

INDICES BOLSA			RENTABILIDAD BONOS		FUTUROS BOLSA		
	Ultimo	%		Ultimo (%)		Ultimo	%
Ibex 35	8.584	0,09	USA 10y	1,55	Eurostoxx 50	2.954	-0,44
Ibex Mid Cap	8.571	0,41	GER 10y	-0,02	Dax	10.115	-0,48
Ibex Small Cap	4.538	0,82	ESP 10y	1,11	S&P 500	2.158	-0,02
Dow Jones	18.517	-0,42	ESP-GER 10y	1,13	Dow Jones	#N/A	N/A
S&P 500	2.165	-0,36	USA 2y	0,68	DIVISAS		
Nasdaq 100	4.647	-0,22	GER 2y	-0,62	EUR/\$	1,103	0,20
Dax	10.156	0,14	ESP 2y	-0,15	EUR/Yen	116,91	-0,35
Cac 40	4.376	-0,08	ESP-GER 2y	0,47	Dólar/Yen	105,99	-0,16
Milan FTE	16.805	0,25			MATERIAS PRIMAS		
Nikkei	16.627	-1,09			Gold	1326,3	0,89
Shangahi Comp.	3.019	-0,64			Silver	19,535	1,03
Bovespa Brasil	56.641	0,11			Oil W.Texas	44,54	-0,42

COMENTARIO DE MERCADO

Un clima hostil para la inversión. El escenario actual sigue dominado por un clima de inestabilidad política muy generalizado y la percepción de que siguen existiendo importantes riesgos para la economía global. De todo ello se deduce un entorno difícil para las decisiones de inversión por la desconfianza general sobre la evolución futura de los mercados. EEUU sería casi la solitaria excepción, pero incluso tras los nuevos máximos históricos conquistados por los índices norteamericanos persiste un escepticismo bastante extendido sobre el potencial alcista de la bolsa americana. Paradójicamente, este pesimismo bastante generalizado después de varios meses de mercado lateral/bajista puede dejar espacio para una sorpresa positiva en próximos meses en la medida en que los mercados descuentan un escenario demasiado negativo y los indicios más recientes apuntan a un crecimiento económico sostenido en próximos trimestres.

BCE y Reserva Federal a la espera, Banco de Japón prepara nuevos estímulos. La actuación de los bancos centrales se ha convertido en un factor esencial para los mercados desde hace tiempo y parece que lo seguirá siendo en el futuro. La Reserva Federal mantiene el mensaje de que subirá los tipos de forma gradual en el futuro pero los mercados siguen descontando que probablemente hasta 2017 no llegará la siguiente subida. Es como si la Fed quisiera subir los tipos para ir normalizando la política monetaria pero se encontrara con una enorme resistencia de los mercados para hacerlo, ya que las rentabilidades de los bonos cada vez más bajas suponen un freno para subir los tipos de corto plazo. El BCE, por su parte, decidió en su reunión de esta semana esperar algún tiempo para ver si el Brexit tiene alguna consecuencia sobre el escenario económico en Europa en cuyo caso ampliaría las medias de estímulo. La posición del BCE es que todavía está abierta la puerta a alguna medida adicional en caso de que observara un efecto negativo del Brexit, que podría ser rebajar en 10 pb los tipos de interés, ampliar en 6 meses la duración del QE y tal vez aumentar la proporción de compra de bonos periféricos respecto a los alemanes más. El Banco de Japón, por su parte, mantiene su política expansiva en toda su intensidad y es probable que en su reunión de la próxima semana anuncie nuevos paquetes de estímulo para tratar de revertir el fortalecimiento del Yen y los indicios de que la inflación empieza a debilitarse otra vez.

Japón: ¿"Helicopter Money"? Las autoridades japonesas llevan varios años embarcadas en una lucha contra la deflación por la vía de un programa masivo de estímulos monetarios. Si bien en 2013/14 se consiguieron objetivos importantes como un acusado debilitamiento del Yen y un repunte significativo de la inflación, más recientemente se ha vuelto a una nueva fase de fortalecimiento de la divisa y a un incipiente retroceso de la inflación sin alcanzar el objetivo del 2%. Las primeras medidas de estímulo en 2013 lograron que la economía japonesa saliera de un período de 15 años de deflación. A partir de 2015, sin embargo, los progresos se han frenado con la inflación estabilizándose en el entorno del 1% e incluso tendiendo a bajar en los últimos meses en que el Yen se ha apreciado significativamente frente al dólar.

