

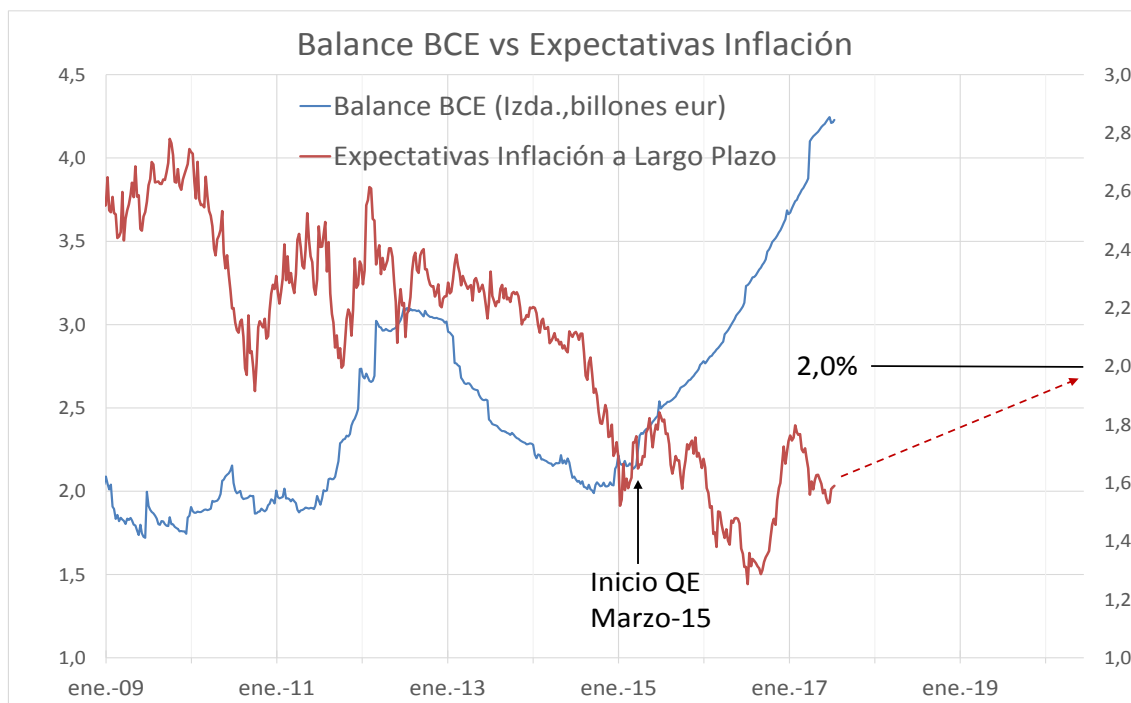
INDICES BOLSA			RENTABILIDAD BONOS		FUTUROS BOLSA		
	Ultimo	%		Ultimo (%)		Ultimo	%
Ibex 35	10.565	-0,22	USA 10y	2,25	Eurostoxx 50	3.488	-0,06
Ibex Mid Cap	10.589	0,71	GER 10y	0,53	Dax	12.428	0,04
Ibex Small Cap	6.028	0,18	ESP 10y	1,48	S&P 500	2.472	0,02
Dow Jones	21.612	-0,13	ESP-GER 10y	0,95	Dow Jones	#N/A	N/A
S&P 500	2.473	-0,02	USA 2y	1,35	DIVISAS		
Nasdaq 100	5.921	0,09	GER 2y	-0,64	EUR/\$	1,1649	0,12
Dax	12.447	-0,04	ESP 2y	-0,28	EUR/Yen	130,17	-0,13
Cac 40	5.199	-0,32	ESP-GER 2y	0,37	Dólar/Yen	111,74	0,15
Milan FTE	21.439	-0,19			MATERIAS PRIMAS		
Nikkei	20.100	-0,22			Gold	1245,7	0,28
Shangahi Comp.	3.242	-0,10			Silver	16,285	0,30
Bovespa Brasil	64.938	-0,37			Oil W. Texas	46,94	-0,70

COMENTARIO DE MERCADO

Draghi afronta el inicio del “tapering” con cautela. Después de la violenta reacción del mercado a unas declaraciones hace dos semanas en las que daba por superada la fase deflacionista de la economía europea, el comunicado de la última reunión de política monetaria del BCE ha sido extremadamente cauteloso evitando toda referencia a un posible inicio del “tapering” (disminución gradual del programa de compra de activos del BCE). Pese a reconocer una mejoría de la economía, de momento mantiene sin cambios el mensaje sobre las expectativas futuras de la política monetaria: “el actual programa de compras de bonos de 60.000 millones al mes se mantendrá al menos hasta diciembre y podrá prolongarse durante más tiempo e incluso aumentar su tamaño si la evolución de la inflación lo hiciera aconsejable”. A preguntas sobre cuándo comunicarán si se empezará a reducir o no a partir de enero se limitó a decir que la decisión se tomará en otoño, lo que deja abierto el período septiembre diciembre para comunicar la decisión definitiva.

