

INDICES BOLSA			RENTABILIDAD BONOS		FUTUROS BOLSA		
	Ultimo	%		Ultimo (%)		Ultimo	%
Ibex 35	8.008	1,03	USA 10y	1,37	Eurostoxx 50	2.759	-0,54
Ibex Mid Cap	8.020	1,10	GER 10y	-0,18	Dax	9.364	-0,52
Ibex Small Cap	4.200	0,74	ESP 10y	1,18	S&P 500	2.088	-0,19
Dow Jones	17.896	-0,13	ESP-GER 10y	1,35	Dow Jones	#N/A N/A #N/A N/	
S&P 500	2.098	-0,09	USA 2y	0,59	DIVISAS		
Nasdaq 100	4.460	0,33	GER 2y	-0,68	EUR/\$	1,1078	0,13
Dax	9.419	0,49	ESP 2y	-0,12	EUR/Yen	111,32	0,05
Cac 40	4.118	0,80	ESP-GER 2y	0,56	Dólar/Yen	100,49	0,29
Milan FTE	15.436	0,08	MATERIAS PRIMAS				
Nikkei	15.107	-1,11			Gold	1359,9	-0,37
Shangahi Comp.	2.994	-0,74			Silver	19,735	-1,80
Bovespa Brasil	52.015	0,22			Oil W.Texas	45,41	-4,83

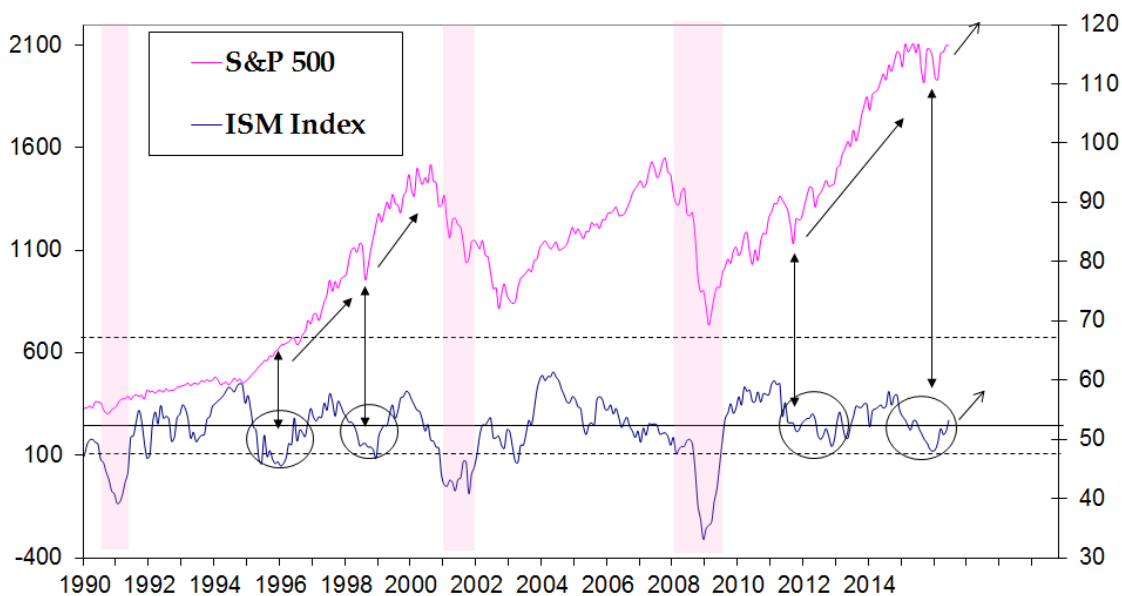
COMENTARIO DE MERCADO

Post-Brexit. El voto a favor de la salida del Reino Unido de la Unión Europea tuvo un impacto muy pasajero en el mercado norteamericano mientras en Europa todavía se mantiene una volatilidad elevada. La caída máxima fue del 6% en el S&P 500, del 12% en el Eurostoxx 50 y del 14% en el Ibex pero sólo duró dos días. Desde esos mínimos los índices norteamericanos se han recuperado totalmente mientras en Europa hemos recuperado la mitad de la caída y todavía persiste la volatilidad y la incertidumbre sobre el impacto que puede tener sobre la economía. En todo caso este comportamiento es normal tras la fuerte caída registrada y puede formar parte de un proceso de estabilización en próximas semanas antes de una recuperación más sostenida. Nadie parece tener muy claro el camino que puede seguir el Reino Unido a partir de ahora. En principio el nuevo gobierno conservador pretende posponer la solicitud oficial de salida de la UE hasta tener una idea clara del escenario que se les plantea y de cómo podría configurarse el nuevo marco de relaciones. La complejidad de la situación y la falta clara de alternativas que mejoren el marco actual de relaciones UK-UE, hacen que no sea descabellado pensar que el artículo 50 no llegará a invocarse nunca y que en su lugar habrá simplemente un proceso de negociaciones dentro de la UE para llegar a una solución más racional y aceptable para todos que la ruptura de relaciones. En este escenario, el asunto del Brexit debería ir perdiendo influencia poco a poco sobre los mercados.

