a largo plazo.



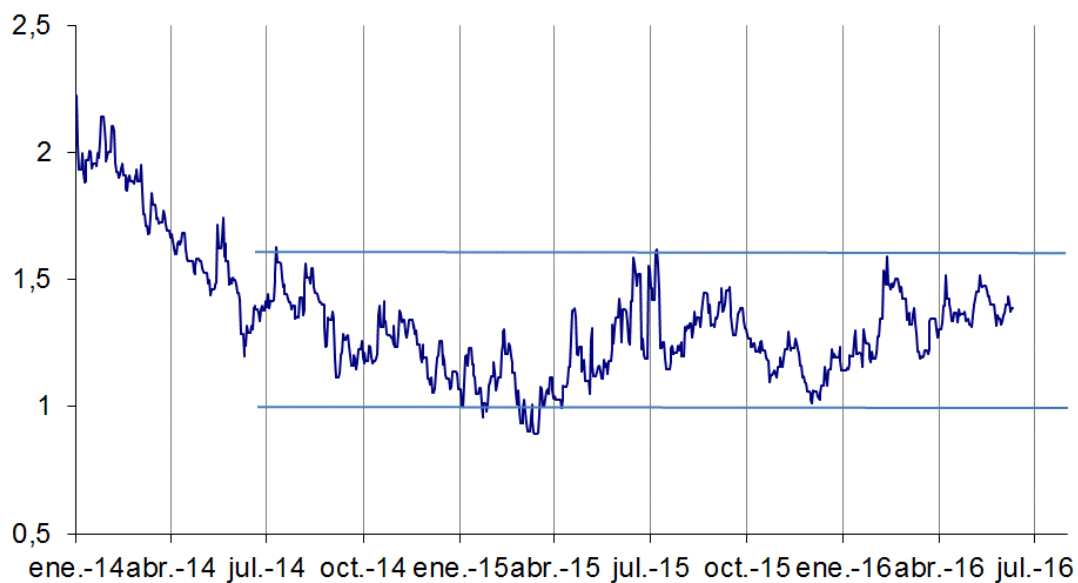
**Continúa el proceso de caída de las rentabilidades de los bonos: el 10 años en Alemania a punto de entrar en negativo.** La caída de las rentabilidades a largo plazo, particularmente en Europa, continúa pese al fuerte rebote de los precios del petróleo –que debería haber elevado las expectativas de inflación-. Es uno de los síntomas de falta de confianza en la economía europea que no acaba de encajar con el escenario macro de recuperación que estamos viviendo. Tal vez el referéndum del Reino Unido esté provocando un movimiento defensivo hacia activos refugio en las últimas semanas, y si fuera así esperaríamos un rebote significativo de las rentabilidades –también de las bolsas- tras el referéndum.

Caídas de las rentabilidades de los bonos y de la bolsa están muy correlacionados en los últimos meses. Ambos deberían recuperarse a la vez.



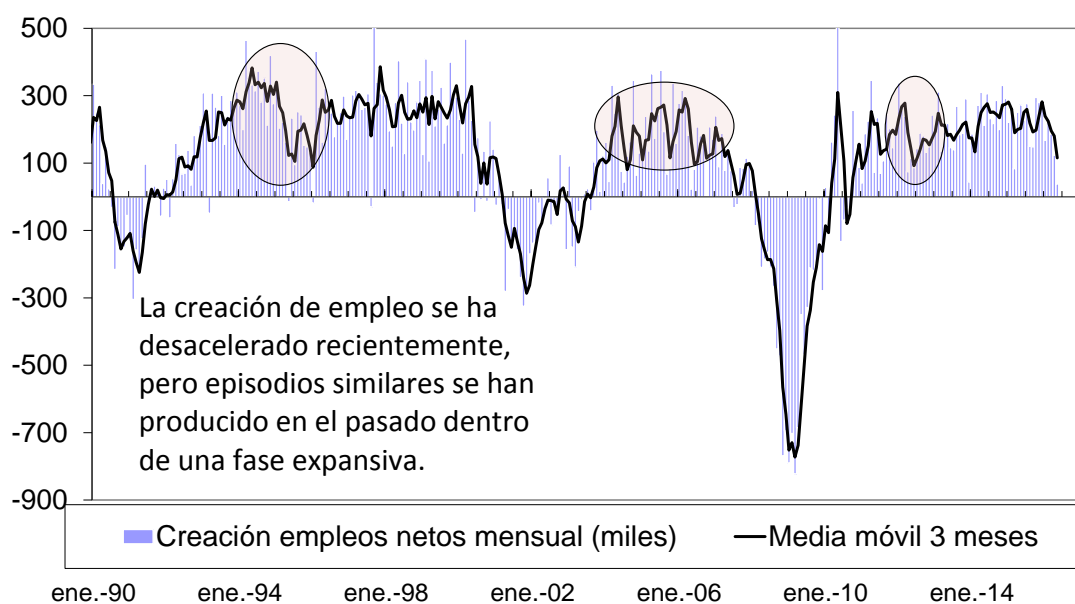
El QE del BCE se ha traducido en una gran estabilidad de las primas de riesgo en Europa.