Un largo proceso de normalización monetaria. Pese a que el comunicado de ayer trata de transmitir la idea de que el QE podría prolongarse durante próximos meses, creemos que con toda probabilidad a partir de enero empezará un proceso similar al que está llevando a cabo la Reserva federal desde diciembre de 2014. Un “timing” similar implicaría que a lo largo de 2018 se iría reduciendo el volumen de compras de activos hasta su total eliminación en diciembre de 2018 mientras los tipos de interés empezarían a subir en enero de 2020 o 2021 a un ritmo muy gradual. Desde hace algunos meses los mercados ya están ajustándose a este escenario con subidas en la rentabilidad de los bonos a largo plazo, fortalecimiento del euro y cierta rotación desde valores más defensivos hacia sectores cíclicos y de crecimiento dentro de un comportamiento en general positivo de la renta variable. En general el escenario de “normalización monetaria” en la eurozona favorece el buen comportamiento relativo de la Bolsa frente a los bonos en próximos años. Incluso, en la medida en que el proceso pueda ser realmente gradual, el impacto sobre la renta fija no será tampoco dramático. El riesgo de un repunte fuerte de la inflación que obligase al BCE a un proceso intenso de subidas de tipos parece en este momento remoto. En todo caso los riesgos en próximos años se derivarán del posible impacto que el proceso de retirada de estímulos y subidas de tipos de interés tenga sobre el crecimiento de la economía, de ahí la extrema cautela con que se está llevando a cabo el proceso en EEUU y se hará en Europa.

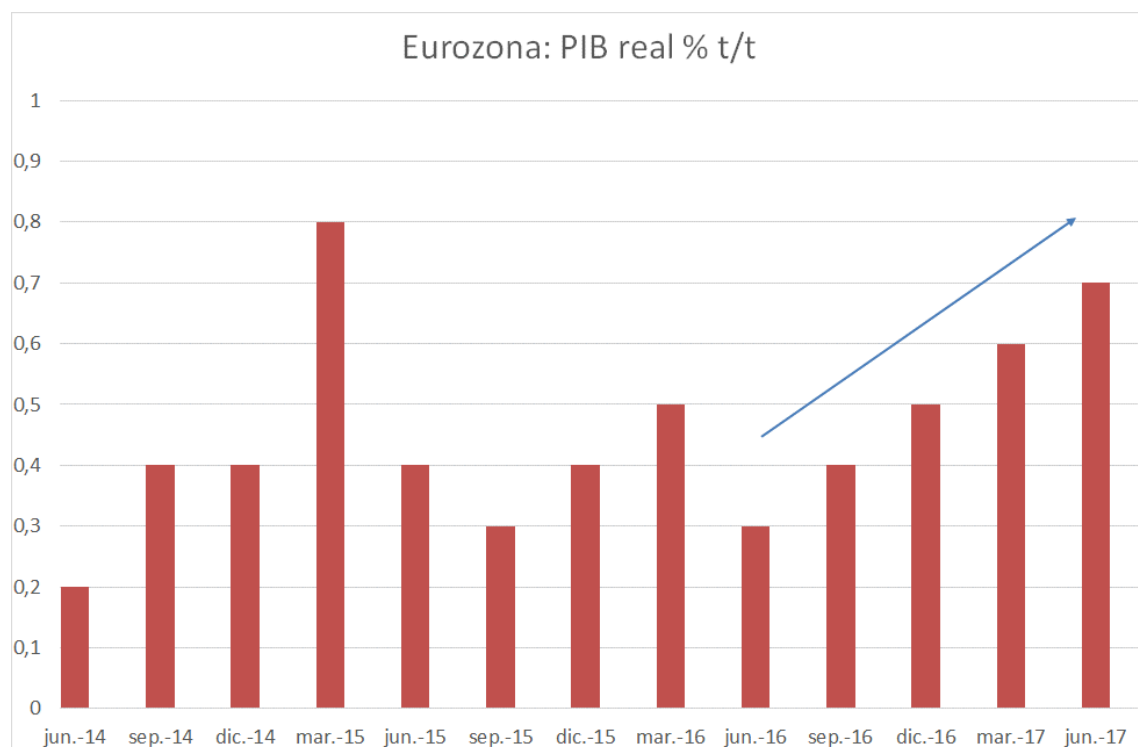
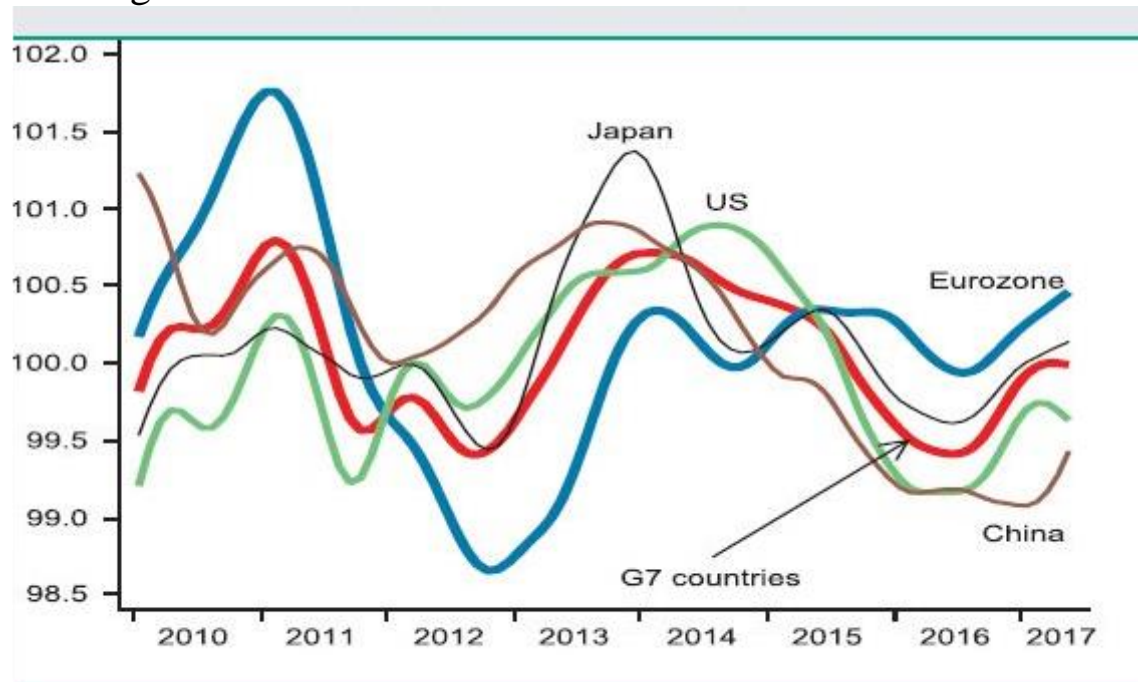
La expansión cuantitativa del Balance del BCE. A lo largo de 2014 se produjo un desplome de las expectativas de inflación a largo plazo en la Eurozona que llevó al BCE a poner en marcha un programa de compra de activos y una política de tipos cero o incluso negativos en el caso de la facilidad de depósito. Las compras de bonos en el mercado consisten en que el BCE compra a bancos y otros intermediarios financieros estos activos. El pago se realiza mediante un abono en las cuentas de reservas de los bancos en el banco central. Es decir, en el Balance de los bancos los bonos que se venden son sustituidos por liquidez en forma de reservas en el BCE. Desde marzo de 2015 el BCE ha inyectado algo más de 2 billones de liquidez por esta vía aumentando el tamaño de su balance por el mismo importe por los activos que incorpora al mismo. El objetivo último de este programa era volver a elevar las expectativas de inflación hacia los niveles del 2% que se consideran compatibles con un crecimiento sostenible de la economía. Se supone que la abundancia de liquidez favorece un aumento de la inflación aunque esta relación no acaba de manifestarse con claridad en los últimos años.