Mejoría en indicadores cíclicos tras recuperación materias primas. La evolución de la economía en los dos últimos años ha estado condicionada por la crisis de materias primas-emergentes. Indicadores cíclicos de la economía norteamericana han reflejado una desaceleración en este tiempo favoreciendo un clima de pesimismo sobre una posible recaída en recesión. El contagio de la crisis de China y otros emergentes a las economías desarrolladas ha sido el principal argumento económico para explicar los episodios de volatilidad y caídas de los mercados que han salpicado el año 2015 y lo que llevamos de 2016. En los últimos meses, sin embargo, se está produciendo un repunte de estos indicadores que parece alejar el riesgo a un deterioro de la economía norteamericana. La conclusión sería que el deterioro de meses anteriores no era consecuencia de un deterioro general de la economía, sino sólo del sector minero-energético y algunos subsectores directamente afectados por aquél. La recuperación del petróleo está permitiendo a su vez una reactivación del sector energético que se refleja en el repunte de los indicadores cíclicos.

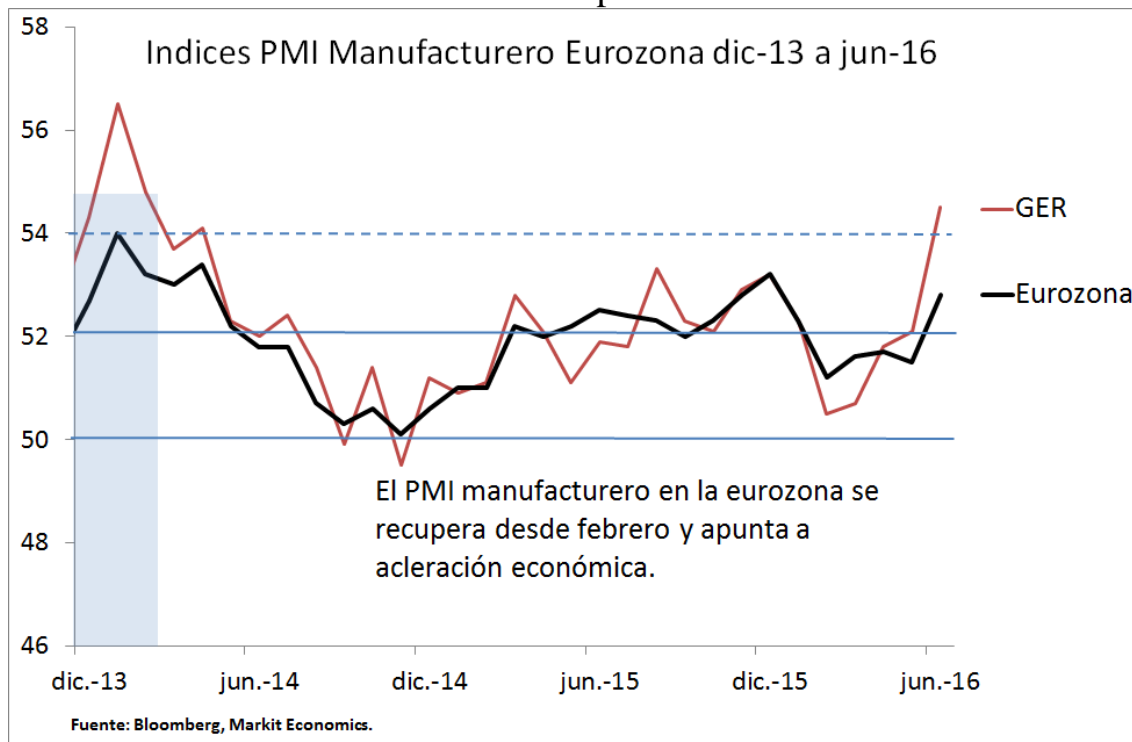
El índice ISM manufacturero se recupera y parece señalar el final de una desaceleración dentro de una fase expansiva de largo plazo.

