

INDICES BOLSA			RENTABILIDAD BONOS		FUTUROS BOLSA		
	Ultimo	%		Ultimo (%)		Ultimo	%
Ibex 35	8.386	1,48	USA 10y	1,49	Eurostoxx 50	2.936	0,38
Ibex Mid Cap	8.376	1,25	GER 10y	-0,10	Dax	10.244	0,29
Ibex Small Cap	4.521	0,53	ESP 10y	1,01	S&P 500	2.160	0,02
Dow Jones	18.352	-0,02	ESP-GER 10y	1,11	Dow Jones	#N/A	#N/A
S&P 500	2.164	0,02	USA 2y	0,65	DIVISAS		
Nasdaq 100	4.744	0,20	GER 2y	-0,62	EUR/\$	1,1142	0,04
Dax	10.228	0,57	ESP 2y	-0,18	EUR/Yen	112,59	0,04
Cac 40	4.346	0,57	ESP-GER 2y	0,45	Dólar/Yen	101,05	0,17
Milan FTE	16.236	0,66			MATERIAS PRIMAS		
Nikkei	16.232	-0,14			Gold	1360,8	0,20
Shangahi Comp.	2.985	0,08			Silver	20,455	-0,14
Bovespa Brasil	57.594	0,91			Oil W.Texas	41,54	2,69

COMENTARIO DE MERCADO

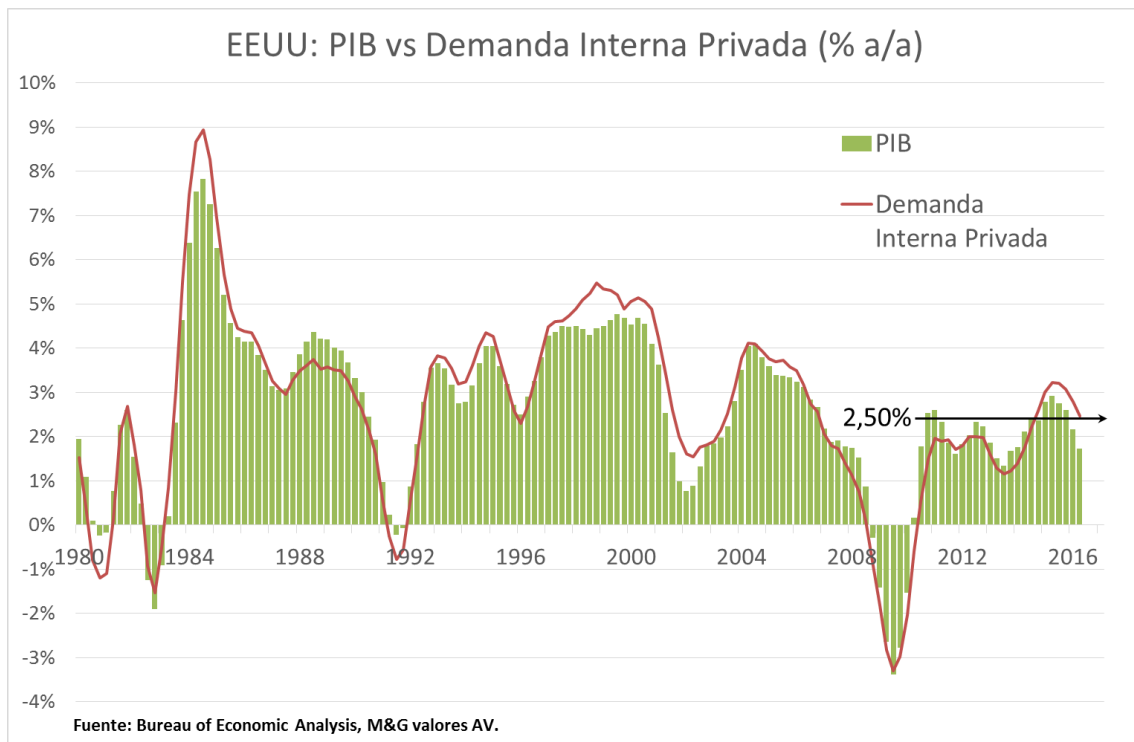
La economía “goldilocks”.