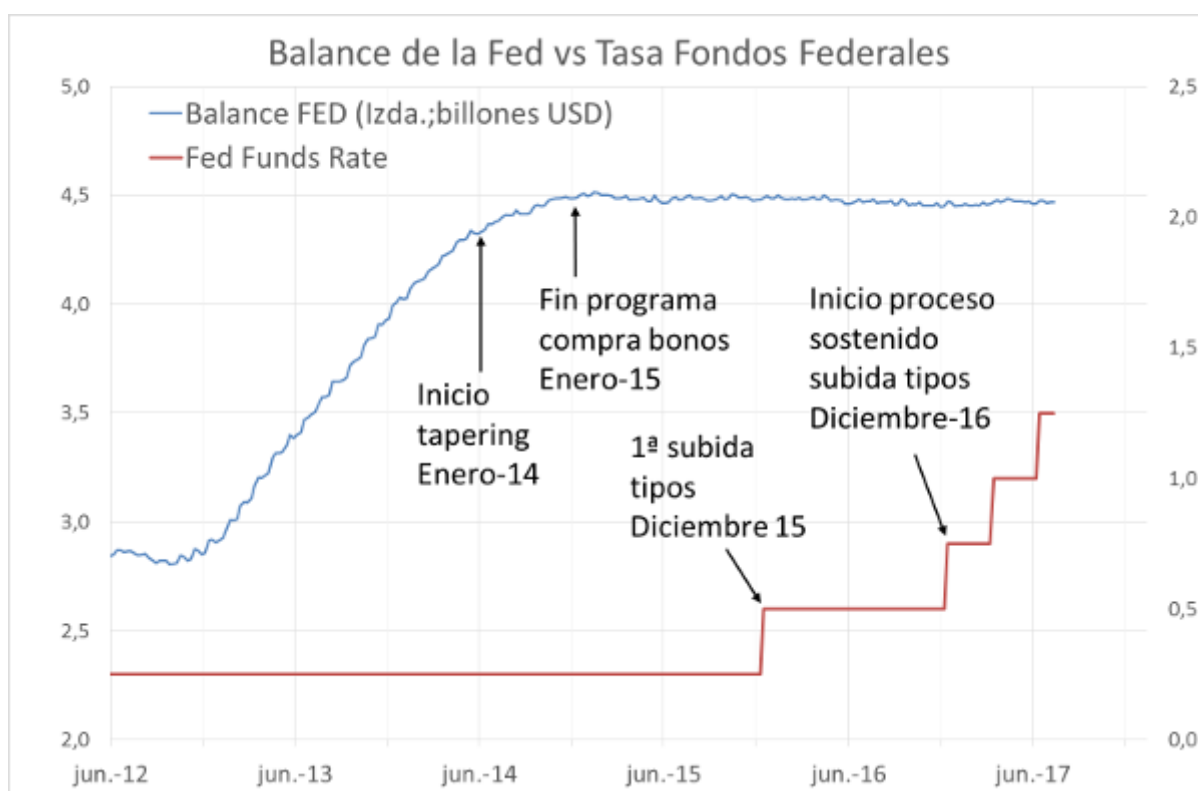
De hecho el impacto real que han tenido los QEs que se han llevado a cabo en los últimos años en EEUU, Japón o Europa es muy discutido. Buena parte de ella ha quedado aparcada en los bancos centrales sin tener ningún impacto en la economía; otra parte puede asumirse que ha servido para financiar el déficit público de los países, pero el impacto real sobre la economía es imposible de determinar pues en última instancia no puede demostrarse una relación causa-efecto entre la liquidez creada por el QE y las decisiones de consumo e inversión de los agentes económicos. Por otra parte los datos de inflación en la Eurozona se mantienen bastante débiles todavía con la tasa subyacente muy estable sobre el 1%. Las expectativas a largo plazo han mejorado en los últimos meses pero falta que eso se concrete en un aumento de los precios que, en todo caso, el BCE espera se irá produciendo en próximos meses.