ISM vs S&P 500 1990-2016



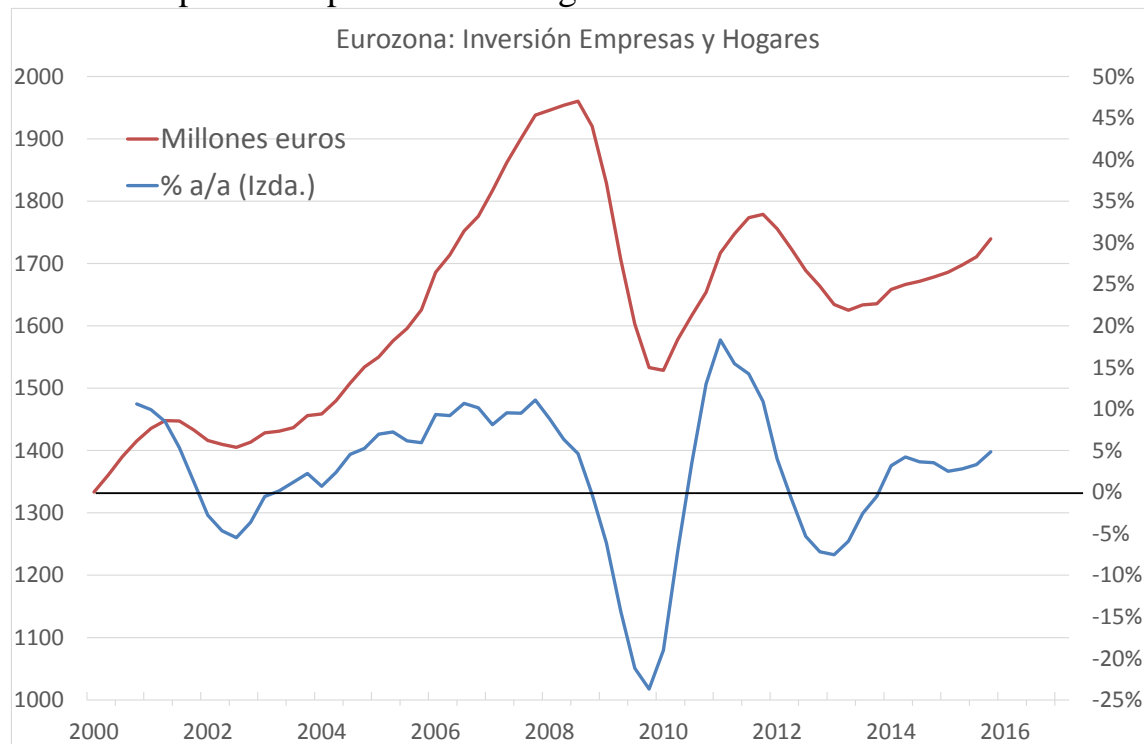
Fuente: Bloomberg, MG Valores AV. Zonas sombreadas corresponden a recesiones en EEUU.

Recientemente los índices PMI reflejan una reaceleración de la actividad manufacturera en la Eurozona liderada por Alemania.

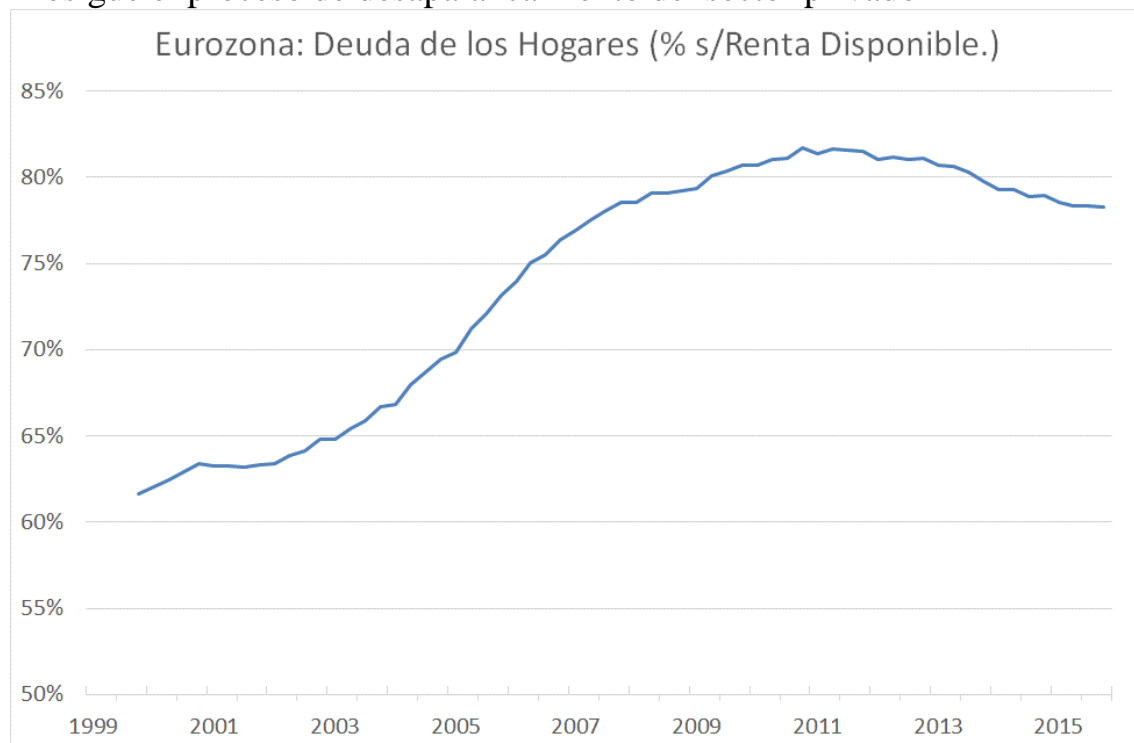


Fuente: Bloomberg, Markit Economics.

