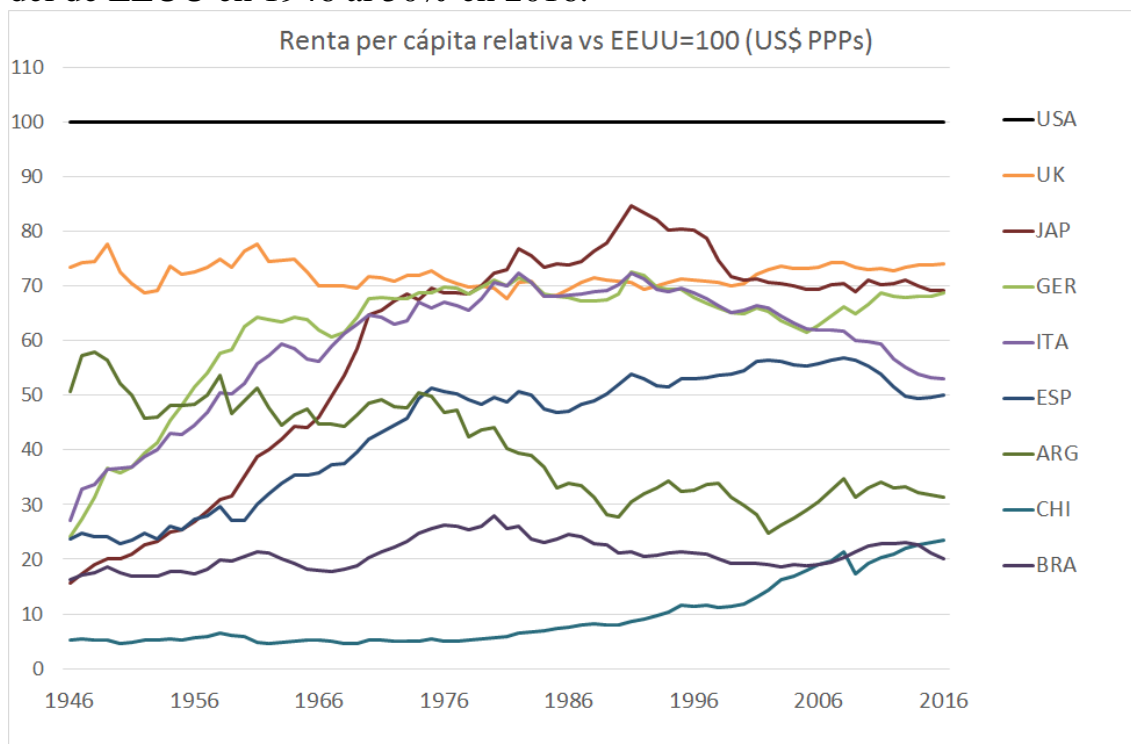


INDICES BOLSA			RENTABILIDAD BONOS		FUTUROS BOLSA		
	Ultimo	%		Ultimo (%)		Ultimo	%
Ibex 35	8.713	-0,50	USA 10y	1,75	Eurostoxx 50	2.993	-0,86
Ibex Mid Cap	8.721	-0,75	GER 10y	0,02	Dax	10.498	-0,81
Ibex Small Cap	4.761	-0,02	ESP 10y	1,05	S&P 500	2.149	-0,35
Dow Jones	18.269	-0,07	ESP-GER 10y	1,03	Dow Jones	#N/A	N/A
S&P 500	2.161	0,05	USA 2y	0,85	DIVISAS		
Nasdaq 100	4.874	-0,08	GER 2y	-0,66	EUR/\$	1,1109	-0,47
Dax	10.494	-0,71	ESP 2y	-0,21	EUR/Yen	115,41	0,54
Cac 40	4.449	-0,69	ESP-GER 2y	0,45	Dólar/Yen	103,88	0,06
Milan FTE	16.470	-0,13			MATERIAS PRIMAS		
Nikkei	16.860	-0,23			Gold	1252,9	-1,22
Shangahi Comp.	3.005	0,21			Silver	17,305	-1,98
Bovespa Brasil	60.644	0,65			Oil W.Texas	50,66	1,22