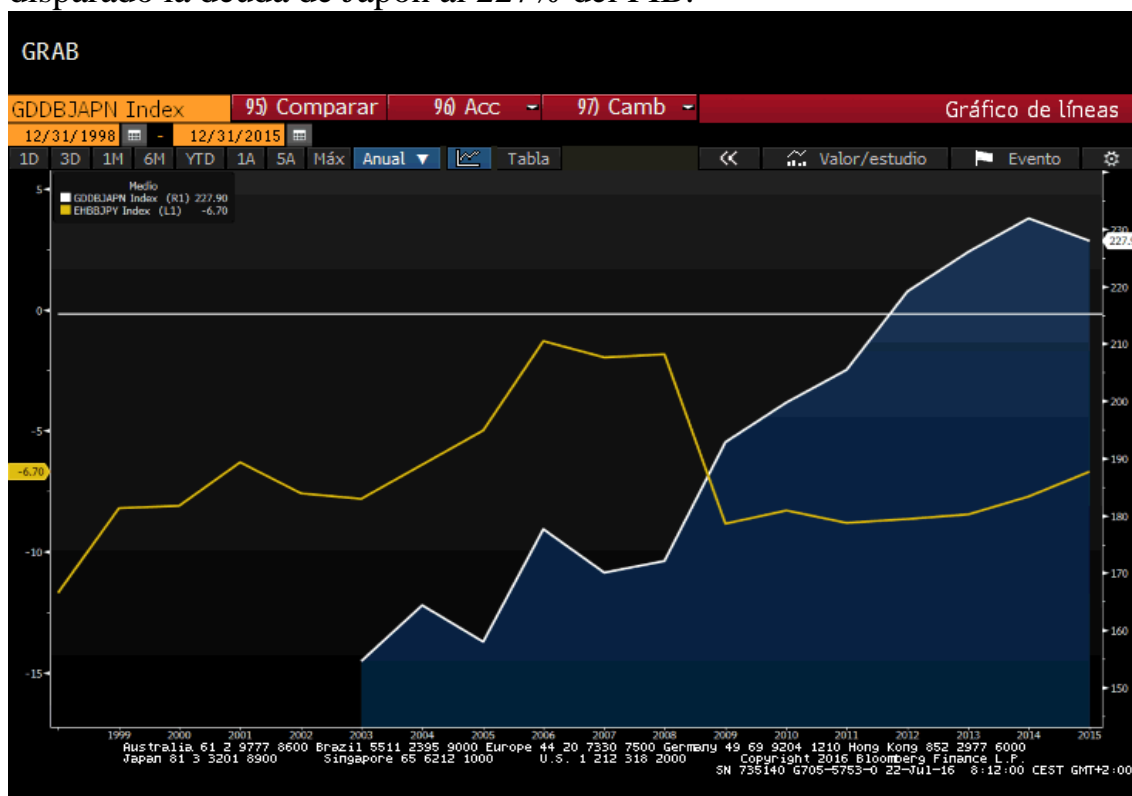
Japón IPC subyacente (línea amarilla) vs IPC subyacente excluido efecto subida de IVA en 2014.



Se anuncian nuevas medidas para la semana que viene que consistirían en aumentar el volumen de compras de bonos. Se habla incluso de la posibilidad de recurrir al llamado "Helicopter Money" como medida extraordinaria si el actual programa no consigue su objetivo. El concepto proviene de Milton Friedman que en una ocasión dijo que un banco central tiene la capacidad de crear inflación aunque para ello tenga que imprimir dinero y lanzarlo a las ciudades desde un helicóptero. Los actuales programas de QE tienen el problema de que la liquidez que se inyecta se queda en las reservas de los bancos en el banco central o bien se invierte en activos financieros con el riesgo de crear una sobrevaloración pero sin generar un aumento del consumo y la inversión. La idea del Helicopter Money es que el dinero se haga llegar directamente a los consumidores para que lo gasten. Obviamente un sistema así nunca se va a llevar a efecto, pero existen formas diferentes de hacerlo que tendrían una consecuencia similar. En concreto los bancos centrales podrían comprar directamente la deuda que emita el estado para financiar su déficit y mantenerla indefinidamente en sus balances de forma que en la práctica los estados no tengan que pagarla nunca, y con el paso del tiempo la inflación haría que fuese perdiendo todo