La inversión de Empresas y Familias en la Eurozona está todavía lejos de los niveles pre-crisis pero se acelera gradualmente.

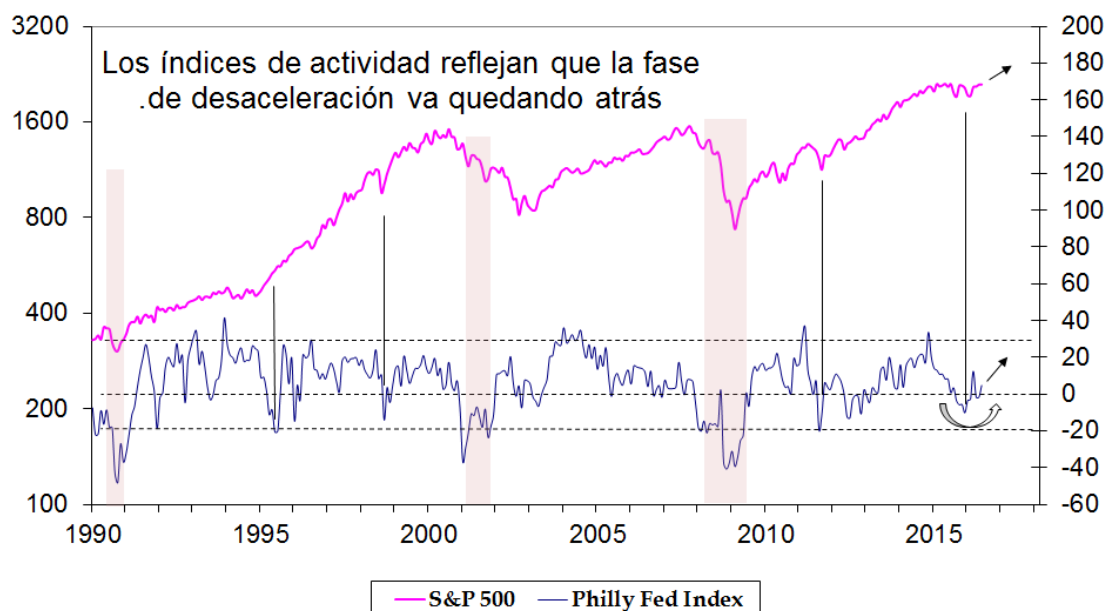


Prosigue el proceso de desapalancamiento del sector privado



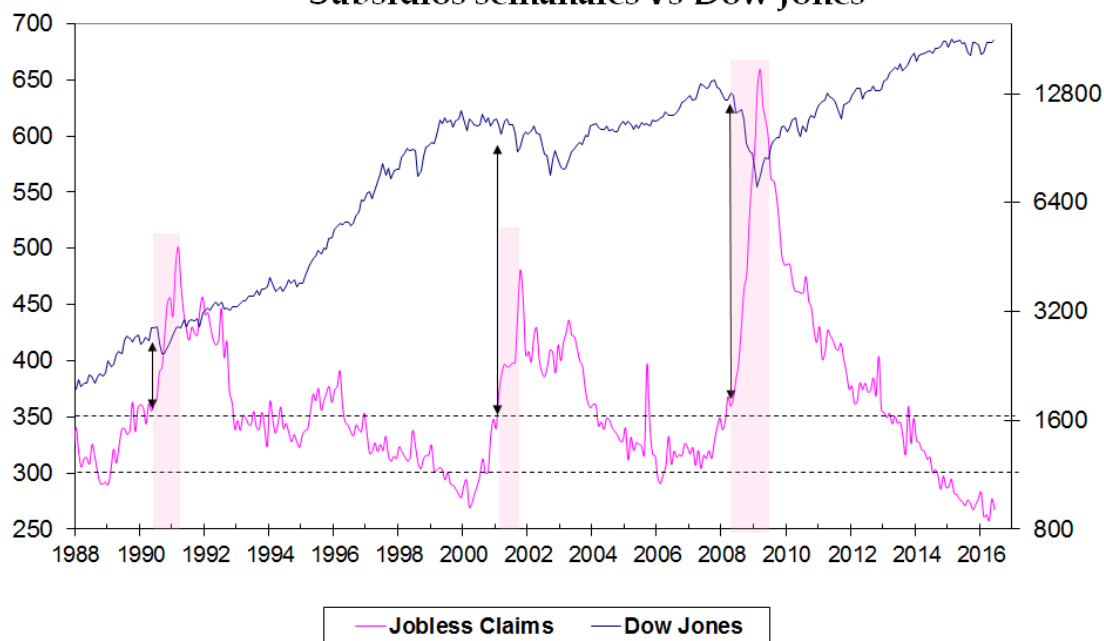
Indices de actividad como el Philadelphia Fed Index apuntan a que la fase de desaceleración ligada a la crisis de materias primas habría finalizado.