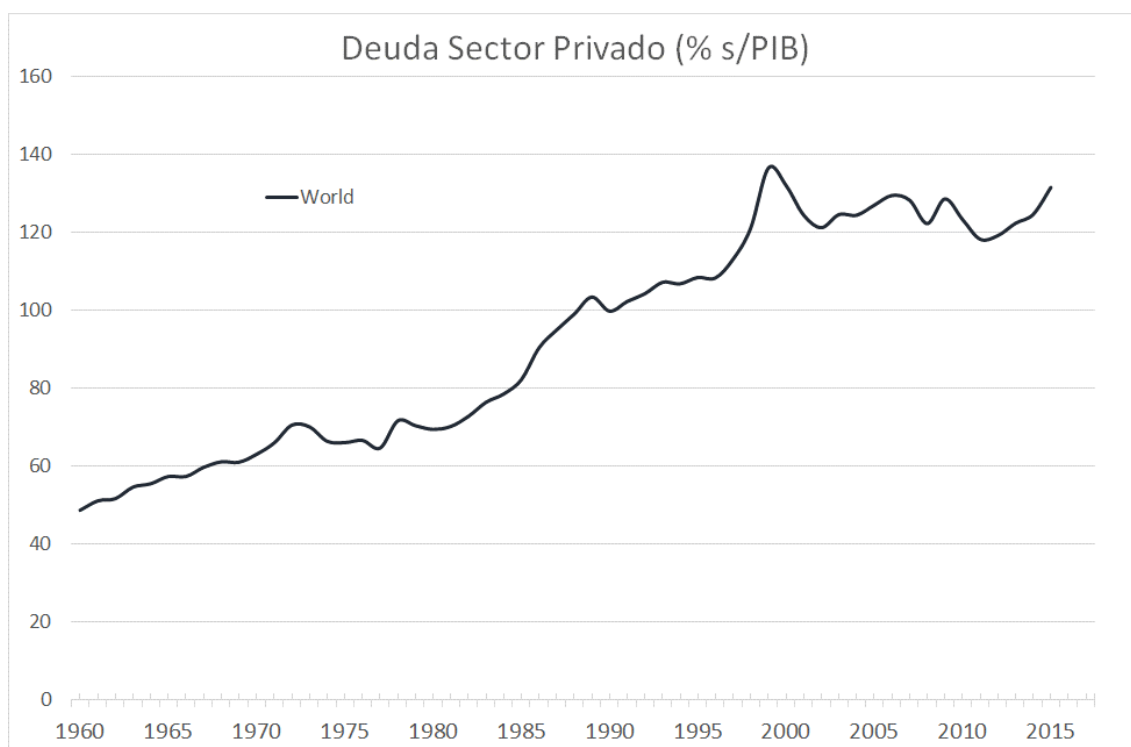
consideramos unas políticas excepcionales de los bancos centrales se convertirían en la práctica habitual durante muchos años y lo que ahora muchos consideran una “burbuja” en los mercados de bonos se mantendría de forma indefinida.

Estancamiento secular. Esta hipótesis fue avanzada por el economista Alvin Hansen en 1938 y resucitada recientemente por el ex – Secretario del Tesoro norteamericano Lawrence Summers. El argumento de Hansen era que el crecimiento mundial había sido impulsado hasta entonces por tres factores fundamentales: crecimiento demográfico, recursos de nuevos territorios (colonias, far west ...) y el progreso tecnológico. Los dos primeros factores ya no estaban ahí y el progreso tecnológico, según Hansen, podría ya no ser suficiente para mantener niveles de pleno empleo. Evidentemente las expectativas de Hansen no se cumplieron, pues las décadas que siguieron a la 2ª Guerra Mundial se caracterizaron por un fuerte crecimiento de la economía. EEUU ha sido el país en la vanguardia tecnológica del mundo y como tal marcaba la frontera del desarrollo, pero el resto del mundo vivió unas décadas de gran crecimiento hasta el punto de que ese período 1945-1975 es conocido en Europa como “La Edad de Oro del Crecimiento Económico”. Casi 80 años después, Larry Summers ha resucitado la idea del estancamiento secular. Considera que nos enfrentamos a un periodo prolongado de demanda insuficiente, fundamentalmente por falta de inversión, que requeriría estímulos fiscales para evitar un elevado desempleo.

De 1945 a 1990 Europa y Japón tuvieron un fuerte crecimiento y mejoraron sus niveles de renta respecto a EEUU. A partir de entonces han perdido terreno. El inicio del despegue chino en 1975 coincide con el declive de Argentina y Brasil. El PIB per cápita de España ha pasado de ser el 25% del de EEUU en 1946 al 50% en 2016.