### ESP-GER 10 yr Bond Yield Spread



**Desaceleración de la creación de empleo en EEUU.** La débil creación de empleo en mayo (38k) confirma una pérdida de ritmo en los últimos meses con la media de tres meses cayendo hasta los 100k desde los 200k que venía siendo lo normal en los tres últimos años. Si observamos la evolución histórica de este indicador vemos que episodios de desaceleración como éste han sido relativamente habituales en el pasado sin que hayan supuesto el fin de una fase expansiva. Simplemente forman parte de la volatilidad normal de la creación de empleo. En el actual, ciclo se produjo un episodio similar en 2011 y el actual tiene cierta relación con el ajuste del sector energético además de aspectos puramente aleatorios. Obviamente no podemos estar seguros de que esto no sea el inicio de un proceso de deterioro de la economía, pero de momento no vemos indicios en otros indicadores en esa dirección ni la economía norteamericana presenta desequilibrios importantes como para pensar en el fin de la actual fase expansiva. En todo caso el empleo es un indicador coincidente con la economía, lo que quiere decir que no anticipa sino simplemente confirma cómo está la economía. Si entra en terreno negativo –destrucción de empleo- sabremos que la economía ha entrado en recesión.

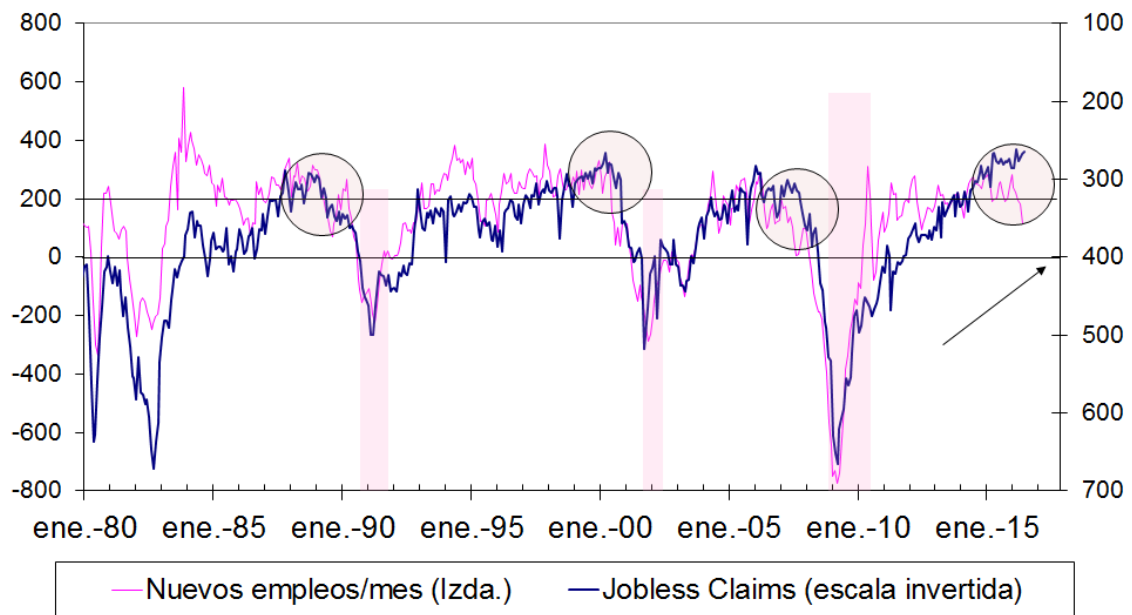
### EEUU: Creación empleos netos mensual (miles)