El llamado Principio Goldilocks hace referencia a que en una determinada muestra habrá entidades que se sitúen en los extremos, pero siempre habrá alguna entidad que se sitúe alrededor del valor medio entre esos extremos. El principio toma su nombre de un personaje del cuento “The three Bears” (Los Tres Ositos), una niña llamada “Goldilocks” (Ricitos de oro). Según el cuento Goldilocks llega un día a la casa de la familia de los osos y aprovechando su ausencia entra en ella. Encuentra en la mesa tres platos de sopa y como tenía mucha hambre se dispone a comer. Prueba primero el plato del padre y grita, ¡demasiado caliente!; después prueba el de la madre y exclama, ¡demasiado frío!; finalmente prueba el del hijo y dice, ¡este está perfecto, ni demasiado frío ni demasiado caliente! y se lo comió todo. En economía el Principio Goldilocks hace referencia a una economía que crece a un ritmo moderado sin inflación que es sostenible a largo plazo. Es una economía que no está demasiado caliente como para temer un repunte inflacionista y subidas de los tipos de interés, ni demasiado fría como para temer una recesión.

El crecimiento de la economía y los ciclos. La economía no crece de forma lineal sino que lo hace por medio de una sucesión de ciclos de crecimiento-recesión. En un ciclo normal llega un momento en que el crecimiento excesivo provoca una serie de desequilibrios, entre ellos un repunte de la inflación, que lleva al banco central a subir los tipos de interés para frenar el crecimiento. Eventualmente eso da lugar a una recesión como forma de ajustar los desequilibrios y dejar paso a un nuevo ciclo de crecimiento. Los bancos centrales apoyan el proceso de ajuste y el inicio del nuevo ciclo con una política monetaria expansiva con tipos de interés muy bajos. Cuando la recuperación se consolida, los tipos de interés se normalizan y la economía entra en una fase de crecimiento moderado sostenible sin crear inflación. Esta fase es la que puede denominarse “Goldilocks” y el objetivo de los bancos centrales sería que se prolongara lo máximo posible evitando que se generen los desequilibrios que dan lugar a las recesiones.