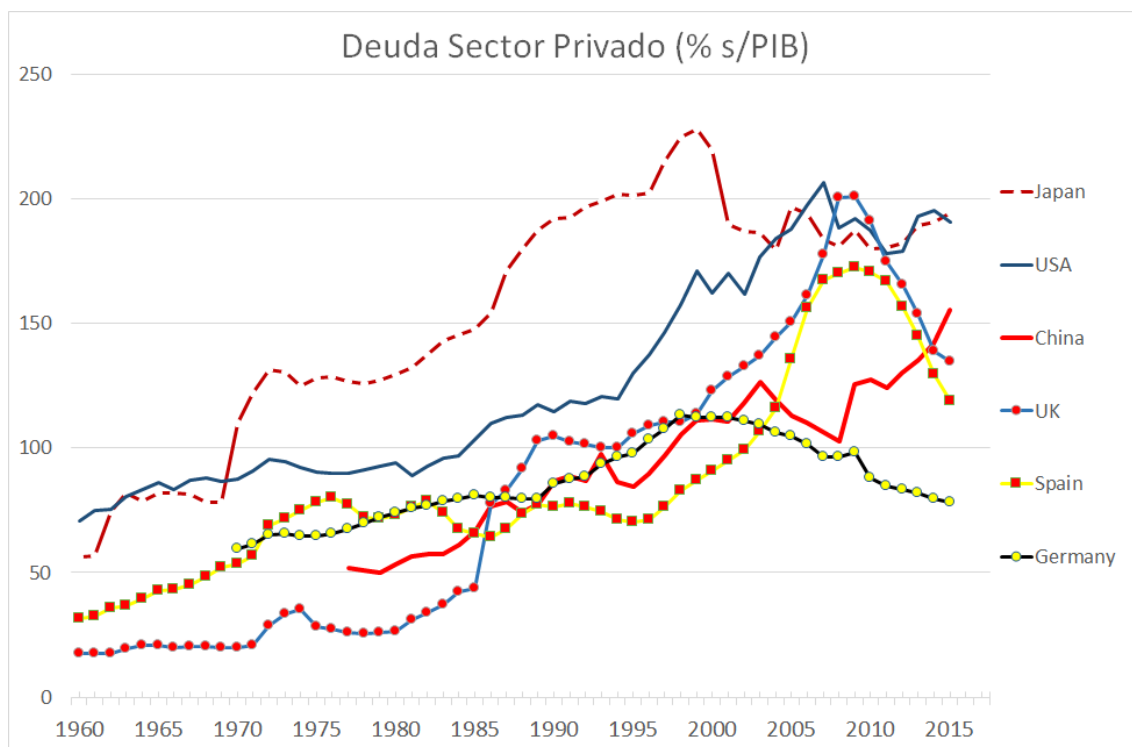


Super-ciclo de deuda. Una explicación alternativa a la situación de la economía es la que aporta Keneth Rogoff quien rechaza la idea del estancamiento secular. A cambio sugiere que el bajo crecimiento e inflación actuales son consecuencia del fin de un gran ciclo de crecimiento del endeudamiento. De acuerdo a esta interpretación el final del proceso de desapalancamiento nos devolverá a unas tasas de crecimiento superiores a las que actualmente se estiman extrapolando al futuro las tasas actuales. La diferencia fundamental entre ambos enfoques es que en el primer caso tendríamos por delante un largo período de años o incluso décadas con un escenario similar al actual. La hipótesis de Rogoff, por el contrario, nos acercaría más a un proceso de normalización monetaria en línea con el pensamiento actual de la Reserva Federal que prevé subir los tipos de interés al entorno del 2,5% en un par de años. El ratio de deuda privada respecto al PIB para el total mundial tocó techo en el año 2.000 para entrar en un proceso de reducción hasta 2011. Desde entonces ha vuelto a crecer suavemente.



Si analizamos la evolución de la deuda privada por países vemos que el techo del año 2000 se debe sobre todo a Japón (donde la deflación hizo que el peso relativo de la deuda siguiera aumentando durante los años 90 pese a que en valor absoluto estaba disminuyendo) y a Alemania. Ambos países empezaron entonces un proceso de desapalancamiento que ha durado hasta nuestros días. Otros países como EEUU, Reino Unido o España registraron su pico de endeudamiento en 2007 como consecuencia de la burbuja inmobiliaria, para entrar en un fuerte proceso de desapalancamiento a continuación. El aumento del endeudamiento desde 2012 se explicaría por la modesta recuperación de EEUU y, sobre todo, por el fuerte aumento de la deuda privada en China que viene siendo motivo de preocupación bastante general. La tesis de Rogoff sería que el ajuste de los agentes privados tras el super-ciclo de endeudamiento de 1980-2007 explicaría el pobre desempeño de la economía y las presiones deflacionistas con especial incidencia en Europa donde el ajuste está siendo más intenso. Una vez que este proceso finalice, cabe esperar la vuelta a unas tasas de crecimiento superiores a las que ahora se proyectan para los próximos años (EEUU, 2,0%, Eurozona 1,5%).

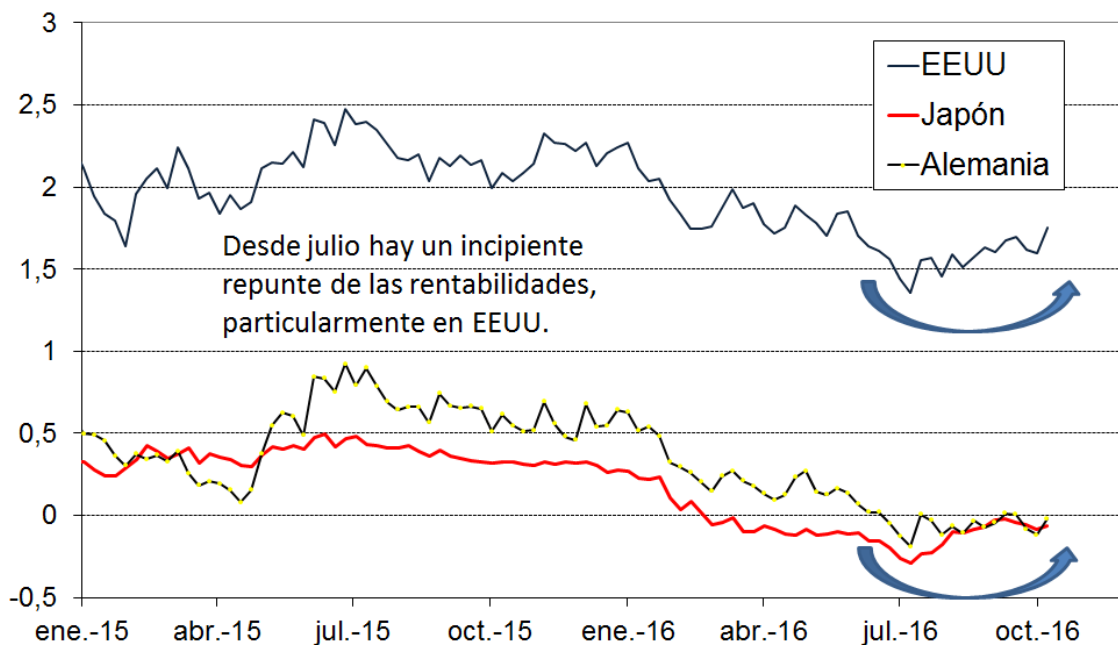
EEUU y Japón han estabilizado sus ratios de endeudamiento que continúan cayendo en la mayor parte de Europa. China vive su particular boom crediticio.



