

Los Bancos centrales tampoco lo tienen claro

EL BCE INTENTA FRENAR LA APRECIACIÓN DEL EURO AUNQUE CON POCO ÉXITO

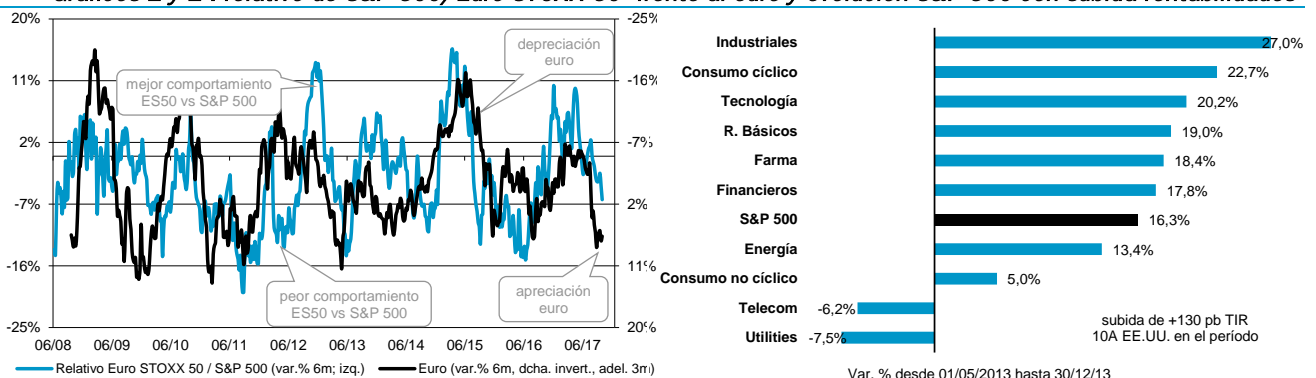
En la reunión del BCE del jueves 20 de julio, su presidente, **M. Draghi trató de tranquilizar a los mercados** ante la subida de rentabilidades de la deuda y la **fuerte apreciación del euro**. Tras la conferencia de prensa hubo ligeras cesiones en los tipos a largo plazo pero no en el euro, que ha rebasó con claridad el nivel 1,16 frente al dólar. En concreto, el presidente de la Autoridad Monetaria destacó que lo último que desea el BCE es que se tensionen las condiciones financieras (liquidez en los mercados interbancarios y requisitos para la concesión de créditos entre otros) lo que supondría en cierta medida una reversión de las mejoras logradas con la actual política monetaria acomodaticia. Con ello, M. Draghi reiteró que los tipos de interés estarán en los niveles actuales hasta bien terminado el programa de compras de activos. Aunque la fecha prevista de finalización del mismo es diciembre 2017, lo normal sería que se extendiera en el tiempo rebajando progresivamente el importe de compras, de hecho M. Draghi volvió a insistir en que podría extenderlo e incluso ampliarlo en la medida que fuera necesario. Además, el presidente de la Autoridad Monetaria advirtió que **hubo unanimidad entre los miembros en no fijar una fecha concreta para decidir sobre el inicio de la retirada de estímulos pero comentó que la decisión se tomaría en otoño**, por nuestra parte pensamos que podría ser en septiembre.

En relación a los mercados financieros, esta moderación en el lenguaje utilizado por M. Draghi responde al temor de que la retirada de estímulos provoque subidas adicionales de las rentabilidades afectando a las bolsas negativamente, especialmente en un contexto en que las ganancias de los activos se han visto muy favorecidas por la abundante liquidez y que las bolsas ya se sitúan en niveles de valoración poco atractivos. En este sentido, **con el fin de anticipar el posible comportamiento de la bolsa hemos comparado la situación actual en Europa con el anuncio del inicio de la retirada de estímulos monetarios en Estados Unidos en 2013** (entre mayo y septiembre), que favoreció una subida del S&P 500 del +6% (+27% ese año) a pesar de un repunte de la rentabilidad de la deuda a largo plazo de 130 puntos básicos. Por sectores, el mejor comportamiento fue para los más cíclicos o sensibles a la rentabilidad mientras que los defensivos que cotizaban con los múltiplos más exigentes (Utilities y Telecomunicaciones) fueron los que peor evolucionaron.

Nuestra conclusión con respecto al Euro STOXX (y Euro STOXX 50) es que un escenario de repunte de rentabilidades no está claro que lo vayan a hacer mejor que el S&P 500. Creemos que sería, por tanto, más probable que continuara el patrón de comportamiento que hemos visto desde comienzos de año con el índice americano batiendo al Euro STOXX en más de un +2,0% y al Euro STOXX 50 en más de un +4%. Las **razones** para que las bolsas europeas no experimenten una evolución similar a la del S&P 500 en 2013 serían: **(i) la valoración:** mientras que el Euro STOXX 50 cotiza a un PER 12 meses de 15x, muy por encima de la media histórica 2000-10 de 12,2x o de media estimada para 2010-20 de 14,0x, en 2013 el S&P 500 cotizaba más barato, con un PER 13,6x frente a 13,0x de media entre 2000-10 y 18x que estimamos de media para 2010-20 (frente a un ratio de 17,82x actualmente); **(ii) la fortaleza del euro**, que acumula una apreciación de un +10% frente al dólar en 2017 y que podría continuar apreciándose si el mensaje de tranquilidad de M. Draghi no termina de calar entre los inversores, y respalda un comportamiento relativo peor del Euro STOXX 50, en tanto que en 2013 el dólar se depreció un -5% favoreciendo el buen comportamiento de la bolsa americana.