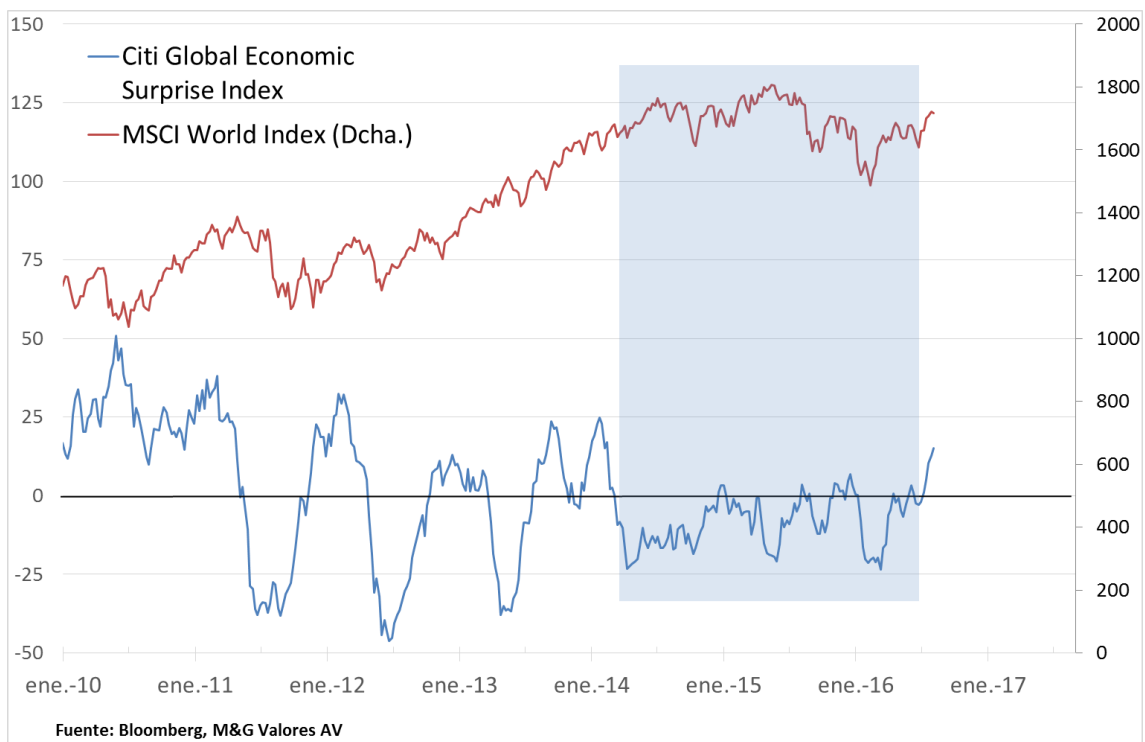
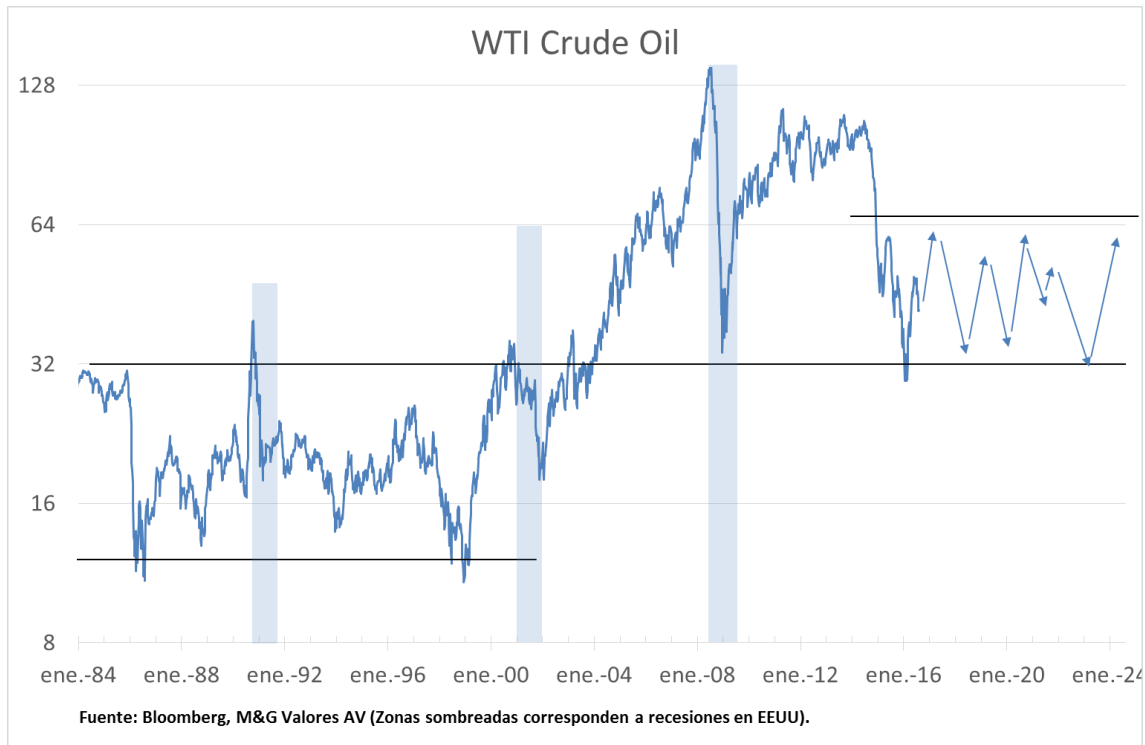
EEUU: crecimiento moderado sin inflación. La última recesión en EEUU finalizó en junio de 2009. En condiciones normales hace mucho tiempo que la política monetaria tendría que