La aceleración de la economía europea. Lo que es indudable es que los datos de la economía europea han mejorado en los últimos meses, tanto en lo que se refiere a indicadores adelantados de confianza, en máximos desde 2011, como a datos reales de PIB cuyo crecimiento se ha acelerado en los cuatro últimos trimestres de forma significativa.

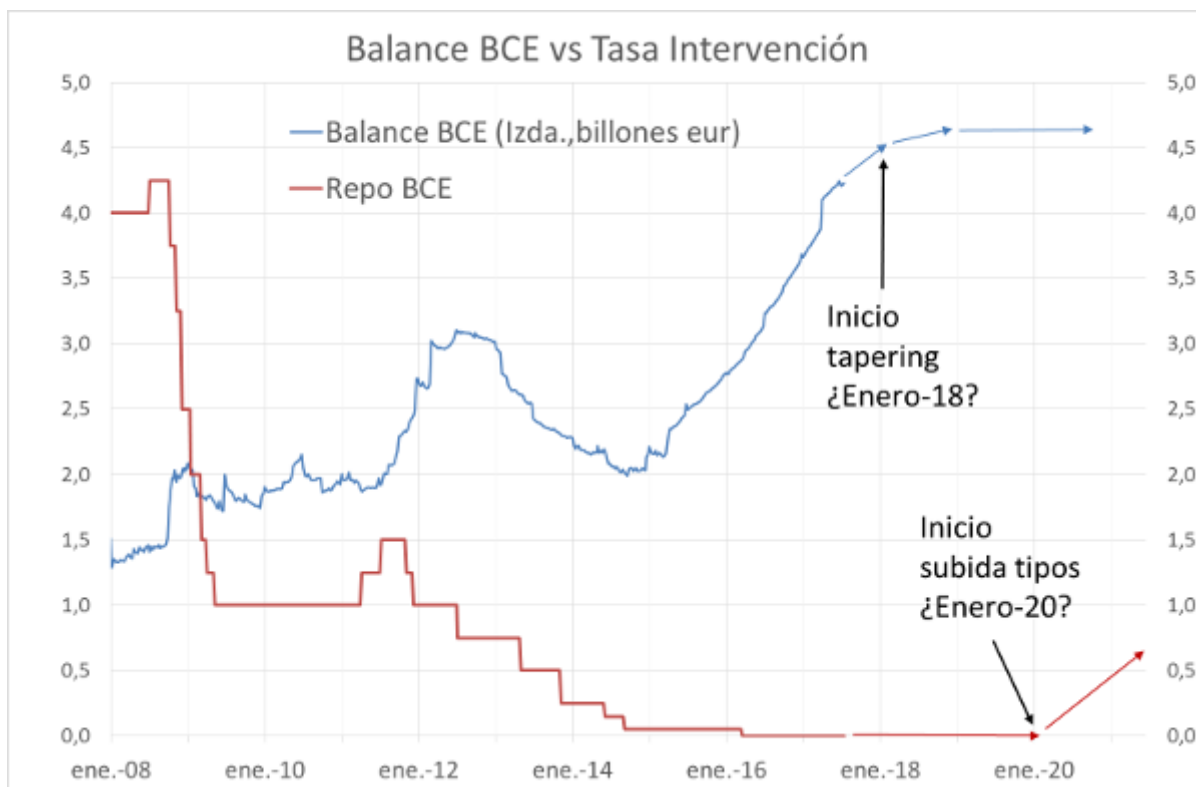
Leading Indicators 2010-2017.