Cuando la economía está entrando en una dinámica previa a una recesión la reducción en el nivel de creación de empleo neto se produce por un aumento de los despidos en algunos sectores que compensa la creación que todavía se produce en otros. Esto se traduce en que a la vez que el empleo se desacelera empiezan a aumentar las peticiones de subsidio de desempleo como se aprecia en el gráfico siguiente. De momento esto no se está produciendo lo que parece descartar que los flojos datos de empleo recientes se deban a un deterioro significativo de la economía. Otros indicadores adelantados como el Leading Indicator (compendio de 10 indicadores diferentes) o la pendiente de la curva de tipos tampoco están anticipando una recesión aunque si acusan la desaceleración que ha sufrido la economía norteamericana en los primeros meses del año relacionada probablemente con el ajuste del sector minero-energético en todo el mundo.

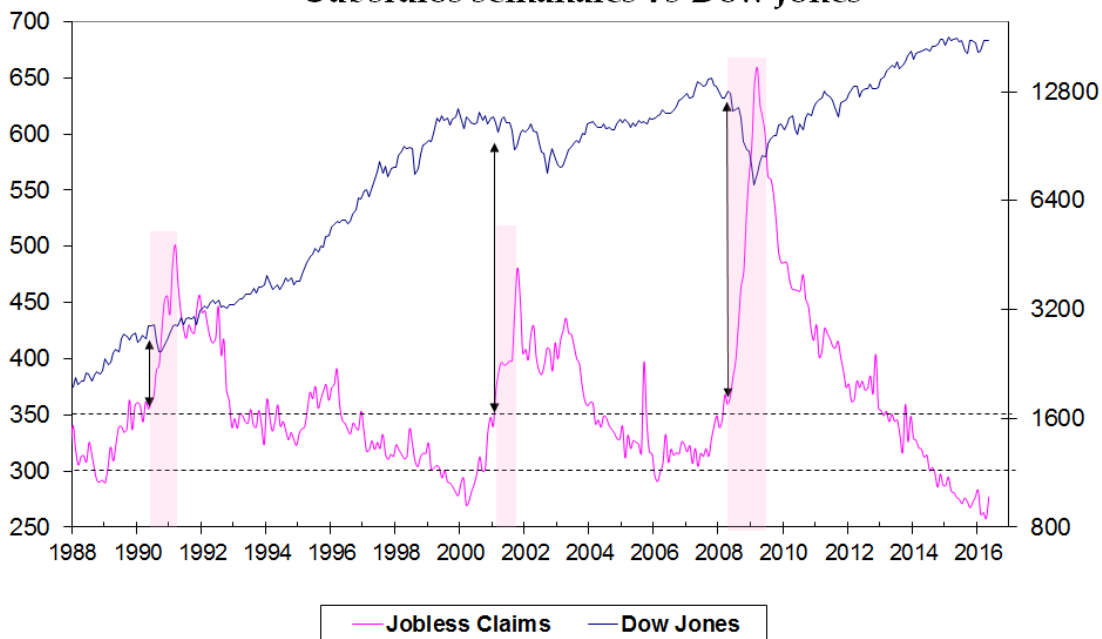
En la antesala de una recesión la caída en el ritmo de creación de empleo ha ido de la mano del aumento (caída en el gráfico) de las peticiones de subsidios por desempleo. De momento esto no está sucediendo ahora.