EEUU: S&P 500 vs Philly Fed Index



Las peticiones de subsidios de desempleo se mantienen muy bajas y no dan síntoma de deterioro del mercado laboral en EEUU pese a la débil creación de empleo de mayo y junio.

Subsidios semanales vs Dow Jones



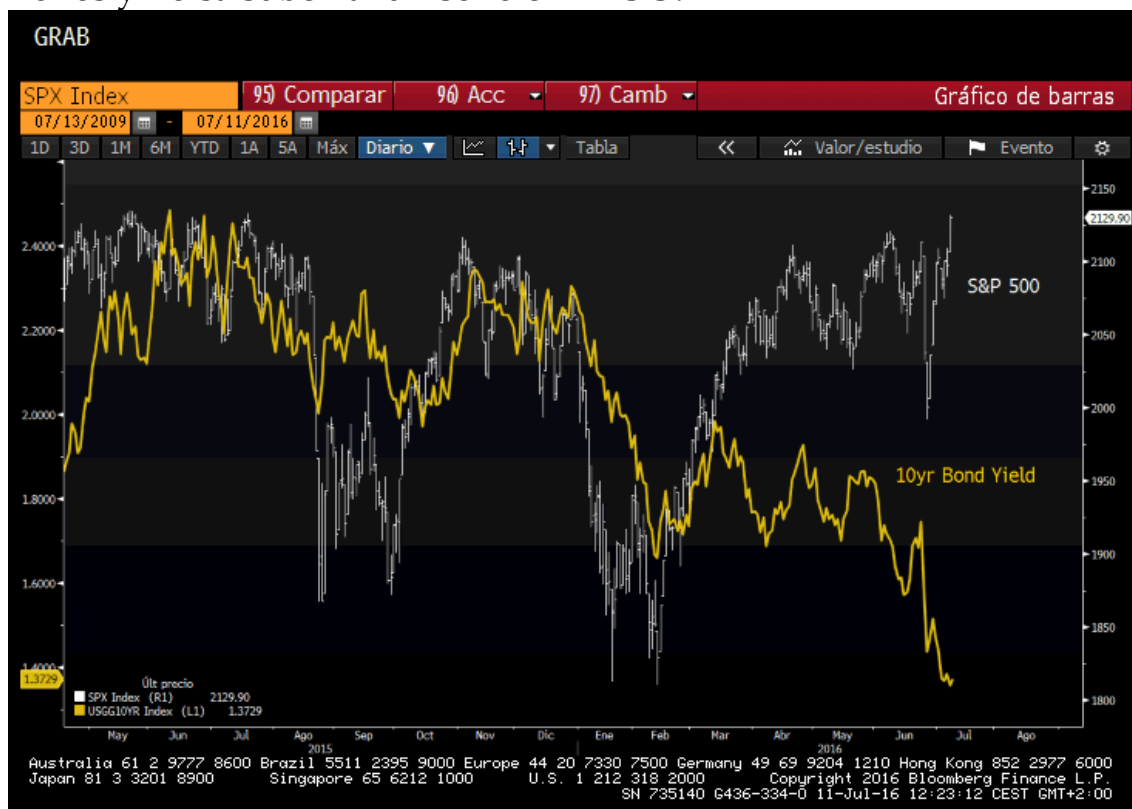
La crisis bancaria italiana. El otro factor además del Brexit que está teniendo un impacto importante en el mercado es la situación del sector bancario europeo. Mientras el conjunto del mercado muestra un intento de estabilización desde el mes de febrero, el sector bancario sigue en un profundo ajuste de las previsiones de beneficios y un derrumbe de las valoraciones generalizado en Europa. Aunque este proceso viene de lejos y afecta a los bancos de la mayoría de los países, en las últimas semanas las mayores preocupaciones se derivan de la situación del sector en Italia. El gobierno italiano está a punto de poner en marcha un proceso de saneamiento y recapitalización para hacer frente a los cerca de 300.000 millones de activos dudosos. Se estima que será necesario inyectar unos 40.000 millones de capital para compensar las pérdidas que se van a aflorar. De acuerdo con la nueva normativa de la UE este capital tendría que proceder de los propios bancos convirtiendo deuda en capital pero es probable que finalmente se permita un rescate con dinero público que evite pérdidas a los bonistas ya que en Italia un alto porcentaje de las preferentes y deuda subordinada está en manos de inversores particulares. Si finalmente se llegara a un acuerdo en este respecto, es probable que asistamos a una cierta recuperación tras las últimas caídas aunque la problemática del sector va más allá de la banca italiana.

La imparable caída de las rentabilidades de los bonos. En los últimos días la rentabilidad de los bonos en los países desarrollados ha dado un nuevo tirón a la baja alcanzando nuevos mínimos históricos en Japón y Alemania entre otros. Este movimiento es un paso más dentro de la gran tendencia de largo plazo pero que ha alcanzado niveles realmente inéditos en los últimos meses. Alemania y Japón tienen rentabilidades negativas a 10 años e incluso EEUU tiene tasas negativas si descontamos la inflación.