haberse normalizado, pero es evidente que este ciclo tiene características especiales. La Reserva Federal ya dejó atrás la fase más intensa de estímulos al dar por finalizado el QE en octubre de 2014. A finales de 2015 realizó una primera subida de tipos que suponía el inicio de un proceso de normalización monetaria. Esa subida no ha tenido continuidad hasta ahora por diversos factores de riesgo que han llevado a la Fed a un compás de espera. En particular la crisis de materias primas y economías emergentes, la baja inflación y un crecimiento inferior al de ciclos anteriores han retrasado nuevas subidas que en todo caso se esperan para próximos meses. Los últimos indicadores conocidos, y particularmente la fortaleza del mercado laboral, apuntan a que la economía norteamericana puede mantener en próximos trimestres un crecimiento sostenido en el entorno del 2,5% anual. Si bien este ritmo es inferior al de anteriores ciclos, estaría en línea con lo que se considera el crecimiento sostenible a largo plazo de la economía norteamericana. En definitiva, siete años después del final de la Gran Recesión la economía en EEUU podría estar finalmente entrando en una fase de crecimiento estable y sostenible a largo plazo, una economía “goldilocks”, que permita a la Reserva Federal llevar a cabo un proceso gradual de normalización monetaria.

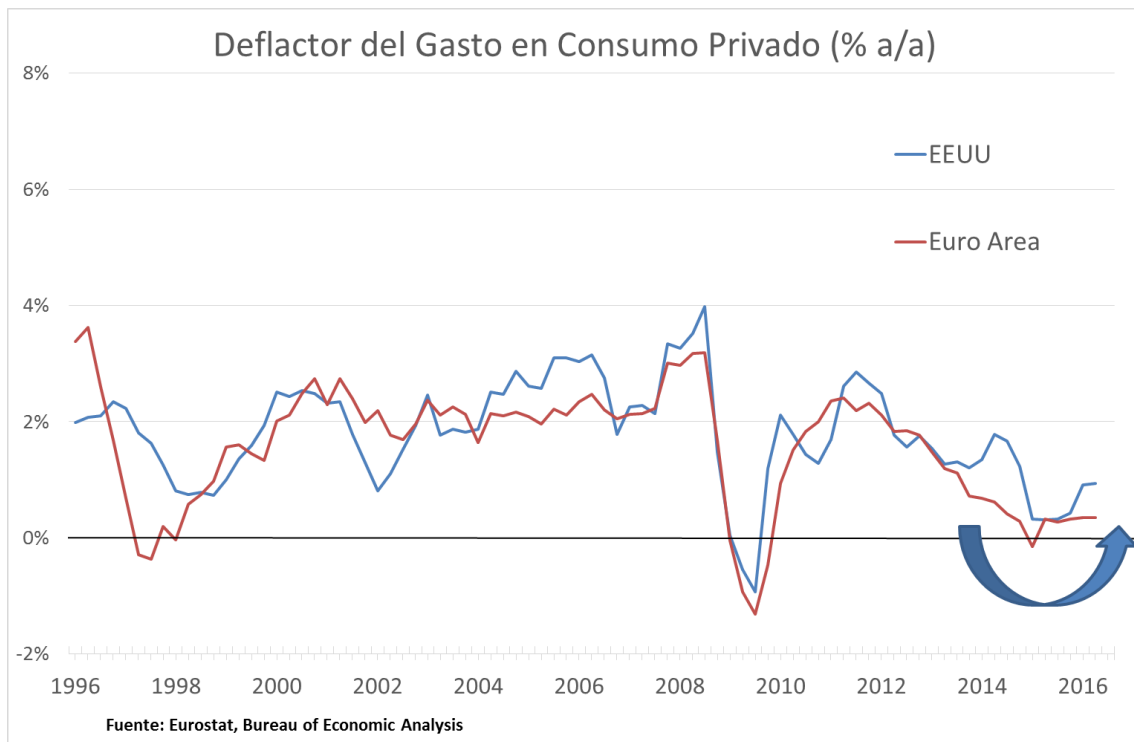