### US Non Farm Payrolls vs Jobless Claims

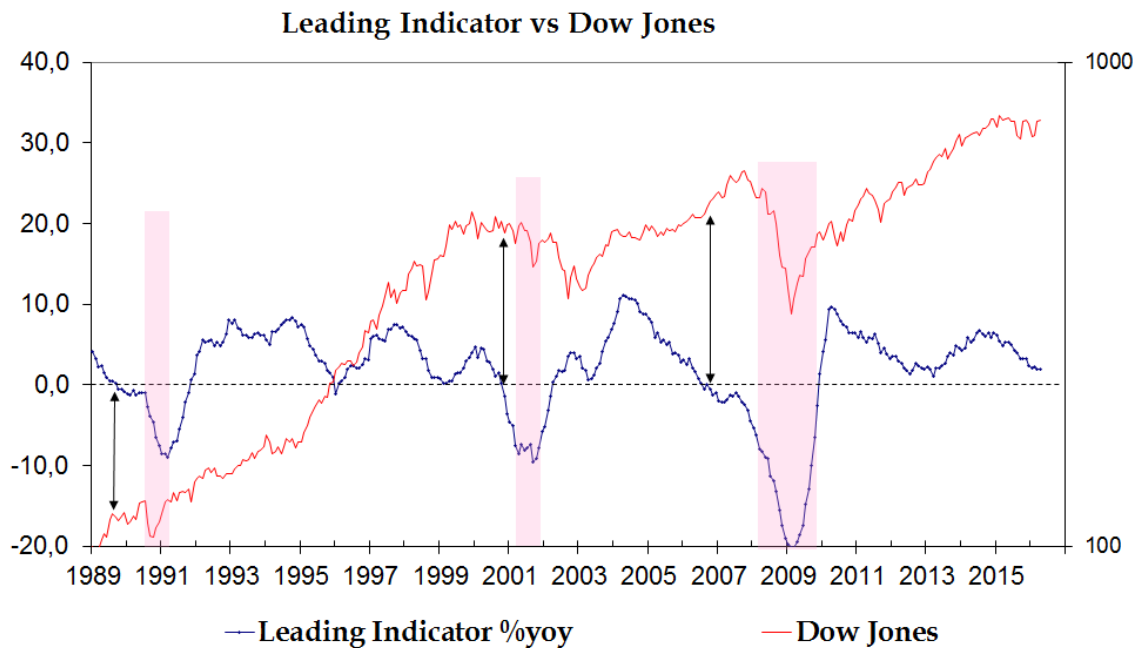


Peticiones de subsidios por desempleo se mantienen muy bajas. Un aumento significativo sería una señal peligrosa para la economía.

### Subsidios semanales vs Dow Jones

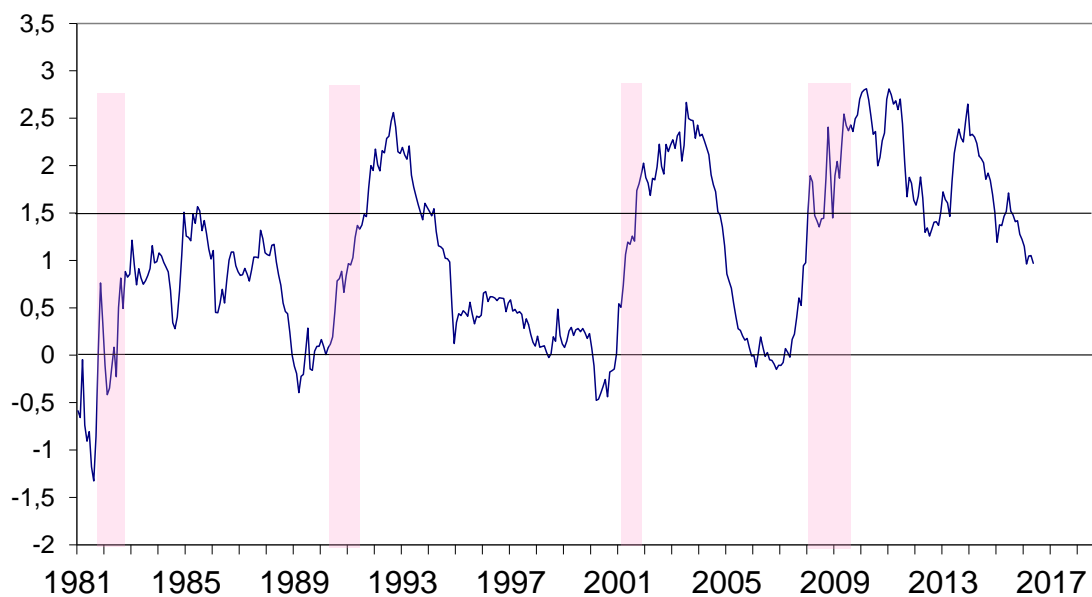


El Leading Indicator muestra una fase de desaceleración dentro de un ciclo de crecimiento. Normalmente entra en negativo al menos un año antes de una recesión.