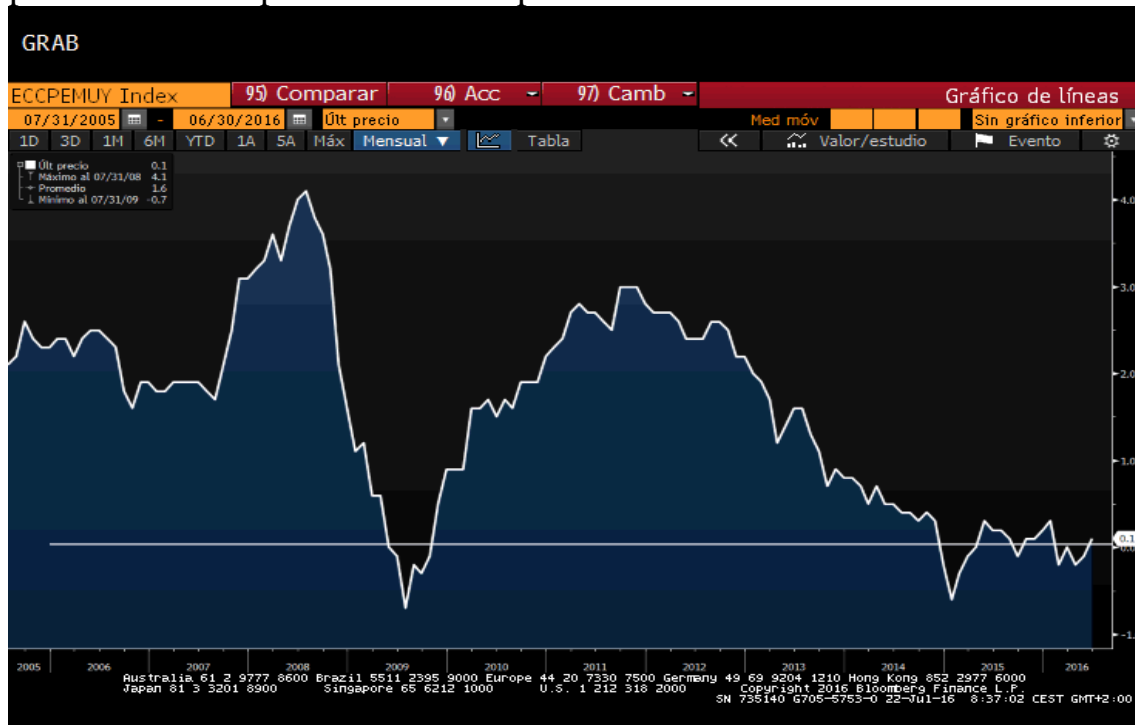
su valor. La diferencia con el QE es que los bancos centrales actualmente compran la deuda en el mercado, y no directamente al estado, y siempre sobre la base de que éste va a ser solvente para devolverla a su vencimiento lo que obliga a los estados a mantener políticas fiscales ortodoxas. Con el Helicopter Money el Banco Central estaría realmente regalando un dinero creado de la nada a los gobiernos que éstos gastarían la economía real a través del gasto público. Si se hiciera esto a gran escala, indudablemente habría un fuerte estímulo para la economía. A medio plazo hay que asumir que el aumento de la inflación neutralizaría ese crecimiento artificial de la economía, pero a corto plazo podría producirse el “milagro” de un crecimiento impulsado por dinero gratis.

Japón: Deuda Pública en % PIB (línea blanca) vs Déficit Público en % PIB (línea amarilla). Un déficit público cercano al 10% desde 2009 ha disparado la deuda de Japón al 227% del PIB.