¿Fin a la crisis de las materias primas? Uno de los factores que ha frenado a la Fed en su intención de subir los tipos de interés ha sido la crisis de las materias primas que ha afectado especialmente a los mercados emergentes. Desde mediados de 2014 el petróleo ha sufrido un continuo desplome desde una cotización por encima de los 100\$ hasta un mínimo el pasado enero por debajo de 30\$. En el pasado fuertes correcciones del petróleo se han producido en el marco de una recesión, lo que ha hecho que en meses pasados los mercados temieran por una desaceleración global que sólo ha sido importante en los países emergentes. Aunque las economías desarrolladas no han sufrido un frenazo en su actividad económica, la crisis se ha notado en algunos sectores de la economía y se ha dejado sentir en los beneficios de las empresas. Indicadores como el “Citi Global Economic Surprise Index” se han mantenido en terreno negativo desde 2014 y recientemente han experimentado una fuerte recuperación que anticipa una mejoría cíclica de la economía global. La guerra de precios entre los países del

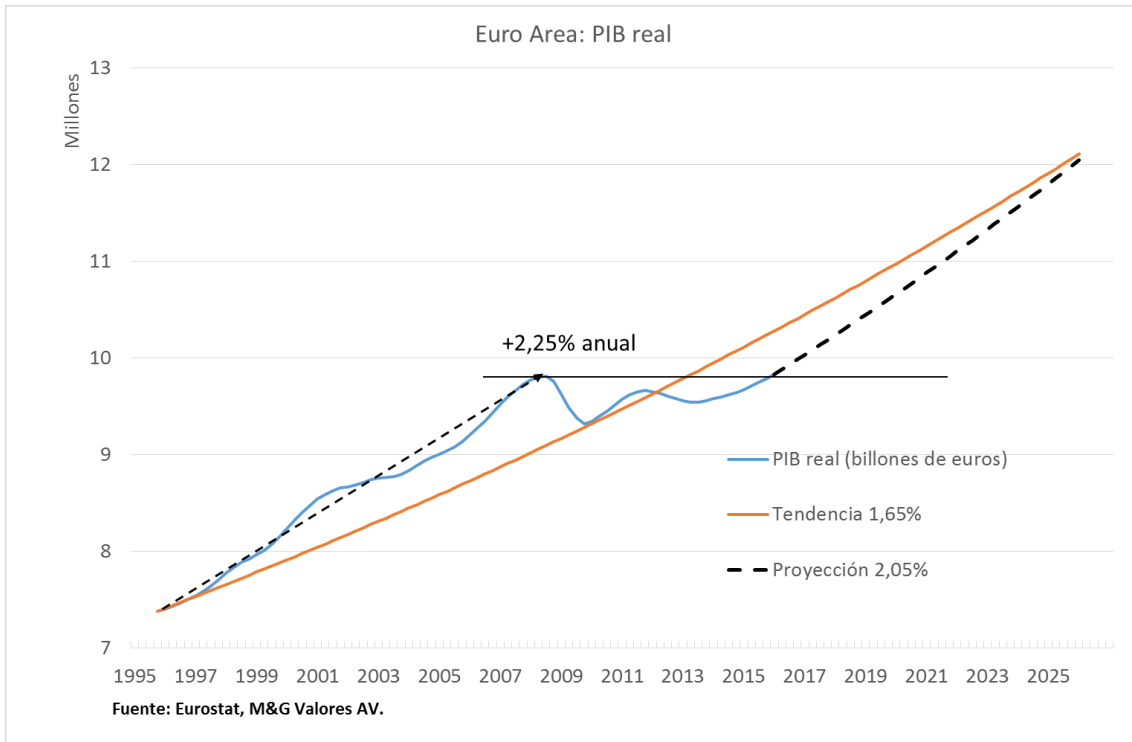
Golfo y los productores norteamericanos se ha saldado con un recorte de estos últimos de la producción del orden del 10%. Lo más probable es que el precio del crudo tienda a estabilizarse en los próximos años en un rango entre los 30\$ y los 70\$ aprox., Un escenario de precios de los “commodities” estables como en las décadas de los 80’ y 90’ es propicio para una economía “goldilocks” con crecimiento e inflación moderados.