El BCE está listo para iniciar el “tapering” en enero. El programa de compra de bonos (QE) que viene implementando el BCE desde marzo de 2015 parece tocar a su fin. Aunque en su reunión de ayer se limitó a repetir que el programa continuará al menos hasta fin de año a un ritmo de 60.000 millones al mes, todo parece indicar que después del verano se anunciará la progresiva disminución a partir de enero, hasta su desaparición total en el plazo de un año aproximadamente. Se iniciará así en la Eurozona un proceso de "normalización monetaria" que, a juzgar por el ejemplo de EEUU, será largo y muy gradual. La Reserva federal inició el "tapering" (disminución progresiva del volumen de compras de activos) en enero de 2014 hasta su cancelación total un año después. Desde entonces la Fed mantiene estable el tamaño de su Balance al reinvertir los vencimientos de su cartera de activos que se van produciendo. Dos años después del inicio del tapering se produjo la primera subida de tipos que, sin embargo, no tuvo continuidad en meses siguientes. Realmente no fué hasta diciembre de 2016, tres años después del inicio del tapering, que se puso en marcha un suave proceso de subidas de tipos de 0,75 puntos al año. Actualmente la tasa de los Fed Funds está en el 1,25% y en teoría se situará sobre el 2,25% a finales de 2018. Y decimos en teoría porque las actuales rentabilidades a largo plazo del bono americano (2,30% a 10 años) plantean serias dudas sobre el alcance de las subidas de tipos de la Fed.

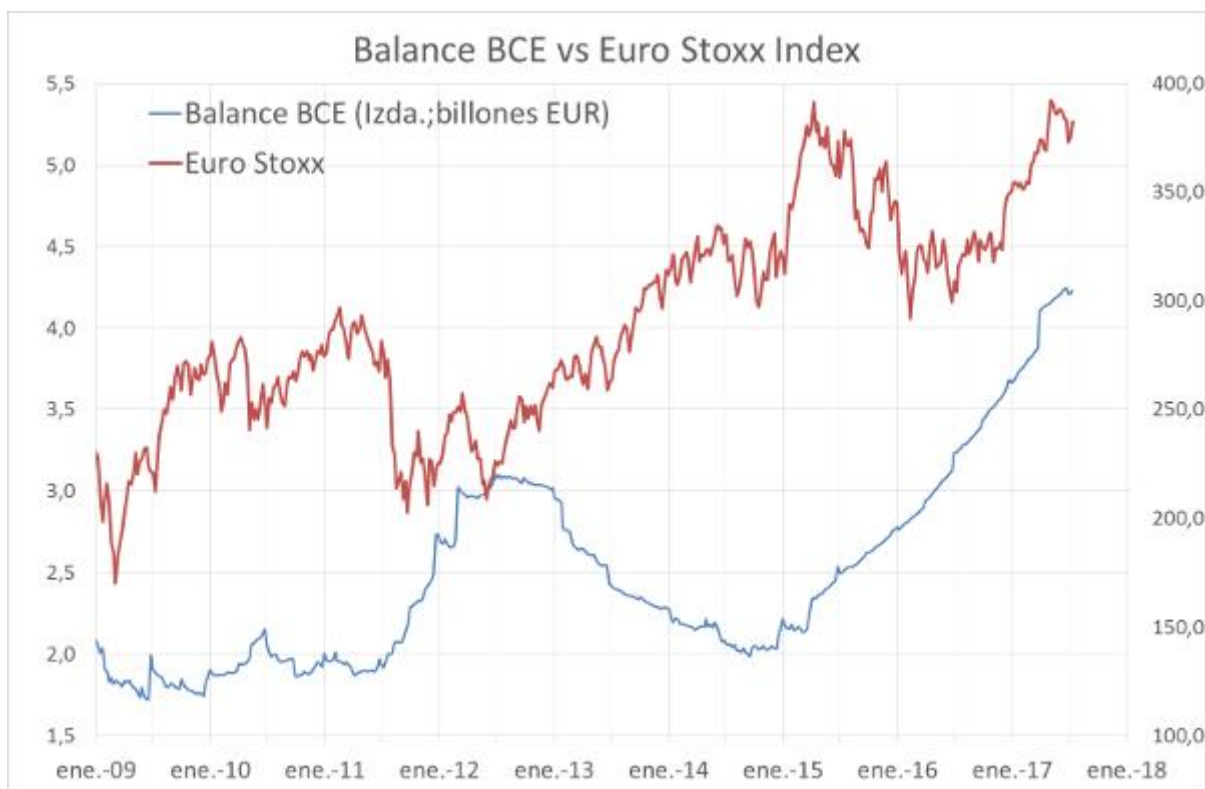
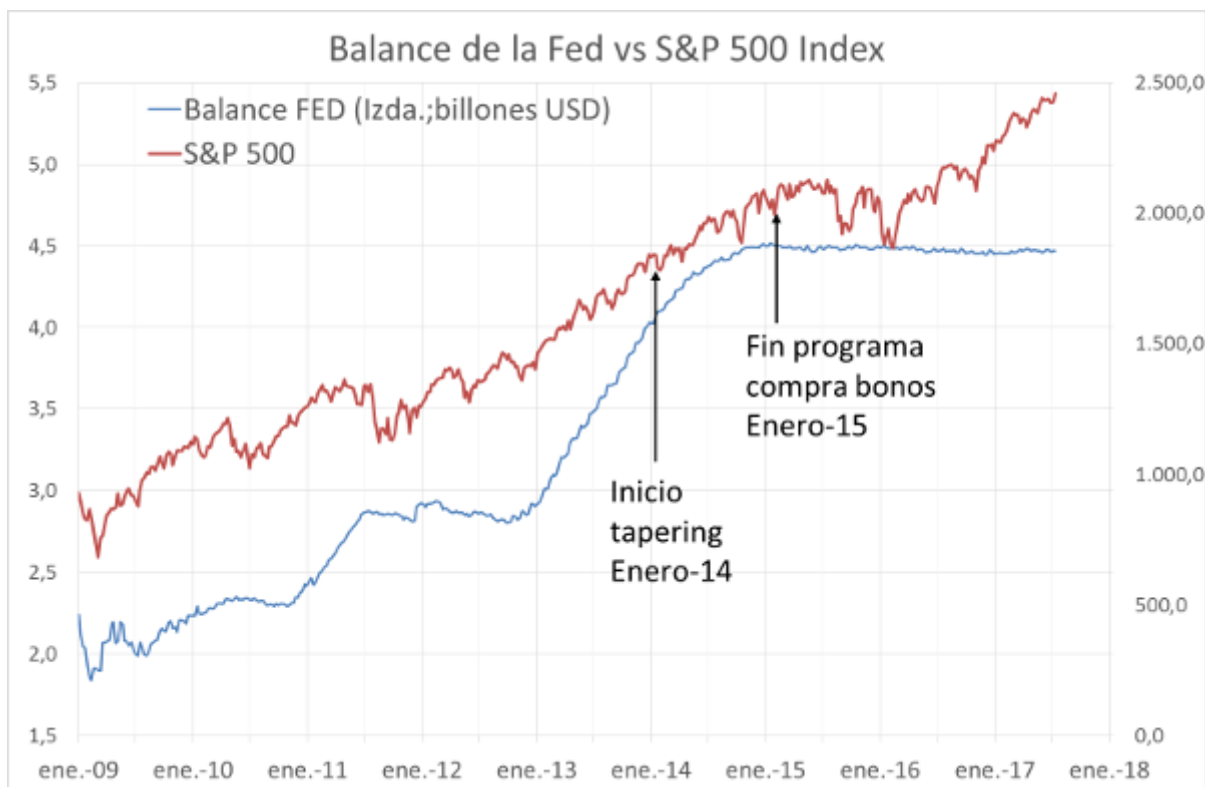