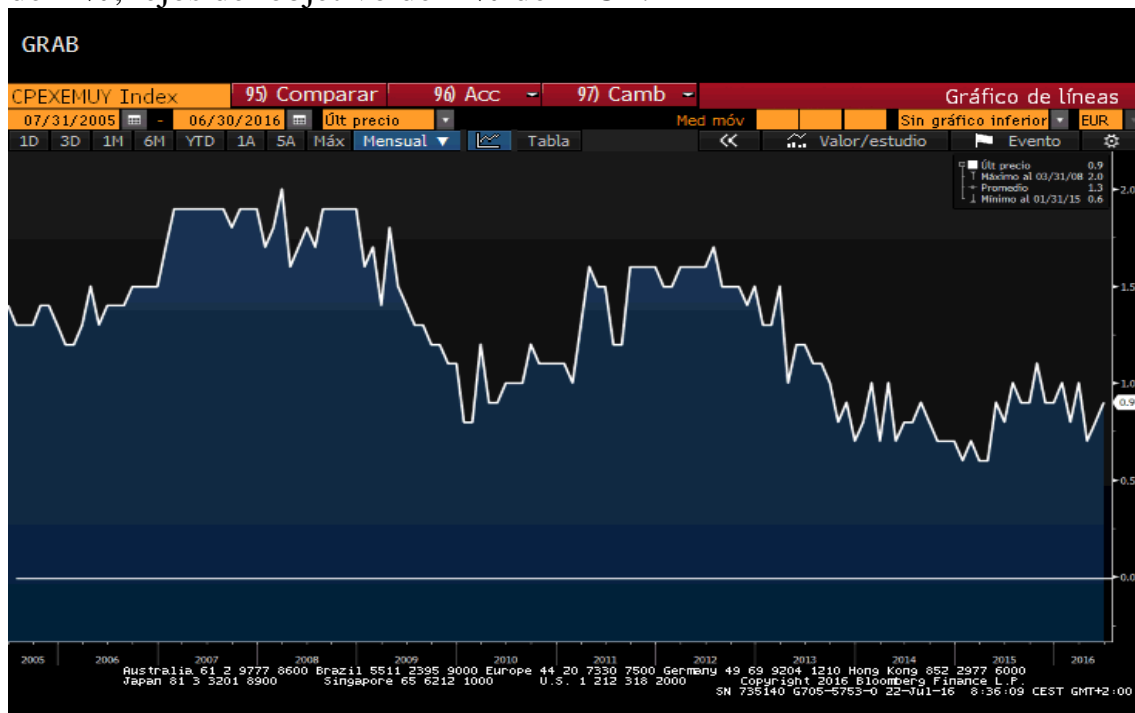


El problema de la inflación en Europa. Sin duda el escenario semi-deflacionista en Europa es uno de los factores clave que explica el peor comportamiento de las bolsas europeas respecto a la americana por el efecto depresivo que ejerce sobre los beneficios de las empresas. Europa está siguiendo unas políticas fiscales mucho más ortodoxas que Japón y es impensable que llegue a plantearse la cuestión del “Helicopter Money” pero está claro que la política monetaria expansiva se va a mantener durante bastante tiempo. Para Europa, así como para Japón, sería bueno que la Fed pudiera empezar a subir los tipos de interés porque favorecería una apreciación del dólar y eso ayudaría a un aumento de la inflación por la depreciación del Euro y el Yen.

Eurozona IPC: la tasa general de inflación en Europa se mantiene desde hace dos años en el entorno del 0% aunque se espera que repunte en próximos meses por la subida del petróleo.

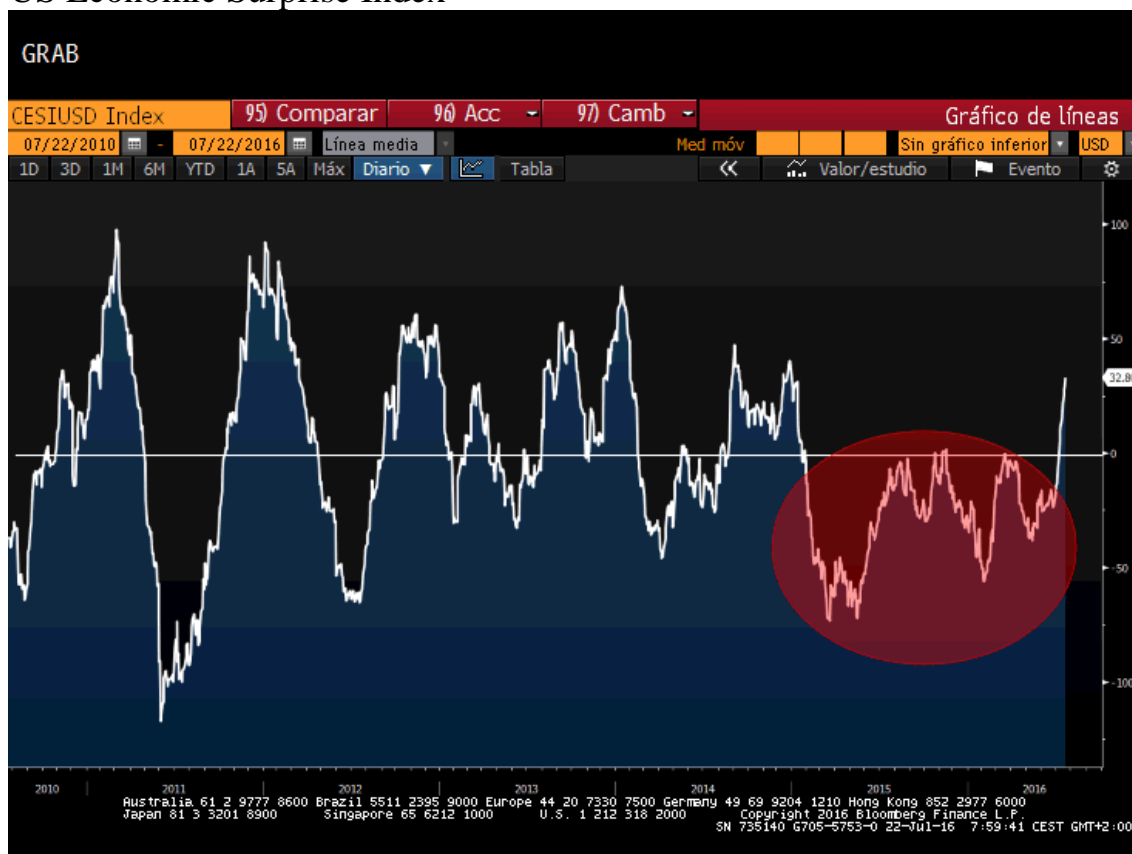


Eurozona IPC subyacente. La inflación subyacente se mantiene por debajo del 1%, lejos del objetivo del 2% del BCE.