El repunte de las rentabilidades, si se sostiene, sería consistente con la tesis más optimista de Rogoff. Desde el mes de julio se aprecia un incipiente repunte de las rentabilidades a largo plazo de los bonos soberanos que recientemente ha cogido algo de impulso. Desde luego todavía es demasiado pronto como para dar por hecho que esto sea el inicio de un nuevo ciclo alcista en las rentabilidades, pero al menos los mercados parecen estar asumiendo cierta estabilización. Desde la primera subida de tipos en EEUU a finales de 2015 la Fed ha mantenido el escenario de que las subidas continuarán en los próximos años asumiendo la normalización de la economía norteamericana y la vuelta a tasas de inflación del 2% (actualmente el índice de precios del Consumo privado en el PIB está en el 1%). En 2016 las expectativas de nuevas subidas no se han concretado por las incertidumbres creadas por la crisis del petróleo y las economías emergentes. Todo apunta, sin embargo, a que en diciembre se producirá una nueva subida. Más dudoso es si en 2017 finalmente se mantendrá un ritmo de subir 25 pb al trimestre o si volverá a entrar en una fase de esperar y ver como ha sucedido en 2016. En todo caso la evolución de la economía en EEUU permite mantener cierto optimismo sobre un escenario de progresiva vuelta a la normalidad en sintonía con la argumentación de Rogoff. La propia evolución de los mercados de acciones, con una clara rotación desde los sectores defensivos (Utilities, Telecoms, Consumo no cíclico, Salud ...) hacia sectores más ligados al ciclo económico (Financieros, Energía, Materias Primas, Industriales ...) parece reforzar el escenario de un crecimiento sostenido y aumento de la inflación en los próximos trimestres.

El incipiente repunte de las rentabilidades de los bonos en EEUU y la estabilización en Europa y Japón

Rentabilidad Bonos Tesoro 10 años



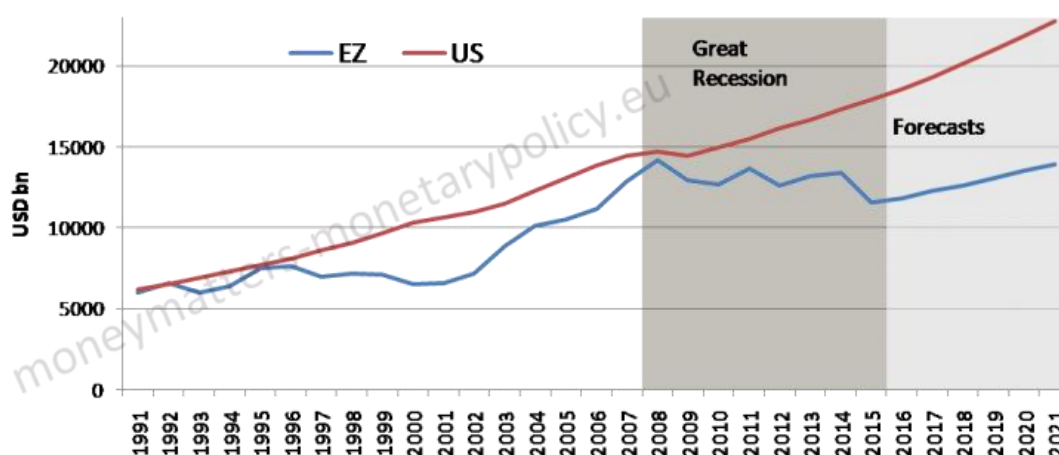
.... está favoreciendo una rotación de sectores defensivos a cíclicos.

Stoxx 600 Defensives (línea verde) vs Stoxx 600 Cyclical (línea blanca).
Ratio Defensives/Cyclicals (línea inferior).



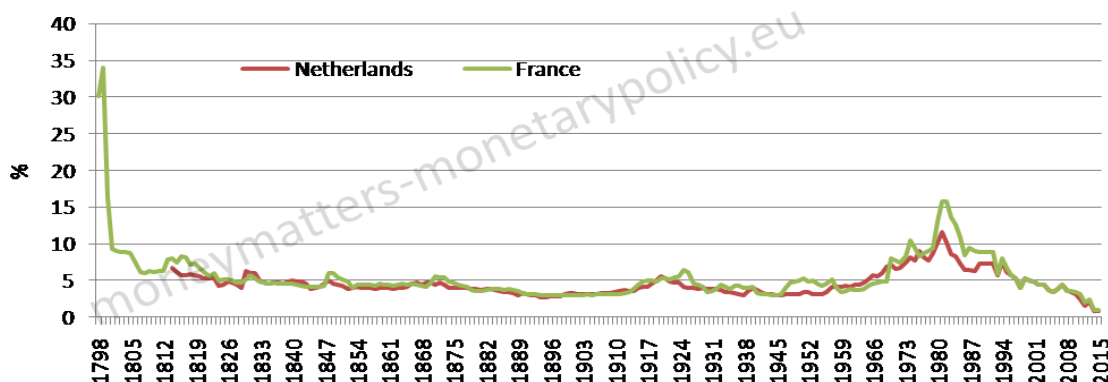
El “estancamiento secular” encaja mejor con la situación europea que con EEUU. Aunque Summers habló del estancamiento secular pensando en EEUU, lo cierto es que es en Europa donde sería más fácil encajar la situación actual y las expectativas futuras con un escenario de este tipo. El crecimiento previsto del 1,5% anual para los próximos años junto a una inflación que se mantiene por debajo del 1% nos dejaría en un escenario a la japonesa y con muchos años por delante de políticas monetarias excepcionales dirigidas a evitar las periódicas recaídas en recesión que ha sufrido la economía japonesa desde 1990.