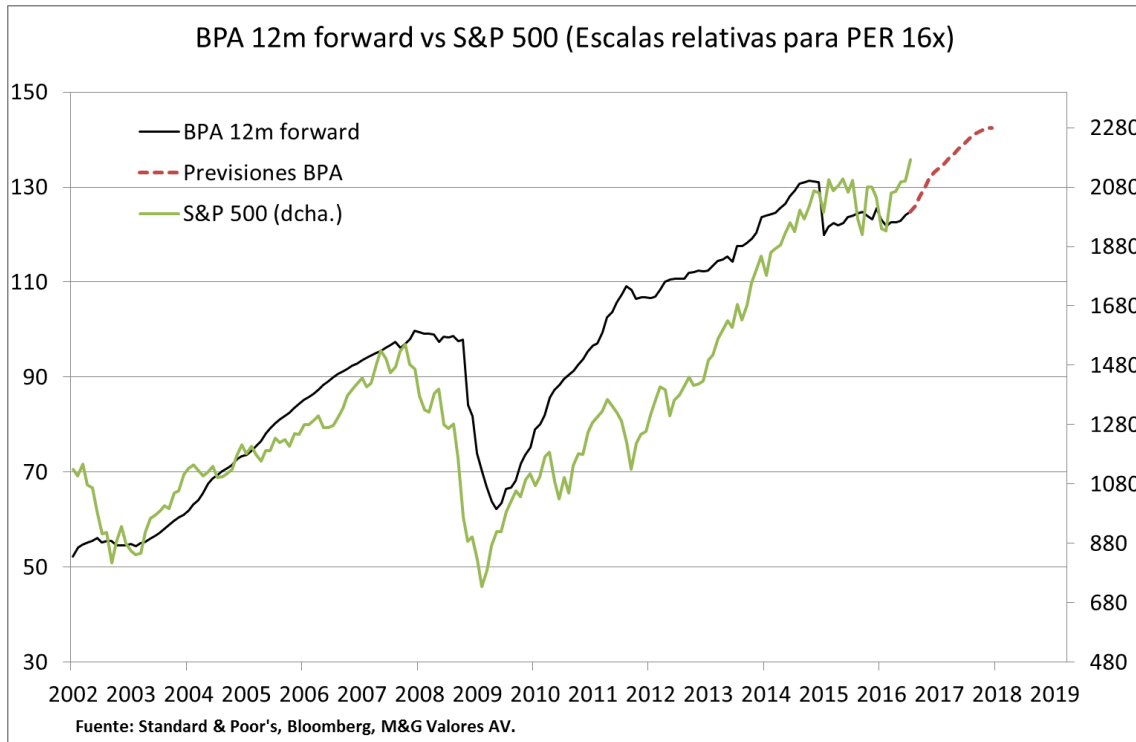
La inflación, ¿demasiado baja?. La inflación baja, especialmente en Europa, sigue siendo el principal factor de riesgo que impide una mayor confianza en una economía “goldilocks”. En todo caso con una inflación (medida con el deflactor del consumo privado en el PIB) en el 1,0% en EEUU es previsible que con la estabilización del petróleo tienda a subir en próximos meses para alejarse de niveles excesivamente “fríos”. También en Europa es previsible que la inflación tienda a subir en próximos meses aunque en este caso su nivel actual, del 0,3%, implica que el BCE está todavía lejos de poder iniciar un proceso de normalización monetaria que señalaría que la recuperación de la economía está definitivamente consolidada.