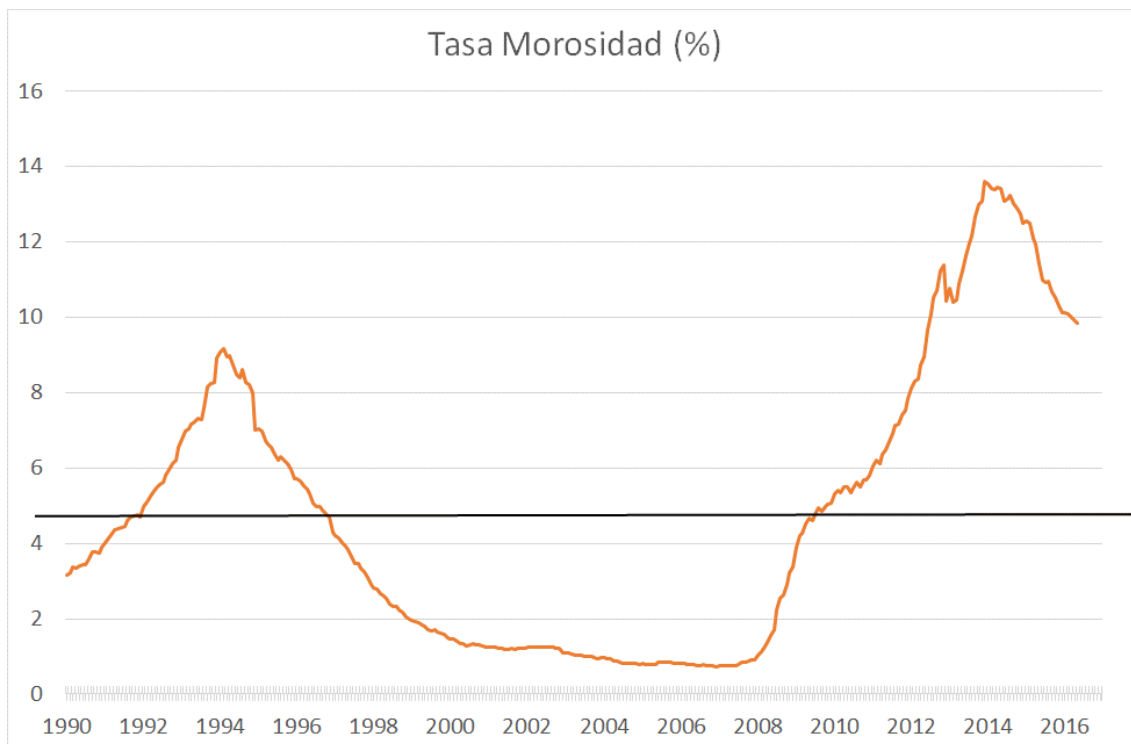
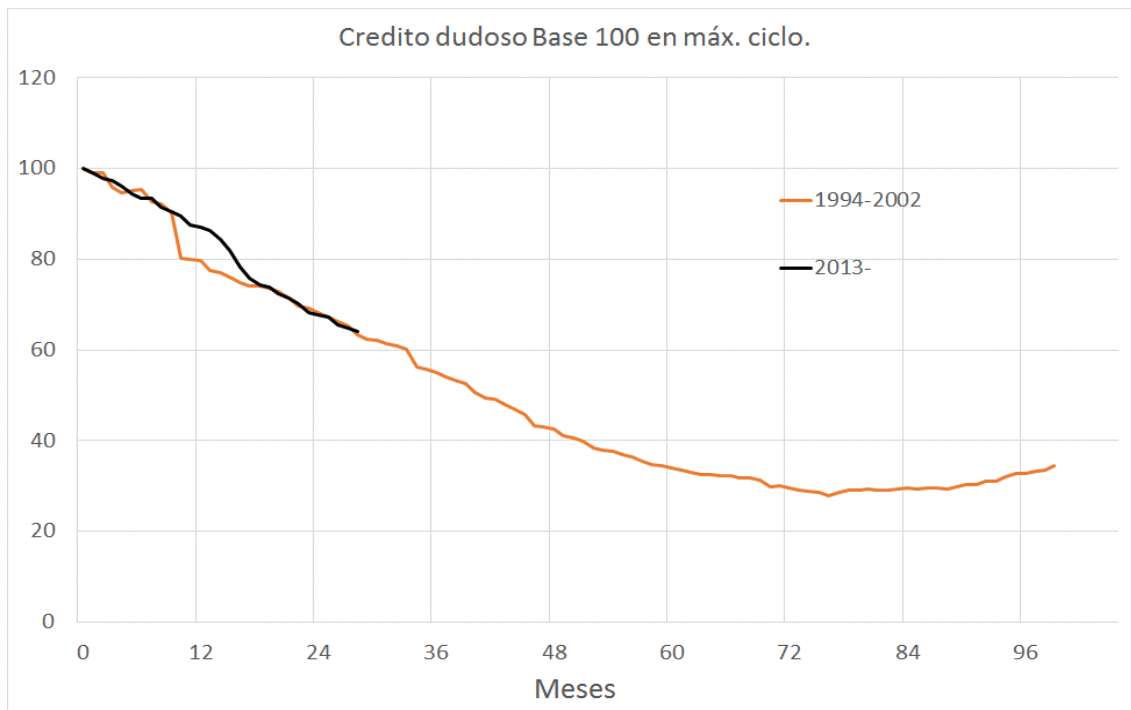
La economía norteamericana deja atrás una fase de desaceleración. Hay indicadores capaces de detectar las fases de aceleración/desaceleración de corto plazo (meses de duración) que tienen lugar dentro de una fase expansiva. Sería el caso del llamado Índice de Sorpresas Económicas que mide si los indicadores que se van publicando son mejor o peor de lo previsto. En el caso de EEUU vemos que se ha mantenido por debajo del nivel cero desde principios de 2015 hasta que recientemente ha surgido con fuerza por encima de este nivel. Este comportamiento es consistente con la fase de desaceleración que ha vivido la economía en este tiempo como consecuencia de la crisis de materias primas y señala con claridad que esa fase ha quedado atrás sin provocar finalmente una recesión. En principio ahora deberíamos esperar unos meses al menos en que los indicadores económicos tengan un buen comportamiento reforzando el mensaje que nos ha dado la propia bolsa americana con los nuevos máximos históricos recién conquistados.