Evolución PIB real en US\$ EEUU vs Eurozona.

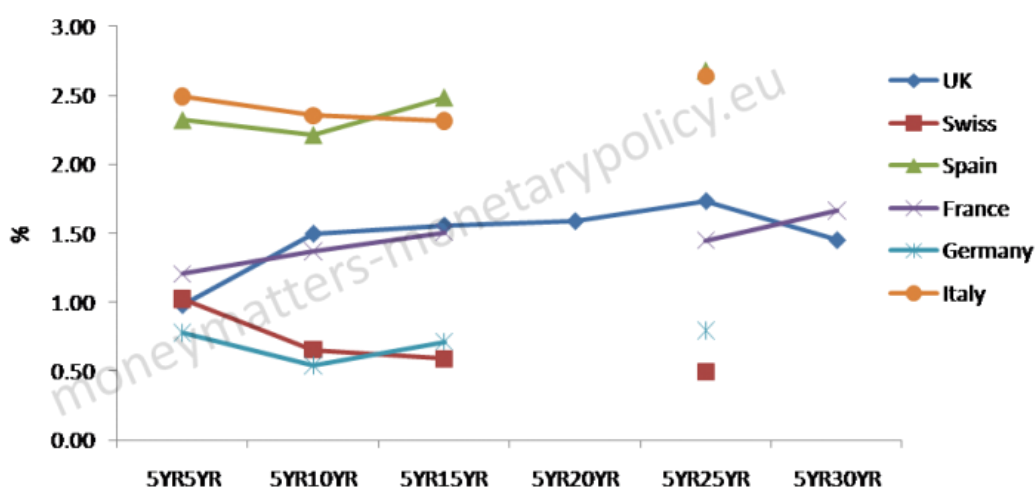


El factor que más claramente apuntaría a un escenario de estancamiento secular en Europa es la propia evolución de los tipos de interés y sus expectativas futuras. Vistos en perspectiva las rentabilidades a largo plazo denotan un ciclo descendente desde niveles anormalmente altos (inflacionistas) a principios de los 80' hasta niveles históricamente bajos (deflacionistas) en la actualidad. Es decir, los bajos tipos actuales no se explicarían simplemente como una consecuencia transitoria de la Gran Recesión, sino que formarían parte de un proceso secular de largo plazo que podría tener como explicación una caída “permanente” en las expectativas de crecimiento a largo plazo de la economía europea. Más difícil es saber qué explicaría esa caída pero el ejemplo de Japón muestra que factores demográficos estarían jugando un papel importante. Además de los bajos niveles actuales, las expectativas de los mercados implícitas en los diferenciales futuros reflejan que los inversores esperan que la situación de tipos de interés extraordinariamente bajos se mantenga durante años e incluso décadas. Bien es cierto que los mercados se pueden equivocar y que esto no sea más una extrapolación al futuro de la situación actual, pero desde luego no parece que en Europa quepa esperar un cambio rápido de la situación y sí en cambio algunos años más de políticas monetarias ultra expansivas. Todo lo más, la preocupación del BCE por la rentabilidad de los bancos podría llevarle a adoptar alguna estrategia encaminada a mantener cierto diferencial entre los tipos largos y cortos, pero vemos pocas probabilidades de un repunte sostenido de las rentabilidades de los bonos en los próximos meses.

La evolución de los tipos de interés en Francia y Holanda desde 1798 muestra la tendencia a la baja y lo extraordinario de los niveles actuales.



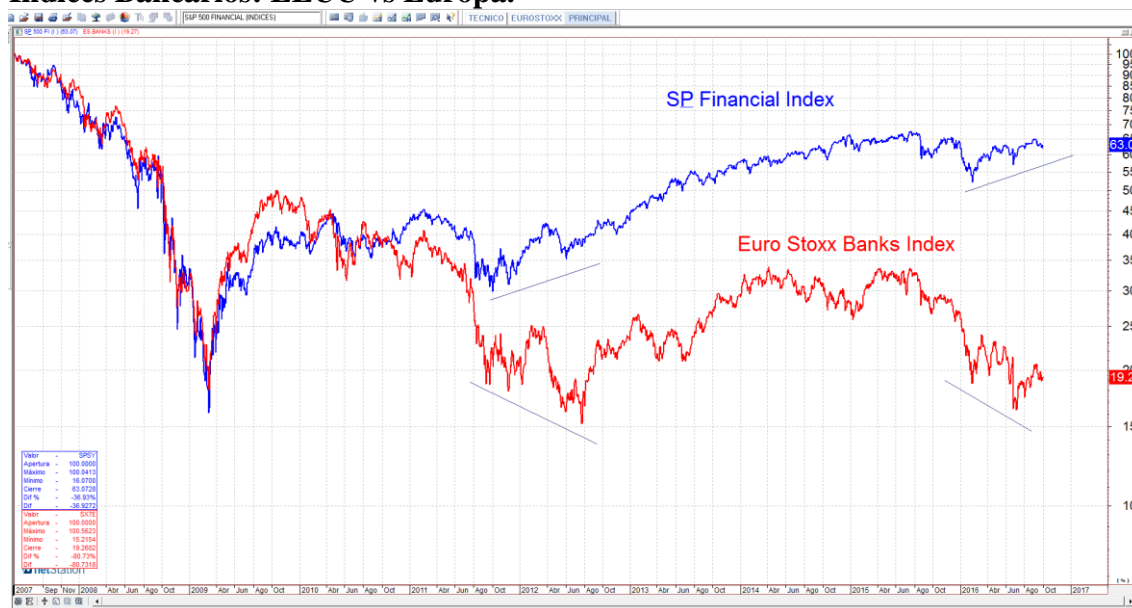
Los tipos forward (rentabilidades a 5 años esperadas dentro de 5,10 ...30 años) reflejan que los inversores esperan tipos muy bajos durante mucho tiempo: dentro de 25 años las rentabilidades a 5 años serán del 0,5% en Alemania, el 1,50% en Francia y el 2,50% en España según la curva de tipos actual en estos países.