Si trasladamos esos plazos a la Eurozona, y asumiendo que el tapering se inicie el próximo mes de enero, tendríamos que el QE del BCE se cancelaría totalmente a finales de 2018 y los tipos empezarían a subir a principios de 2020 o 2021. ¿Qué impacto cabe esperar en los mercados de un proceso de este tipo?

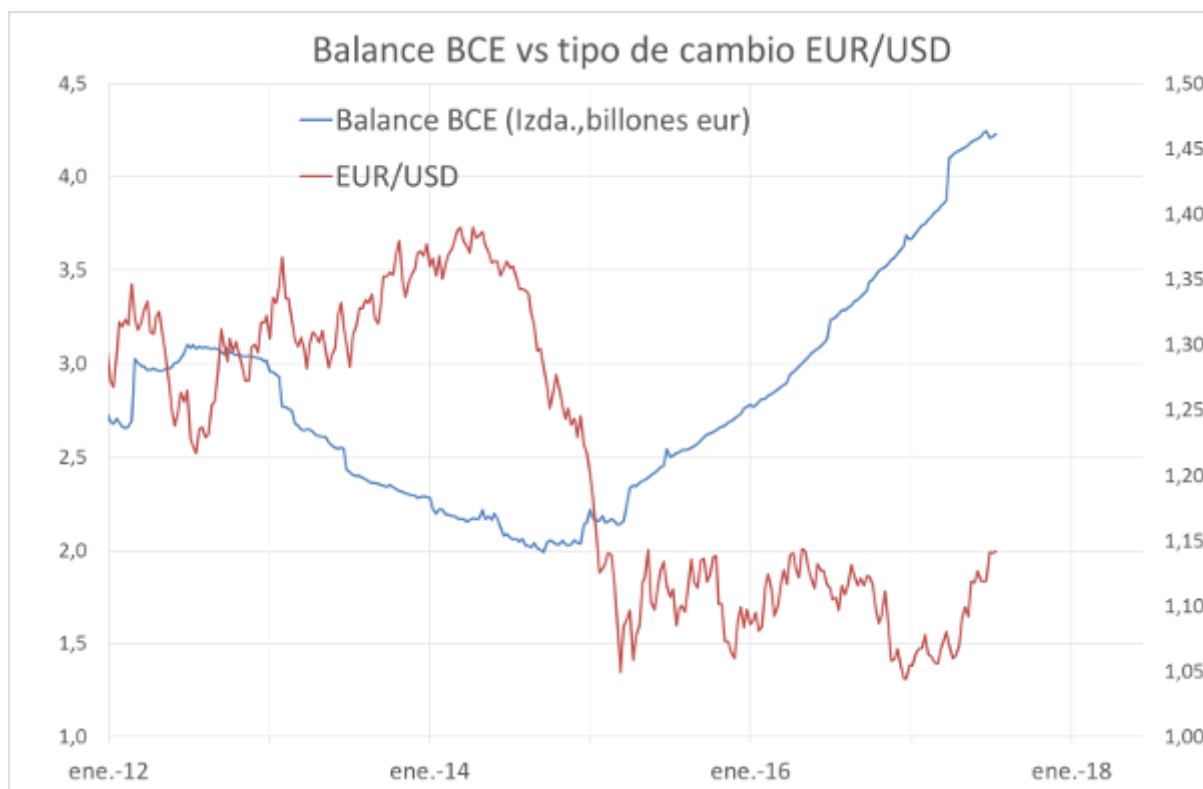


Un impacto limitado sobre los mercados norteamericanos. Durante el período 2009-2014 en que se implementaron sucesivos QEs en EEUU era habitual leer que la subida de la Bolsa era en buena medida artificial y estaba impulsada por los estímulos monetarios. En favor de este argumento en los meses que siguieron al final definitivo del QE la bolsa americana entró en una fase de corrección durante bastantes meses. Sin embargo, a principios de 2016 la tendencia alcista retornó con fuerza haciendo evidente que la correlación entre el tamaño del Balance de la Fed y la Bolsa fue circunstancial, y no una relación causa-efecto. La corrección de las Bolsas mundiales en el período 2015-16 se explica por la crisis de materias primas - Emergentes y acabó una vez las materias primas hicieron suelo sin provocar daños mayores en las economías desarrolladas. En próximos meses la reserva Federal empezará un proceso gradual de disminución del tamaño de su Balance mientras sigue subiendo los tipos de interés. El comportamiento de los mercados de bonos y acciones refleja claramente que ese proceso no es incompatible con la continuidad de la fase expansiva de la economía en los próximos años.

No vemos el proceso del “tapering” como una amenaza para la bolsa europea. El comportamiento de la Bolsa en Europa no ha tenido una correlación evidente con la expansión del Balance del BCE. Parece por tanto claro que la progresiva eliminación del QE no tiene que tener por sí misma un impacto negativo en los mercados de acciones europeos. El fortalecimiento del crecimiento en la eurozona, así como las buenas expectativas de crecimiento de los beneficios empresariales, ha favorecido la recuperación de los índices europeos en los últimos meses. Todo indica que este escenario se mantendrá en un futuro predecible. Las expectativas de un proceso de normalización monetaria muy gradual a lo largo de los próximos 5-7 años han favorecido la subida de la bolsa en los últimos meses pues responde a la percepción de que la economía europea ha dejado atrás los riesgos deflacionistas y puede mantener una fase expansiva en los próximos años.