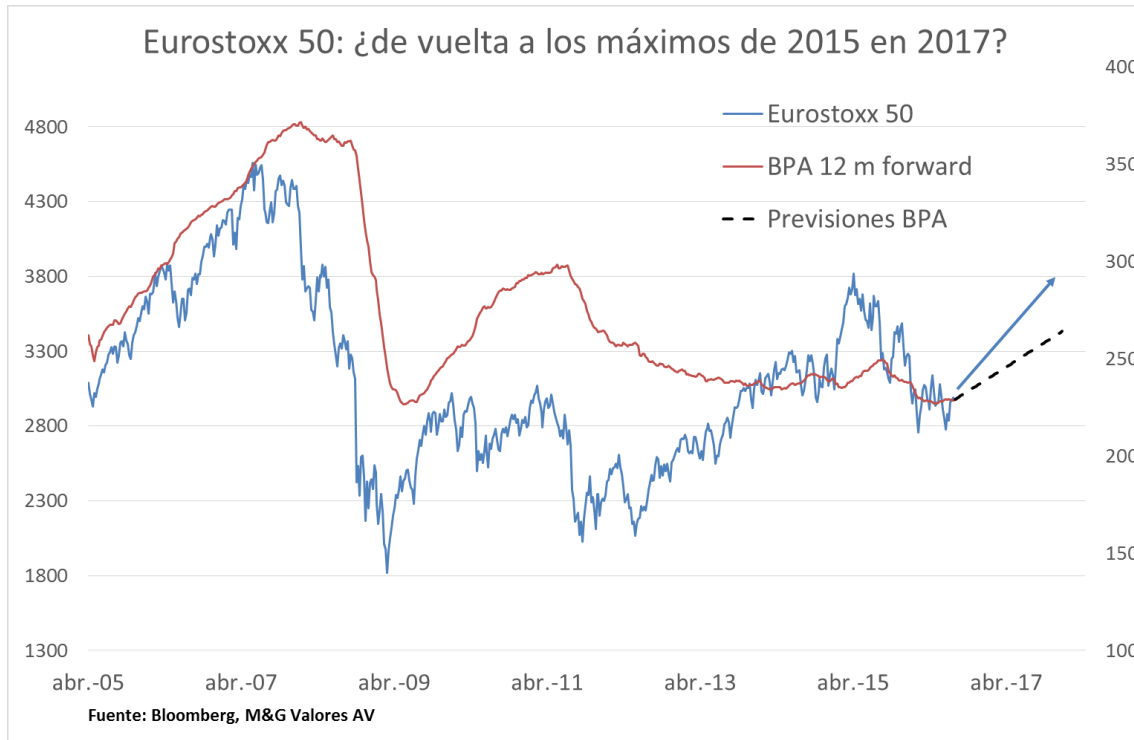
El ciclo en Europa apenas está empezando. La doble recesión provocada por la crisis del euro y el severo ajuste en los países periféricos se ha traducido en que el nuevo ciclo de crecimiento en la eurozona no se iniciara hasta mediados de 2013. También es verdad que la duración y profundidad del ajuste es consecuencia de un crecimiento excesivo en el ciclo anterior propiciado por la burbuja del euro en los periféricos. Entre 1995 y 2008 el PIB de la eurozona creció a una tasa anual media del 2,25% anual. Si asumimos que su crecimiento sostenible a largo plazo es del 1,65% vemos que el ajuste de los últimos años ha situado el PIB de la eurozona bastante por debajo de su nivel tendencial. Para recuperarlo, tendría que crecer a un ritmo del 2,05% anual en los próximos 10 años. De momento las previsiones de los analistas le dan un crecimiento más cercano al 1,5% que al 2% en los próximos años, pero esto podría cambiar en un entorno global más dinámico con EEUU y los grandes países emergentes creciendo a tasas algo superiores a las actuales. La elevación de la inflación sería también un factor decisivo para que Europa pudiera entrar en su particular fase “goldilocks” en los próximos años dejando atrás la permanente sensación de crisis en que nos movemos.