Deutsche Bank, ¿un nuevo Lehman?. Lo que se conoce como el “momento Lehman” fue un acontecimiento único y creo que irreplicable (al menos durante unas cuantas generaciones). Las consecuencias catastróficas para el sistema financiero y para la economía global se derivaron de unas circunstancias concretas que dieron lugar a un pánico bancario masivo y a un “sudden stop” de la economía. Desde finales de 2007 el sistema bancario en EEUU y Europa manifestaba un severo problema de liquidez por la desconfianza general respecto a la salud de los balances de los bancos. Cuando el crédito se cerró de forma definitiva para Lehman, y las autoridades norteamericanas se negaron a rescatarlo, el banco se acogió a los procedimientos de quiebra entrando en un proceso de liquidación forzado y desordenado que implicaba fuertes pérdidas para los acreedores (bonistas y depositantes). Esto provocó un pánico masivo, por el temor de los grandes inversores (otros bancos, Fondos de inversión) a verse atrapados en eventuales quiebras en otros bancos, que dejó sin liquidez al sistema en un momento en que la morosidad se disparaba por el estallido de la burbuja inmobiliaria. El “credit crunch” puso en marcha una recesión global de grandes proporciones que no hizo sino agravar la situación de los bancos en los primeros meses de 2009. A partir de ahí, la actuación de la Reserva Federal con sus programas de liquidez y el rescate de algunas instituciones (Fannie Mae, Freddie Mac, AIG ...), favoreció un rápido proceso de saneamiento y recapitalización del sector en EEUU sentando las bases para la recuperación de la economía.

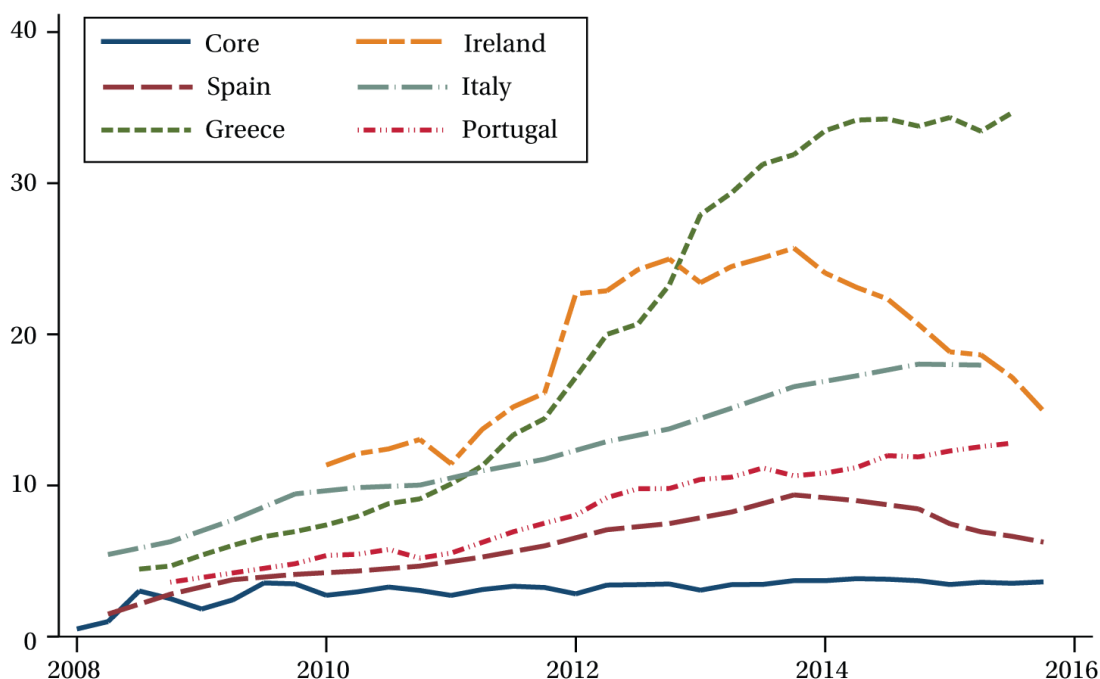
Bancos europeos: la crisis interminable. La salud de los balances de los bancos es un reflejo de la salud de la economía real. El relativamente rápido saneamiento de la banca norteamericana fue posible en primer lugar por la rápida asunción de pérdidas y recapitalización, pero sobre todo por la recuperación de su economía que permitió la vuelta a unos niveles de rentabilidad del negocio bancario razonables. En Europa el proceso está siendo mucho más lento. En parte porque el deterioro de los activos se ha ido produciendo de forma más paulatina, pero sobre todo porque el escaso crecimiento de la economía, el fuerte desapalancamiento del sector privado y los bajos tipos de interés han deteriorado los niveles de rentabilidad de la banca deprimiendo las valoraciones de las acciones.

Indices Bancarios: EEUU vs Europa.