Resulta especialmente sorprendente esta situación si tenemos en cuenta que no responde a un proceso general de aversión al riesgo que haya provocado un desplazamiento masivo de inversores hacia activos refugio. En general el escenario económico es tranquilo, los diferenciales de deuda se mantienen bajos tanto en Europa como en EEUU y la Bolsa americana está a las puertas de sus máximos históricos. El movimiento del mercado el viernes pasado con un dato muy positivo de creación de empleo en EEUU fue muy significativo al coincidir una fuerte subida de la bolsa con una nueva caída en la rentabilidad de los bonos. Cabría esperar que una subida de la bolsa por un buen dato de la economía fuera acompañada por un repunte de las rentabilidades, especialmente en los niveles tan bajos en que se encuentran, pero de momento la “normalización” de los tipos de interés no acaba de producirse. Más bien al contrario, parece que son los inversores los que asumen que lo “normal” son los tipos de interés muy bajos y que esta situación nos va a acompañar por mucho tiempo.

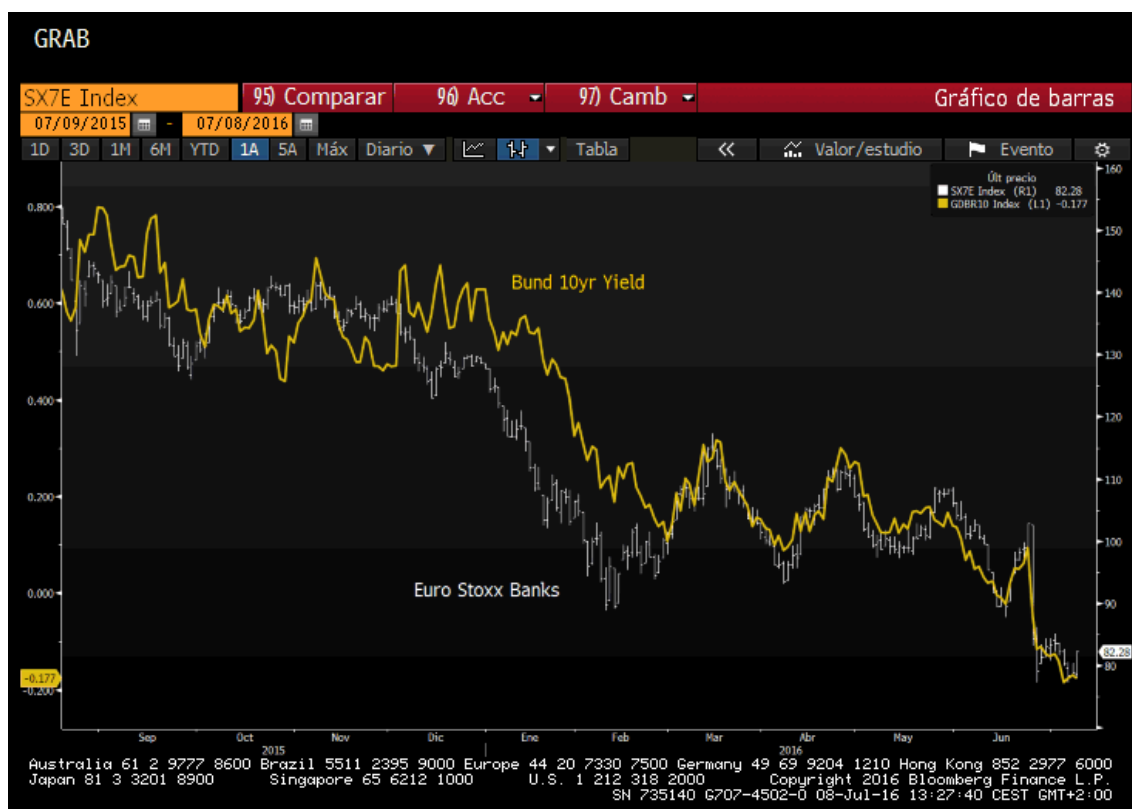
Bonos y Bolsa suben al unísono en EEUU.



Y si en EEUU la bolsa parece que es capaz de mostrar un comportamiento alcista en este entorno, en Europa el mercado sigue frenado por el mal comportamiento del sector bancario junto a otros sectores cíclicos (Seguros, Autos, Industriales ...). La caída de las rentabilidades de los bonos es en principio un factor positivo para la Bolsa salvo que sea consecuencia de un deterioro de la economía. En el caso del sector bancario, sin embargo, implica un mayor estrechamiento del margen de intermediación y por tanto menores beneficios. En los últimos meses las cotizaciones bancarias en Europa han mostrado una elevada correlación con la rentabilidad de los bonos. Es posible que esta correlación se

rompa en algún momento por el lado alcista pero al menos deberíamos asistir a una estabilización de los bonos en Europa.

Los bancos atrapados por la caída de las rentabilidades de los bonos en Europa.



ANALISIS TECNICO

Una ruptura alcista de gran trascendencia en EEUU.