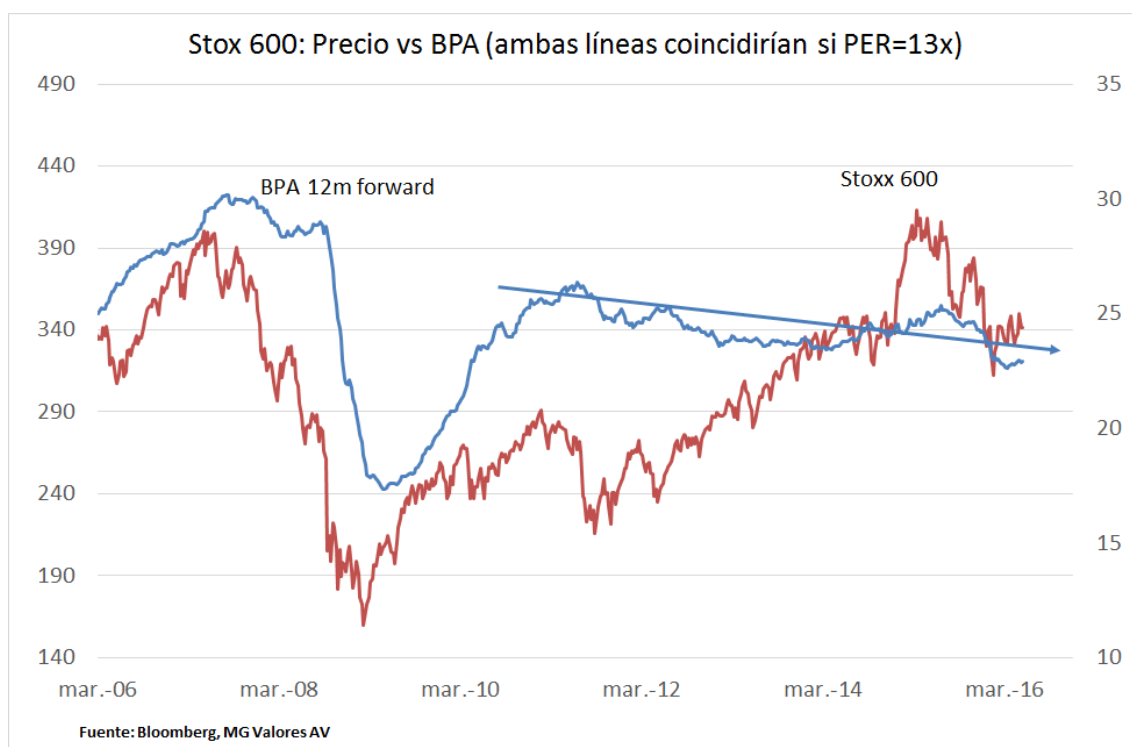
La curva de tipos (10 años – 2 años) se invierte al menos un año antes de una recesión. De momento se mantiene claramente en positivo.