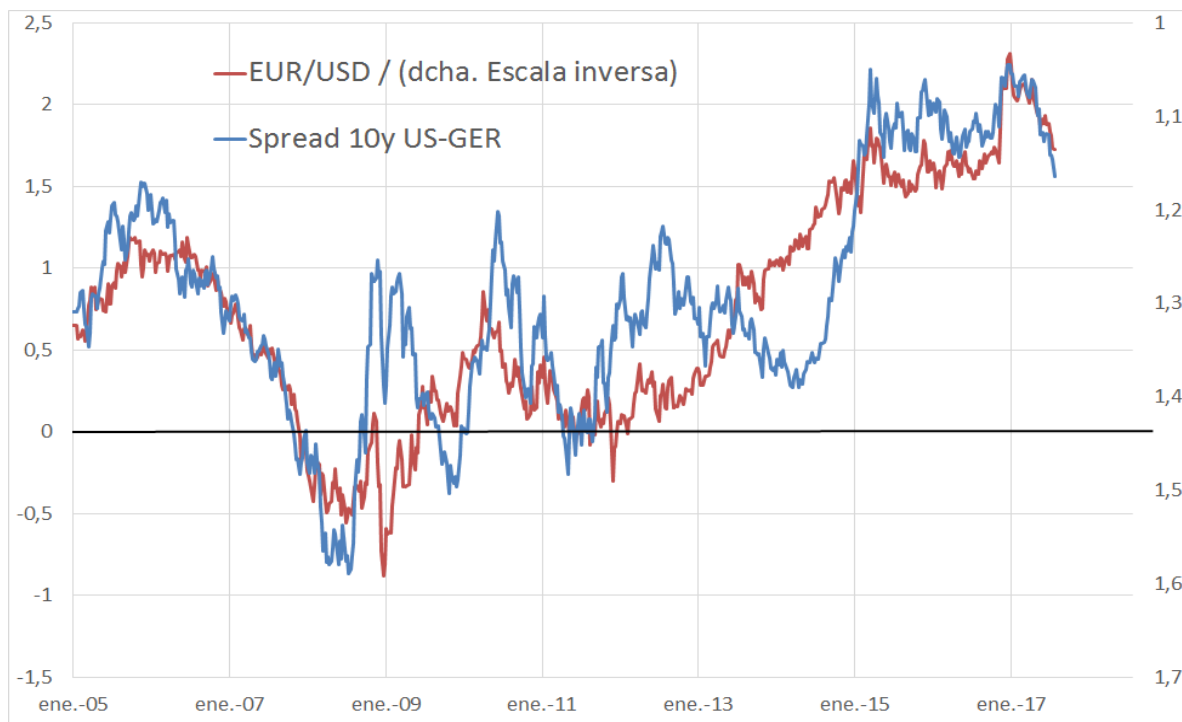


El ajuste en los mercados ante el fin del programa cuantitativo del BCE: el euro se aprecia frente al dólar. En los últimos meses los mercados vienen reaccionando a las expectativas de cambio en la política monetaria del BCE. Lo más relevante ha sido el repunte, todavía modesto, de las rentabilidades de los bonos soberanos, y la más significativa revalorización del euro frente a otras divisas y en especial frente al dólar. En la reunión de hoy Mario Draghi ha reconocido ante una pregunta que la reciente evolución del tipos de cambio ha "recibido cierta atención" en la reunión del Consejo sin elaborar nada más. El desplome del euro frente al dólar en 2014 se vio favorecido por la doble circunstancia del fin del QE en EEUU y el inicio del QE en Europa. Desde entonces el euro se ha mantenido en niveles bajos y es normal que las expectativas del fin el QE en la Eurozona estén favoreciendo ahora su revalorización. Si este proceso ganara en intensidad en los próximos meses podría poner cierta presión sobre el crecimiento de la economía europea, pero ahora mismo no parece una amenaza inminente y más bien podría reforzar el atractivo de la Bolsa europea para inversores extranjeros.