Los nuevos máximos históricos registrados ayer por el S&P 500 abren las puertas a un escenario netamente alcista en la Bolsa americana en próximos meses, que muy probablemente se extendería al resto de mercados mundiales. Los momentos de rupturas críticas son delicados pues implican disyuntivas entre escenarios muy diferentes. En el caso de los índices norteamericanos estaría en juego la posibilidad de un movimiento alcista sostenido en los próximos meses o bien una nueva corrección de corto plazo dentro del amplio movimiento lateral de los últimos meses. La ruptura de ayer por el S&P 500 es una primera señal positiva aunque para tener una mayor confianza en este movimiento deberíamos ver al resto de índices norteamericanos acompañar el movimiento. Una subida sostenible tiene que apoyarse en una amplia participación de sectores en la subida. En las últimas semanas el movimiento al alza se ha apoyado en los sectores más

defensivos, mientras que la parte cíclica del mercado apenas ha acompañado. En este sentido, para confirmar un escenario alcista sostenible deberíamos ver como en próximos días/semanas estos sectores son capaces de acompañar e incluso liderar el movimiento.

Si nos centramos en el S&P 500, los nuevos máximos históricos implican dejar atrás una fase de consolidación lateral de un año de duración con un rango entre máximo y mínimo de un 15%. La ruptura de una pauta de esta envergadura es un hecho de gran trascendencia para el mercado. De una forma general cabría esperar un tramo alcista de un orden de magnitud equiparable al movimiento lateral finalizado. Es decir, un proceso alcista cuya duración se mida en meses con un objetivo de revalorización de al menos un 15% respecto a los precios actuales.



Un análisis de "ondas de Elliot" nos llevaría a un escenario similar. El ciclo alcista que se inició en el año 2009 puede descomponerse hasta ahora en 4 grandes ondas. Los nuevos máximos del S&P 500 confirmarían que está desarrollando la onda 5 del movimiento, en principio la última antes de una corrección mayor. Las proyecciones habituales para esta onda en función de la longitud y duración de las anteriores nos llevarían a un objetivo teórico en la banda 2.500-2.700 y una duración más probable de 12-18 meses desde el inicio de la onda 5 en el mes de febrero pasado.

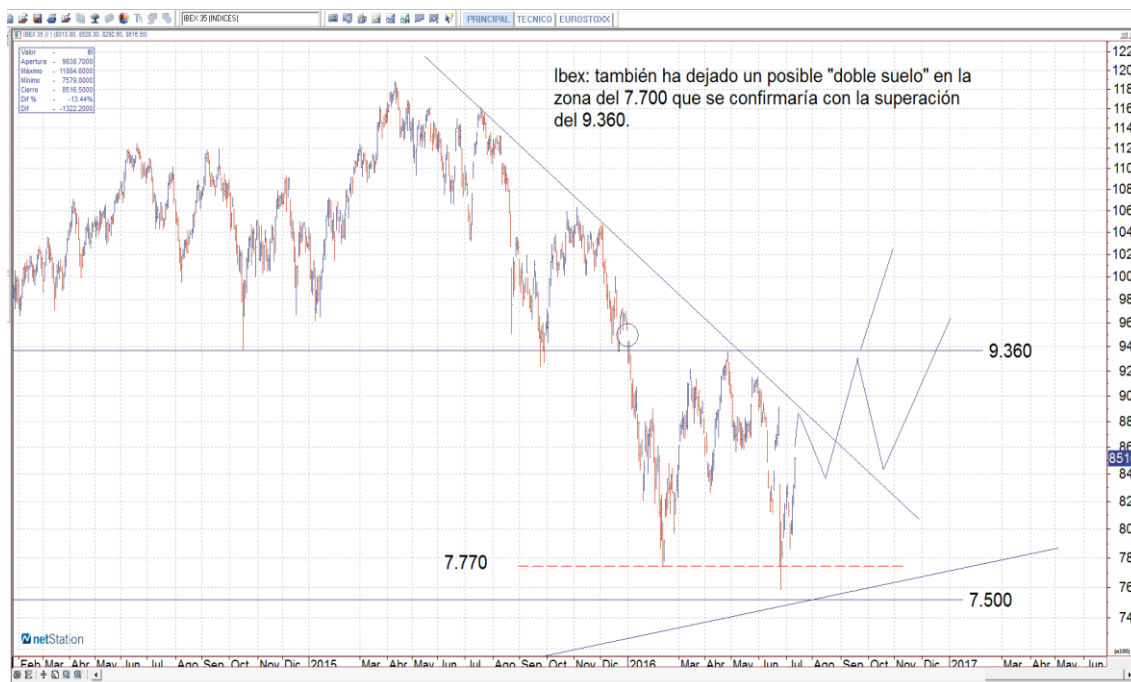
Obviamente esto son referencias teóricas que luego habrá que ir confirmando con el movimiento del mercado, pero lo importante es incidir en la idea de que la ruptura alcista de los índices norteamericanos de una gran pauta de consolidación formada durante un año debería tener importantes implicaciones alcistas en los próximos meses.