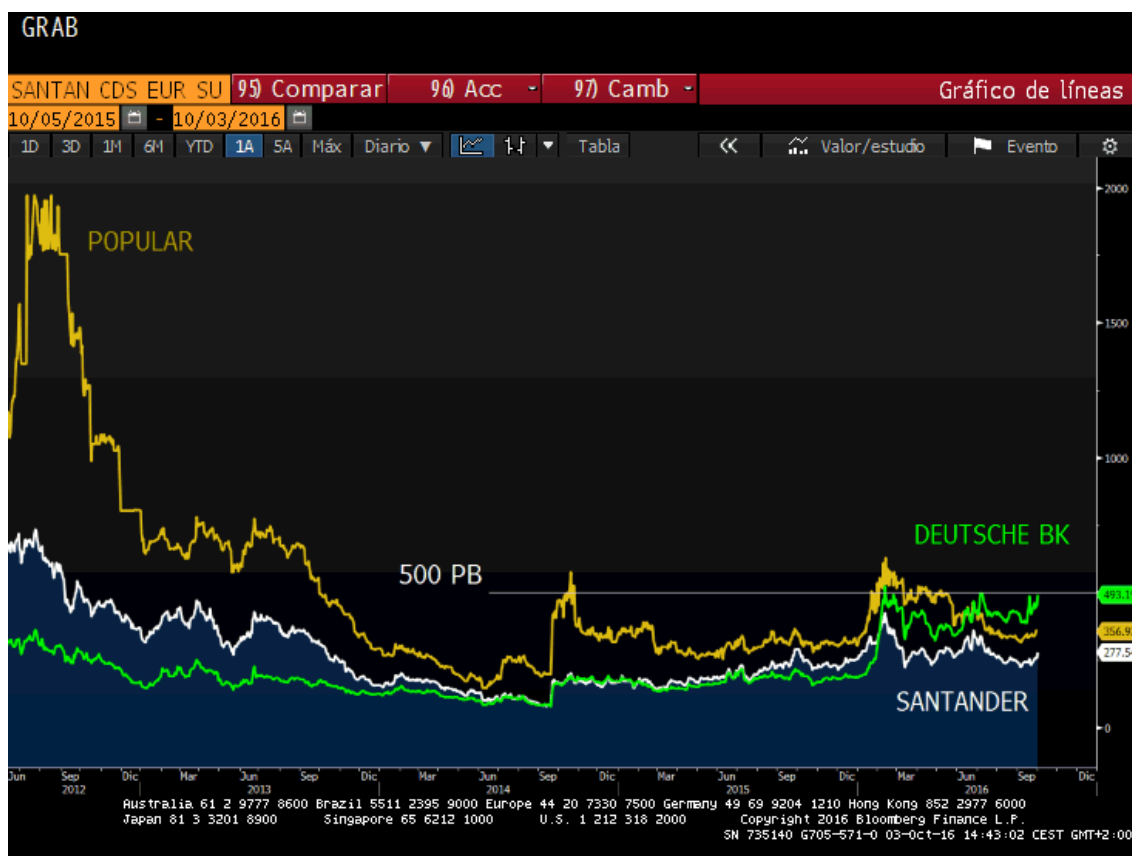
El caso italiano: un problema de morosidad. El caso de la banca italiana ha estado en el primer plano de las preocupaciones del mercado en los últimos meses. Italia no sufrió una crisis inmobiliaria por lo que la morosidad de su sector bancario ha ido creciendo a un ritmo apreciable desde 2009 por la crisis de su sector manufacturero que es de dónde procede la mayor parte de su morosidad. Actualmente los activos dudosos, netos de provisiones, suponen un 18% de los préstamos totales, nivel sólo superado por Grecia. En los países “Core” (Alemania, Francia) la morosidad no ha sido nunca un problema significativo. De los países periféricos sólo España e Irlanda han afrontado el problema de la morosidad bancaria y la están reduciendo desde 2013 (en España ha caído de un máximo del 9,38% en 2013 al 6,26% en 2015). Por el contrario, en Italia y Portugal la morosidad ha seguido aumentando hasta hoy en que representa un problema de enorme magnitud. La estrategia que han seguido de esperar a que la recuperación de la economía resolviera el problema podría haber funcionado en un ciclo económico normal, pero en esta crisis sólo ha servido para que la propia debilidad de los bancos contribuyera a alargar la crisis por su imposibilidad de dar crédito nuevo. Ahora Italia se enfrenta a un problema de difícil solución con 338.000 millones de euros de créditos dudosos. La necesaria venta de estos activos para sanear los balances requerirá de un programa de ayuda europea y puede generar pérdidas importantes entre accionistas y acreedores. Es esta amenaza, y la posibilidad de que otros bancos europeos puedan también requerir de un “último esfuerzo de recapitalización” la que mantiene bajo presión al sector bancario en Europa en los últimos meses.

Tasas de morosidad grupos bancarios europeos (incluye filiales extranjeras) por países (Fuente: Bruegel).