### EEUU: Spread T.Bond 10yr-2yr





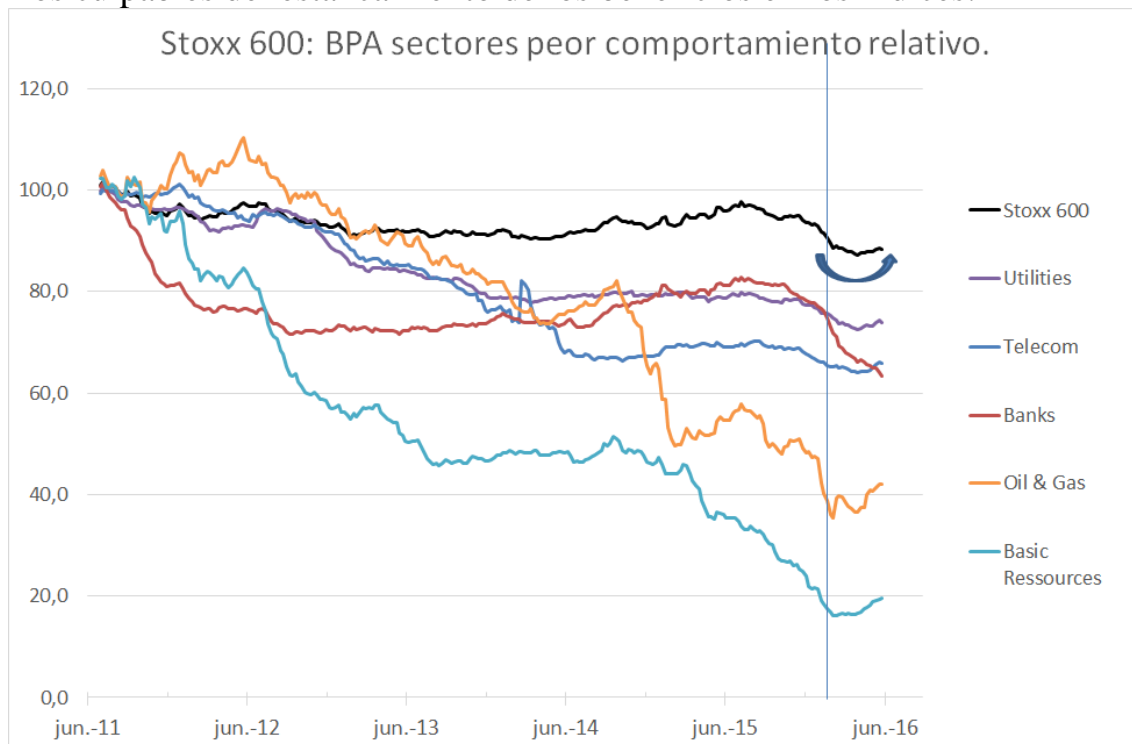
**Los beneficios empresariales en Europa.** Vistos de forma agregada, los BPA de los índices europeos se han estancado desde 2011 con dos fases de cierto retroceso, la primero durante la crisis del euro y la segunda con la crisis del petróleo y materias primas en general. Pese a ello las bolsas europeas mantuvieron un sólido comportamiento alcista hasta mediados de 2015 apoyadas por uno niveles de infravaloración de partida muy acusados. En los últimos meses, sin embargo, las valoraciones ya eran más exigentes y la ausencia de crecimiento de los beneficios ha impuesto una fase correctiva. Para esperar una reanudación del ciclo alcista, se hace imprescindible que los beneficios de las empresas crezcan en los próximos años.



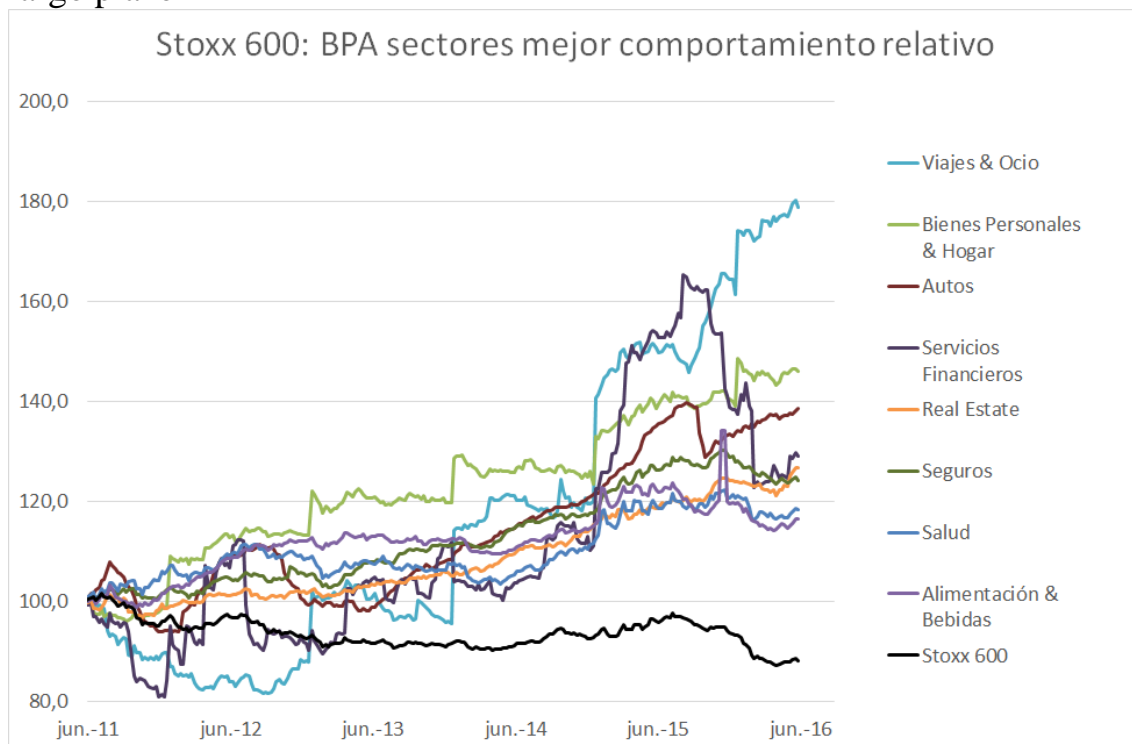
**Los beneficios por sectores.** Si analizamos la evolución de los beneficios desde 2011 en los diferentes sectores del índice Stoxx 600, podemos dividirlos en tres grandes grupos según su comportamiento haya sido peor, igual o mejor que el índice. Los que nos encontramos es que el estancamiento de los beneficios de la bolsa europea se debe exclusivamente a cinco sectores: Recursos básicos, Petróleo & Gas, Utilities, Bancos y Telecoms. Los tres primeros están relacionados con la crisis de materias primas; los bancos tienen su problemática particular mientras los beneficios de las telecoms se han estabilizado a partir de 2014. Si excluimos estos sectores, el resto muestran una tendencia de crecimiento de fondo bastante consistente lo que nos da una visión diferente de la situación empresarial a la que nos ofrecen los índices. Desde principios de año, además, se aprecia una incipiente recuperación en los beneficios de los sectores relacionados con materias primas y una reanudación del crecimiento en la mayoría del resto de sectores. Tan sólo el sector bancario se mantiene en una intensa fase de revisión a la baja de los beneficios al margen del resto de sectores. Esto nos permite ser más optimistas respecto a la posibilidad de que finalmente las expectativas de crecimiento de los analistas para 2017 y 2018 (del orden del 10%-15%) puedan cumplirse permitiendo un comportamiento alcista sostenido en próximos meses.