La situación en el resto de índices mundiales presenta todavía diferencias significativas con respecto a los norteamericanos pero al menos en el corto plazo esperamos un comportamiento alcista hasta sus niveles de resistencia clave. La superación de estos niveles sería una señal más de confirmación de un escenario alcista generalizado. Por el contrario, un fallo en su superación sería una señal de alarma respecto a la sostenibilidad del movimiento de la Bolsa norteamericana.

En el corto plazo los índices europeos han rebotado con claridad en la zona de soporte clave correspondiente a los mínimos de febrero. Es una primera señal positiva que permite pensar al menos en un movimiento hacia los niveles de resistencia que les han frenado esta primavera (Ibex 9.350. Eurostoxx 50 3.150...). La superación de esos niveles sería la confirmación de un suelo importante en Europa con proyecciones de vuelta hacia los máximos de 2015.

Otros índices como los asiáticos tienen una pauta más parecida a los europeos que a la de EEUU. El Nikkei japonés o el Shanghai Composite han tenido importantes correcciones en los últimos meses y están dando síntomas de estar formando un suelo. La confirmación todavía requeriría la superación de resistencias un poco más adelante.



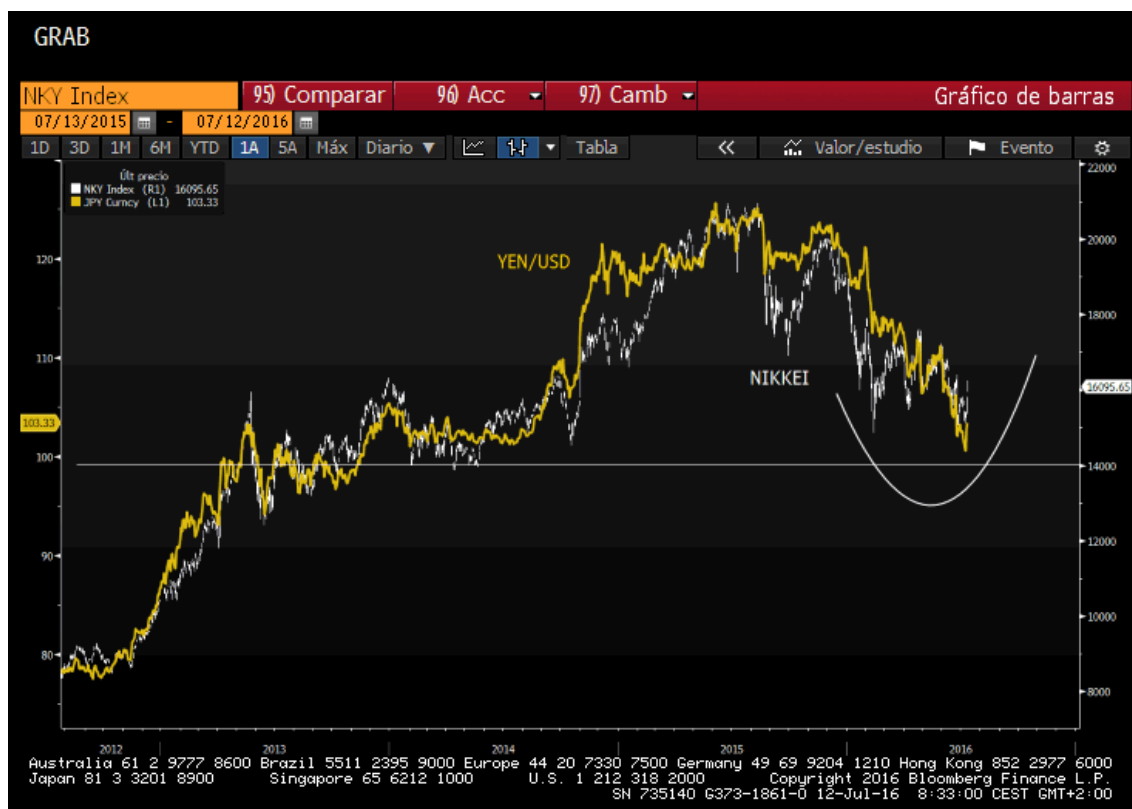
Shanghai Composite: sigue en proceso de formar un suelo en las cercanías de la base de su canal alcista de largo plazo. En nuestra opinión su potencial alcista a largo plazo es muy alto.



El Nikkei en euros mantiene una impecable tendencia alcista desde 2012.



El Nikkei en yenes tiene una pauta similar a los índices europeos. Está formando un posible doble suelo en una zona de soporte clave para la tendencia alcista de largo plazo. Una nueva fase de depreciación del yen sería clave para ello.



Departamento de Análisis.

Nicolás López

Director.

91.347.06.17

Email: mganalisis@mgvalores.com

Blog: www.mgvalores.com

Twitter: @nicolas_lopezm