US Economic Surprise Index



El sector bancario a la espera del rescate de la banca italiana. Otro factor, relacionado con la deflación, que está frenando a las bolsas europeas es la debilidad del sector bancario. La fuerte caída de las cotizaciones en los últimos meses responde fundamentalmente al deterioro de las expectativas de rentabilidad por el escenario de tipos cero, el escaso crecimiento del crédito y la presión regulatoria sobre los ratios de capital. La semana que viene se van a conocer los resultados de una nueva prueba de stress para la banca europea. Esperamos que esto sirva para poner en marcha la última gran operación de rescate en la banca europea centrada en el caso de Italia donde la morosidad supera el 15% frente al 9,8% en España (6,8% si incluimos las filiales extranjeras). En nuestra opinión este rescate puede servir de excusa para una recuperación de las valoraciones de los bancos extraordinariamente deprimidas tras el desplome de meses pasados.

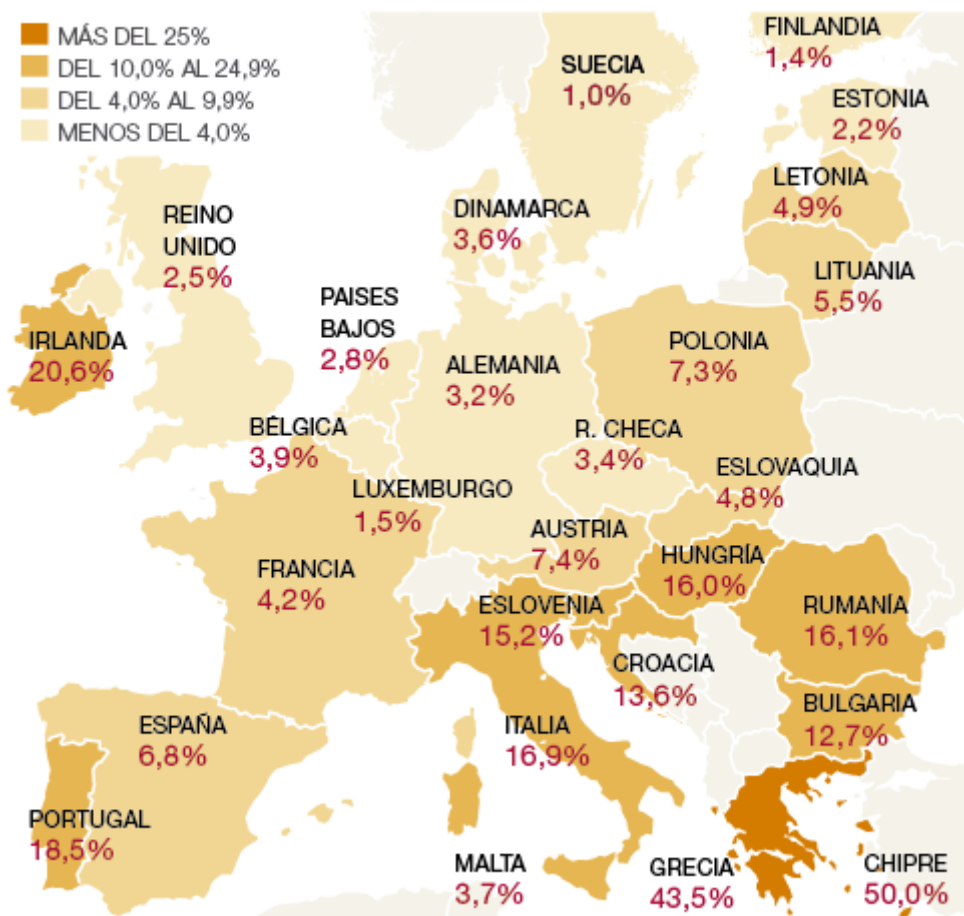
Evolución créditos dudosos (volumen total) desde máximo ccíclico: el ajuste lleva un ritmo similar al de la anterior crisis a principios de los 90'. A este ritmo la situación estaría normalizada a finales de 2018.