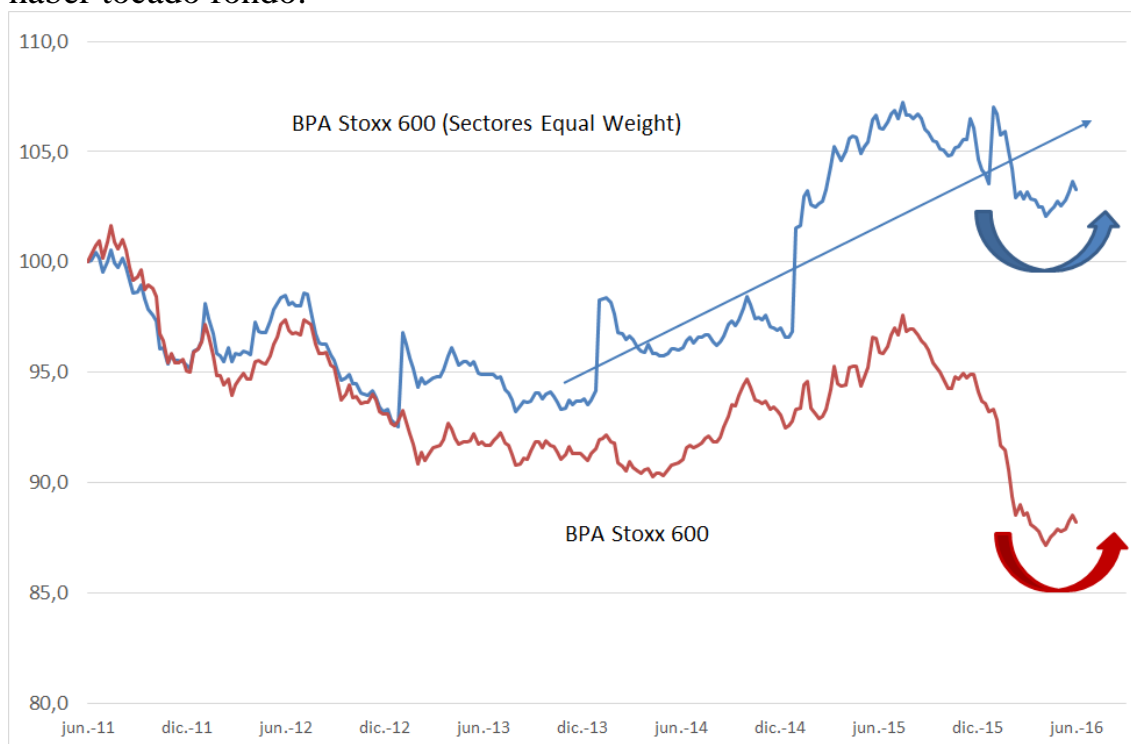
Los culpables del estancamiento de los beneficios en los índices:



Pero la mayoría de sectores están inmersos en una fase de crecimiento a largo plazo



La evolución de los beneficios del índice calculados como un promedio “equal weight” de todos los sectores muestra un crecimiento de fondo desde 2013. La desaceleración de los últimos meses ha sido relativamente suave salvo en los sectores energético, materias primas y bancos, y parece haber tocado fondo.