Markets ♥ Goldilocks Economy. Un mercado alcista de largo plazo necesita confiar en un escenario de crecimiento de los beneficios empresariales para desarrollarse, y éste a su vez se apoya en una fase expansiva de la economía. Después de un año de dudas por los factores de riesgo comentados que amenazaban a la economía global, los nuevos máximos históricos conquistados por la bolsa norteamericana parecen estar señalando que los inversores dejan atrás los temores a un deterioro de la economía y vuelven a confiar en la continuidad de la fase expansiva de la economía norteamericana. En este escenario es previsible que los beneficios de las empresas, que llevan 6 trimestres con crecimientos negativos, vuelvan a crecer en los próximos trimestres tal y como proyectan los analistas de compañías con tasas de crecimiento del 15% para 2017 y del 8% para 2018. Si aplicamos el PER actual de 17,5x a estas previsiones de beneficios tendríamos un objetivo para el S&P 500 a finales de 2016 sobre los 2.300 puntos y de 2.500 puntos a finales de 2017. Estos objetivos teóricos implican una revalorización del 6% y 15% respectivamente respecto a los niveles actuales.



La bolsa europea: barata pero con mayores incertidumbres. El Eurostoxx 50 cotiza actualmente a un PER 12 meses forward de 13x, un descuento históricamente elevado respecto a la de EEUU. Este descuento se puede explicar en parte por la diferente composición de los índices (mayor peso de bancos y cíclicas en Europa frente a compañías de crecimiento en EEUU), pero también es consecuencia de las mayores incertidumbres que rodean a la economía europea en general. La economía europea está todavía “demasiado fría” por lo que el mercado percibe unos riesgos mayores que en EEUU. Si aplicamos el PER actual de 13x a las previsiones de beneficios de los analistas para los próximos dos años tendríamos un objetivo de revalorización para el Eurostoxx 50 respecto a los niveles actuales del 2% para finales de 2016 y del 12% para 2017. Es probable, sin embargo, que estas rentabilidades se puedan mejorar sustancialmente si el mercado empieza a confiar en que Europa va a entrar también en una fase de crecimiento e inflación moderadas y el PER se eleva respecto de sus niveles actuales. En este caso sería razonable esperar un objetivo para el Eurostoxx 50 cercano a sus máximos de 2015 para finales de 2017, lo que supondría una revalorización del 26% respecto a sus niveles actuales.



ANALISIS TECNICO

Europa empieza a sumarse al proceso alcista de EEUU.

Sin demasiado ruido el proceso alcista sigue desarrollándose y cada vez más son los índices que van superando resistencias significativas con lo que la posibilidad de un nuevo ciclo alcista global en los próximos meses va tomando cuerpo.

Ayer los tres principales índices norteamericanos cerraron en máximos históricos lo que no sucedía desde el año 1999. Está claro que la bolsa norteamericana ha roto al alza su rango de fluctuación del último año por lo asumimos un escenario netamente alcista en los próximos meses tal y como hemos explicado en informes anteriores. Creemos que los índices norteamericanos iniciaron un proceso alcista en el mes de febrero que podría prolongarse durante 12-24 meses con objetivos posibles para el S&P 500 en la banda 2.400 – 2.700. De momento el soporte inicial que es probable ya no pierda sería el 2.110, aunque el escenario alcista no estaría en peligro mientras no perdiera la zona del 2.000.

Lo más significativo que ha sucedido en los últimos días es que hay ya un índice europeo, el Dax alemán, que ha superado los niveles clave para considerar que ha dejado atrás un suelo importante. Asumimos que en próximos meses el Daxk (es el Dax sin dividendos) se va a mover hacia sus máximos de 2015 sobre el 6.300, lo que implica una revalorización del orden del 20% respecto a sus niveles actuales.

El Eurostoxx 50 o el Ibox todavía no han superado sus resistencias clave de medio plazo pero esperamos que lo puedan hacer en próximas semanas y sumarse así al escenario alcista general que esperamos en próximos meses.









Departamento de Análisis.

Nicolás López

Director.

91.347.06.17

Email: mganalisis@mgvalores.com

Blog: www.mgvalores.com

Twitter: @nicolas_lopezm