Consideramos que los tres factores que explican el desplome de los bancos estarían tocando fondo y en consecuencia plenamente descontados en los precios actuales. La morosidad, aunque muy elevada todavía, está en una clara senda descendente y con unos niveles de provisiones que ya superan el 50% en todos los bancos (históricamente se considera que los fallidos finales suelen ser como máximos el 50% de los créditos dudosos). Los ratios de capital también se sitúan holgadamente por encima de los niveles exigidos. Queda la duda de dónde está el suelo de la rentabilidad de la banca y qué niveles es razonable esperar que puedan alcanzar en próximos años. En nuestra opinión, también en este punto las cotizaciones actuales reflejan un escenario que difícilmente puede ser peor. En definitiva, creemos que el sector bancario tiene cierto margen para que al menos se produzca un rebote favorecido por una cierta elevación de sus ratios de valoración. Una recuperación sostenida en el tiempo necesitaría de expectativas de crecimiento, y esto es algo que todavía puede tardar un tiempo, pero al menos un rebote que permita que índices como el ibex acompañen en los próximos meses la recuperación general de las bolsas creemos que es factible. El detonante para ello podría ser la puesta en marcha del rescate en Italia que dejase atrás definitivamente el fantasma de masivas emisiones de capital que ahora mismo serían difícil de absorber por el mercado.

TASA DE CRÉDITOS MOROSOS DE LA GRAN BANCA

A 30-9-2015. DATOS DE LAS 194 MAYORES ENTIDADES DE LA UE



Fuente: EBA

@elperiodico / @EPGraficos

Las valoraciones de los bancos españoles. En el año 2016 los bancos españoles van a alcanzar un ROE en el entorno del 6% aprox. con la excepción de Bankinter que supera el 10% y Popular que va a registrar pérdidas. Sus cotizaciones actuales implican niveles de Precio/Valor Contable en el rango 0,40x-0,60x. Si planteamos un objetivo para el ROE en la banda 8%-9% las valoraciones teóricas se situarían en el rango 0,80x-0,90x, lo que implica un potencial de revalorización del orden del 50%. Las excepciones serían Bankinter, que está correctamente valorado a los precios actuales, y Popular a quien la morosidad todavía le pesa demasiado y necesitará más tiempo antes de alcanzar un nivel de valoración más normalizado. Una forma de ver el peso de la morosidad/cobertura es a través del llamado Texas Ratio que es el cociente entre activos dudosos (préstamos + inmuebles adjudicados) y el capital más las provisiones realizadas. Cuanto más bajo sea el ratio mejor situación de solvencia. Por de 1,5x se consideraría que el banco necesita ampliar capital para restablecer su solvencia. Entre 1,0x y 1,5x hay situación de riesgo que se puede solventar con los beneficios retenidos. Idealmente el ratio se debería situar sobre 0,5x o menos. En la banca española Santander, BBVA y Bankinter están en buena situación; Caixa bank, Bankia y Sabadell todavía algo altos pero sin riesgo y Popular todavía presenta cierto riesgo aunque tras la reciente ampliación de capital y provisiones extraordinarias ha mejorado mucho.