Deutsche Bank: un caso particular que se enmarca en la crisis del sector en Europa. Con una tasa de morosidad de apenas el 1% está claro que el problema del Deutsche Bank es de una naturaleza diferente al de la banca italiana. Estamos hablando de un banco con unos activos de 1,8 billones (2/3 del PIB alemán) un valor en libras de 68.000 millones de euros y un valor de

mercado de apenas 15.000 millones (0,2x valor en libros). La crisis de la semana pasada se he debido a la posibilidad de que se le impusiera una multa del orden de los 14.000 millones de euros. Esta multa habría reducido los fondos propios de 68.000 a 58.000 millones aprox. (el resto ya está provisionado) haciendo necesaria una gran ampliación de capital. Además, unas pérdidas de ese calibre podrían llevarle a cancelar el pago del cupón de los CoCos (bonos convertibles) lo que forzaría su conversión obligatoria en acciones. El rumor de que podría llegarse a un acuerdo que dejaría la multa en 5.400 millones permitió que el viernes se recuperaran buena parte de las pérdidas acumuladas desde que se dio a conocer la multa. Si esto se confirmase, el riesgo de una operación de capital inminente quedaría atrás, pero no así la problemática general a la que se enfrenta el banco que ha provocado que a día de hoy los CDS (Credit Default Swaps) coticen un mayor riesgo de impago del Deutsche Bank que del Banco Popular. En todo caso los CDS bancarios se mantienen por debajo de los niveles de enero cuando se produjo un repunte generalizado por los mismos motivos que ahora: banca italiana y Deutsche Bank.



Un problema de modelo de negocio. Pese al escaso impacto de las provisiones por morosidad el Deutsche Bank tiene una rentabilidad muy baja con un RoTNE (rentabilidad sobre los fondos propios tangibles netos) del orden del 4% frente a niveles del 7-10% en los grandes bancos españoles o franceses. Esta rentabilidad denota un problema de base en su modelo de negocio que va más allá de la problemática de los bajos tipos de interés. Los bancos nórdicos, por ejemplo, se enfrentan a un entorno de tipos negativos desde hace bastante tiempo y sus niveles de rentabilidad son bastante más elevados. El Deutsche Bank es ante todo un banco de inversión, con amplia diversificación geográfica y negocios muy diversos como la custodia de

commodities, liquidación de valores, sistemas de pago, trading de renta fija, variable y derivados y un largo etcétera. El reto del banco, que en teoría lleva ya algunos años afrontando, es reestructurarse hasta conseguir un modelo de negocio rentable. El problema es que esto puede implicar la venta de activos importantes que pueden aflorar pérdidas que impliquen nuevos procesos de recapitalización. Lo que en los bancos italianos son unos abultados créditos morosos, en el Deutsche Bank son activos (negocios) de baja rentabilidad cuya venta forzada implicaría asumir pérdidas.

Ante los coletazos finales de la crisis bancaria europea. Mi impresión es que estamos llegando a la última fase de la crisis bancaria europea siendo el problema de la banca italiana el más complicado de resolver por las grandes necesidades de capital que pueden derivarse de un proceso de saneamiento de los activos dudosos. El gran temor de los mercados es que la nueva regulación prohíba en teoría los rescates públicos de los bancos, lo que quiere decir que en algunos casos las pérdidas a asumir podrían afectar no sólo a los accionistas sino también a los acreedores. Pero sin ese doloroso saneamiento previo, los inversores privados no están dispuestos a acudir a ampliaciones de capital.

El Deutsche Bank y el “momento Lehman”. Sin duda es una exageración del mercado asociar la crisis del Deutsche Bank a la de Lehman Brothers. Además del entorno general muy diferente al de 2008, al Deutsche le sobra lo que a Lehman le faltaba: liquidez. Actualmente tiene una liquidez de unos 250.000 millones de euros, además de colateral por más de 500.000 para acudir al BCE si fuera necesario. Esto hace prácticamente imposible un desenlace “a la Lehman”. Entiendo que DB tiene la capacidad para ir saliendo de la crisis por sus propios medios, pero esto puede incluir en el camino algún proceso doloroso de asunción de pérdidas como en el caso de la banca italiana. Las consecuencias para el mercado no pasarán en mi opinión de las turbulencias a que nos tiene acostumbrado el sector desde hace tiempo. Creo que salvo en casos puntuales de los bancos que puedan necesitar recapitalizarse, la mayoría del sector en Europa registra valoraciones que descuentan un escenario muy negativo por lo que veo poco probable una nueva fase bajista en toda regla. Más bien al contrario, creo que un eventual proceso de rescate/saneamiento en los principales bancos en duda (Italia, Deutsche ...) podría ser el factor determinante para que la bolsa europea saliera de su letargo y empezara a recuperar el terreno perdido con EEUU en los últimos meses.

ANÁLISIS TÉCNICO

Se mantiene el movimiento lateral por debajo de niveles de resistencia muy importantes en Europa.

La caída de la semana pasada como consecuencia de la crisis del Deutsche Bank puso en riesgo los soportes de corto plazo en los índices europeos. Durante la sesión del viernes pasado llegaron a perderse en varios índices pero la fuerte recuperación antes del cierre consiguió salvar la situación. El escenario se mantiene por tanto sin cambios respecto a anteriores comentarios.

Los índices europeos detuvieron su recuperación de julio-agosto al acercarse a los niveles calve de resistencia cuya superación confirmaría definitivamente el fin de la fase correctiva que iniciaron a mediados de 2015. Mientras esos niveles no sean superados

seguimos en un entorno de movimiento lateral sin descartar el riesgo de que en algún momento este movimiento vaya a buscar soportes inferiores a los actuales. La rotación de sectores defensivos a cíclicos es en principio un indicio positivo pero en algún momento esta rotación tendría que dejar paso a un movimiento al alza homogéneo del conjunto del mercado para poder romper los niveles de resistencia.





Departamento de Análisis.

Nicolás López

Director.

91.347.06.17

Email: mganalisis@mgvalores.com

Blog: www.mgvalores.com

Twitter: @nicolas_lopezm