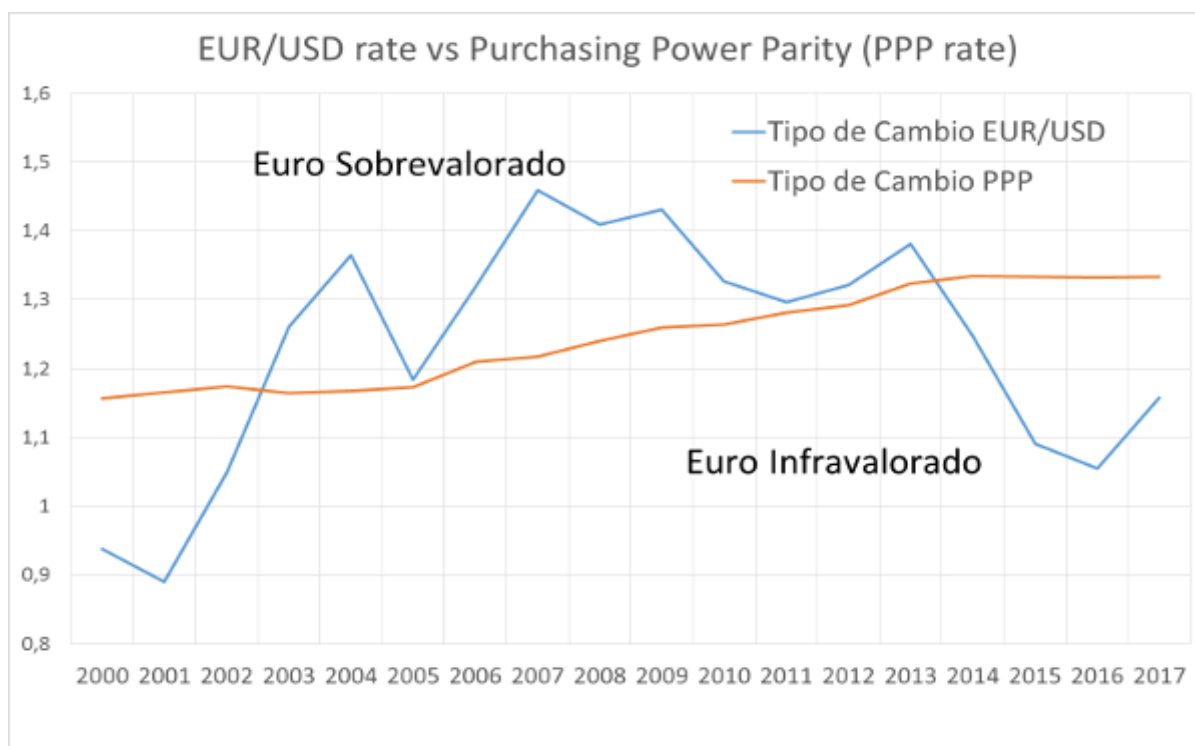


Según los cálculos que realiza la OCDE en función del nivel de precios relativos en cada país, el tipo de cambio de equilibrio (paridad de poder de compra) del euro frente al dólar sería actualmente de 1,33 frente al 1,15 que cotiza en el mercado. La tendencia a largo plazo de la tasa PPP es ligeramente alcista para el euro debido a la mayor inflación de la economía americana. Es probable por tanto que en los próximos años el euro tienda a revalorizarse suavemente frente al dólar pero no hasta el punto de poner en riesgo el crecimiento de la economía. Otro factor que está contribuyendo a la apreciación del euro es la disminución del spread de rentabilidad entre los bonos americanos y europeos como consecuencia del cambio de ciclo esperado en la política monetaria del BCE.

El diferencial de rentabilidad entre los bonos EEUU-Alemania, explica gran parte del comportamiento del EUR/USD.



De acuerdo con la “paridad de compra”, el tipo de cambio de equilibrios sería de 1,33 aprox.



ANALISIS TECNICO





Departamento de Análisis.

Nicolás López

Director.

91.347.06.17

Email: mganalisis@mgvalores.com

Blog: www.mgvalores.com

Twitter: @nicolas_lopezm