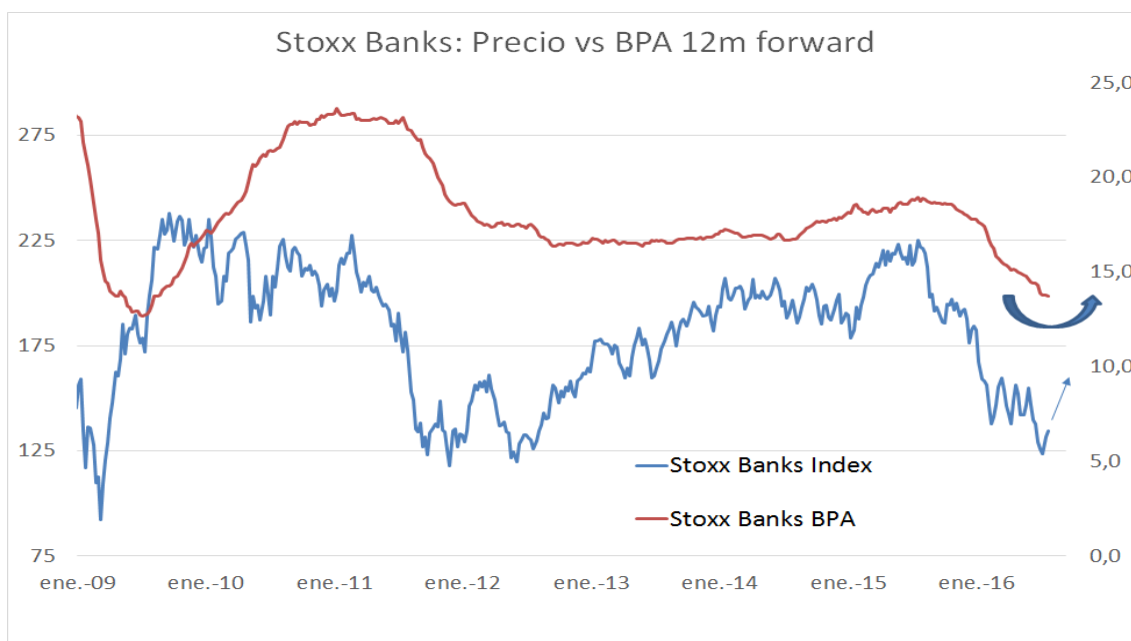
BANCOS	Cobertura	Texas Ratio	Ratio Capital	P/VTC	Objetivo	P/VTC	ROE	ROE	YIELD	P/E
	NPAs 2016	2016	CET1 2016	2016	2016	Objetivo	2016	Objetivo	2016	2016
Santander	85,67%	0,45x	10,08%	0,55x	6,50	0,92	6,48%	8,69%	3,55%	8,44x
Popular	51,04%	1,23x	10,78%	0,41x	1,22	0,40	-17,42%	8,08%	0,00%	-2,38x
Sabadell	53,16%	0,95x	11,90%	0,50x	1,70	0,72	6,15%	8,15%	3,06%	8,17x
Bankinter	58,88%	0,55x	11,80%	1,38x	5,64	1,25	11,65%	11,02%	4,02%	11,86x
BBVA	79,29%	0,39x	12,59%	0,61x	7,83	0,91	5,79%	8,89%	2,83%	10,59x
CaixaBank	56,33%	0,80x	11,72%	0,50x	3,52	0,80	4,34%	8,19%	3,05%	11,47x
Bankia	62,61%	0,76x	12,75%	0,64x	0,87	0,81	7,17%	8,37%	2,43%	8,91x

En definitiva, creemos que a los niveles actuales la banca española tiene un nivel de riesgo para el inversor relativamente bajo. Aún con el nivel de ROE actual su rentabilidad por dividendo del 3-4% debería darles un suelo significativo con un potencial de revalorización significativo si el entorno de los tipos de interés se estabiliza al menos. La elevada correlación que mantienen los bancos con la rentabilidad de los bonos en los últimos meses nos da una pista de que un repunte en el Bund sería decisivo para apoyar el rebote en el sector bancario. No es desde luego el sector que mejores expectativas tiene para los próximos meses, pero sin su participación va a ser difícil que los índices europeos puedan seguir la estela de la bolsa americana.

La cotización de los bancos se ha correlacionado extraordinariamente a la rentabilidad de los bonos recientemente. Un repunte de éstos favorecería una próxima descorrelación.



La estabilización de los beneficios previstos favorecería un rebote en los bancos.



ANÁLISIS TÉCNICO

La ruptura alcista se consolida en EEUU. Europa todavía no acompaña con claridad pero hay indicios positivos.

No ha habido cambios significativos en los últimos días.

La situación técnica en las Bolsas sigue dominada por los nuevos máximos registrados por los índices norteamericanos y el rebote desde zonas de soporte clave en Europa. En principio estamos asumiendo que se ha iniciado una fase alcista que debería prolongarse durante los próximos meses. En EEUU esta situación es más clara y la mantendremos mientras el mercado no diga lo contrario rompiendo niveles de soporte que consideremos clave.

En Europa de momento lo que tenemos es un rebote desde niveles de soporte clave hasta las zonas de resistencia donde se frenaron esta primavera (Ibex 9.360 ...). La superación de esos niveles confirmaría también un escenario alcista en Europa durante los próximos meses.









Departamento de Análisis.

Nicolás López

Director.

91.347.06.17

Email: mganalisis@mgvalores.com

Blog: www.mgvalores.com

Twitter: @nicolas_lopezm