## Análisis Técnico

Seguimos sin cambios significativos en la situación técnica de los mercados. El tono lateral del mercado se ha consolidado en las últimas semanas en que los índices europeos se mantienen sin una dirección definida en los rangos definidos semanas atrás. La cercanía del referéndum del Reino Unido parece estar propiciando un aumento de la volatilidad así como un movimiento hacia zonas de soporte.

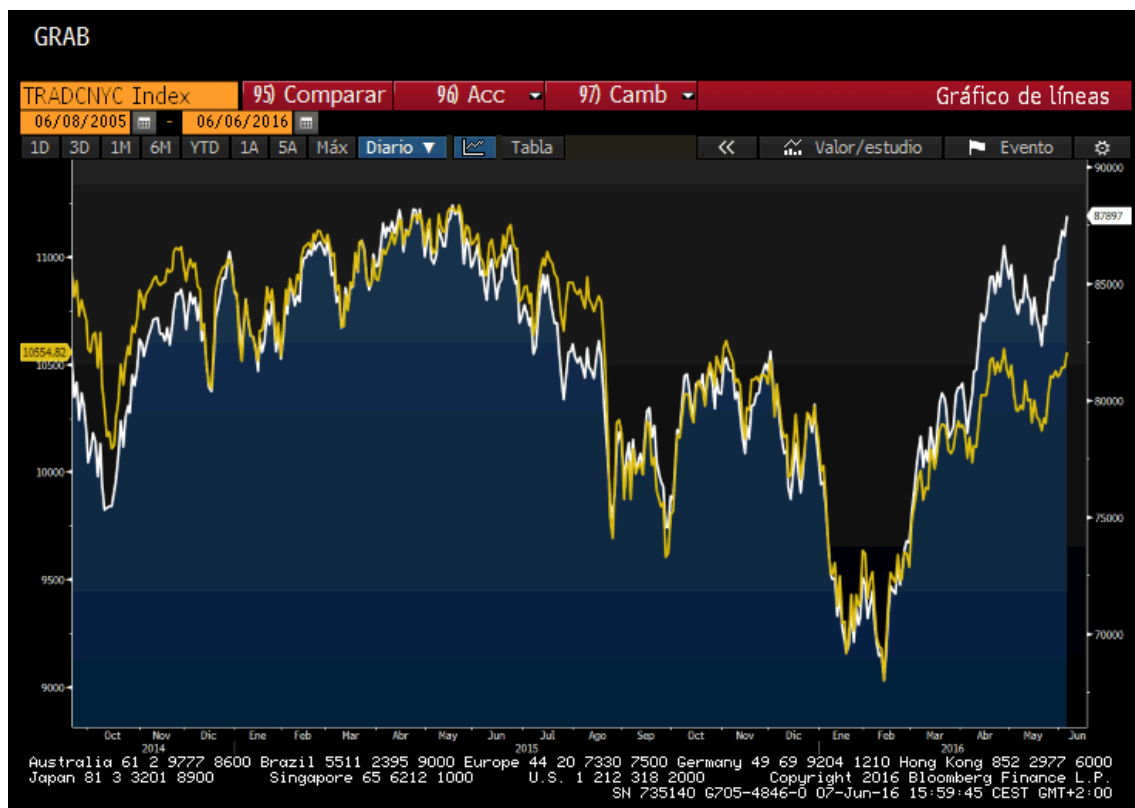
Los niveles clave en general son los mínimos de febrero. Mientras esos niveles no sean rotos asumimos que nos encontramos en un proceso lateral de formación de un suelo en espera de la reanudación del proceso alcista más adelante.

Los índices norteamericanos se mantienen cerca de sus máximos históricos y aunque puedan necesitar un período de consolidación más prolongado antes de superarlos seguimos pensando que lo acabarán consiguiendo en próximas semanas/meses.





La fortaleza de la línea avance/descenso (línea blanca) refleja una amplia participación de valores en la subida desde febrero y anticipa una próxima superación de los máximos históricos.





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