En este sentido, los **resultados del segundo trimestre de las compañías europeas** (que están empezando a ser publicados) **todavía se beneficiarán de una comparativa favorable en cuanto a la divisa**, pero esta empezaría a ser negativa en el tercer trimestre (de continuar a estos niveles el euro se habría fortalecido frente al dólar de forma significativa). Por sectores, en el Euro STOXX también esperaríamos mejor comportamiento de financieros y cíclicos (como ya ha venido ocurriendo desde finales de junio), pero exceptuando aquellos con mayor exposición fuera del euro o con perfil más *growth* (donde se prima más la visibilidad y la recurrencia en Rdos. con múltiplos de valoración más exigentes). Por el contrario, los defensivos y los sectores cuya evolución está más vinculada a la rentabilidad de la deuda (*bond proxies*) como Utilities y Telecomunicaciones podrían tener peor comportamiento como ya sucediera en Estados Unidos. Con todo ello, **mantenemos nuestra recomendación de Neutral tanto en el Euro STOXX 50 como en el S&P 500.**

Gráficos 1 y 2 : relativo de S&P 500/Euro STOXX 50 frente al euro y evolución S&P 500 con subida rentabilidades



Fuente: Bloomberg y BS Análisis

PRÓXIMOS EVENTOS A TENER EN CUENTA

Reuniones y comunicados Bancos Centrales: En Europa, 03/08 Boletín Económico del BCE; 17/08 Actas de la reunión del 20/07 del BCE. En Estados Unidos: 26/07 la reunión de la Fed.

OTROS EVENTOS: 24-26/08 simposio anual de Jackson Hole (Estados Unidos) sobre política monetaria al que acudirá el presidente del BCE, M Draghi, para hablar previsiblemente sobre el programa de compras de activos.

LA MACRO DEL MES Y LA QUE VIENE

El FMI ha publicado las conclusiones preliminares del **Programa de Evaluación del Sector Financiero español** de 2017 en el que insta a nuevas operaciones de consolidación para ganar rentabilidad y acelerar el saneamiento de los activos dañados.

De los **datos macro del mes en Estados Unidos** destacó la subida del ISM Manufacturero hasta 57,8, máximos desde agosto de 2014 lo que dibuja un crecimiento en el segundo trimestre mayor del esperado (3,0%). En **Europa** la producción industrial de mayo se aceleró con fuerza (3,0% interanual) reflejando la fortaleza de esta variable en Alemania y España, y en **España** el PMI de Servicios de junio subió inesperadamente por la positiva evolución de los pedidos.

En agosto: Estados Unidos, Europa y España, PIB 2T. En China, PMI Manufacturero.

EVOLUCIÓN DE DIVISAS Y MATERIAS PRIMAS

En **divisas**, el **dólar** se depreció con fuerza frente a sus principales cruces ante la debilidad de los datos en el mes y al discurso más cauto de Yellen en el Congreso por el que el mercado descuenta sólo con un 43,4% una nueva subida de tipos en el año. En las **materias primas** el Brent recuperó los 50 dólares tras la fuerte reducción de los inventarios en Estados Unidos y a la política de recortes de producción de la OPEP. Por último, el **oro** terminó prácticamente plano pese al efecto divisa.

Renta Variable: Mantenemos la recomendación de VENDER Bolsa

Con nuestro escenario de un repunte de la rentabilidad de la deuda alemana a finales de 2017 hasta el rango 0,65%-0,8% frente al 0,55% actual, **mantenemos nuestra apuesta de neutralidad entre sectores y valores *growth* y *value* al igual que entre cíclicos y defensivos** ante expectativas (pendientes de aplicarse y retrasadas al menos hasta 2018) de políticas fiscales más expansivas en Estados Unidos.

Así, **incluso con las expectativas de un escenario macro más positivo desde 2018 mantenemos nuestras valoraciones a diciembre 2017 del IBEX 35, el Euro STOXX 50 y el S&P 500 en 9.600, 3.250 y 2.300 puntos respectivamente.** Aunque en las bolsas en el último mes han tenido un comportamiento mixto los índices continúan sin contar con potencial alcista y la valoración de las bolsas seguiría siendo muy exigente y estaría descontando sustanciales revisiones de beneficios al alza que no contemplamos. **En este contexto, la estacionalidad negativa** (y probabilidad elevada de corrección para los próximos 2 meses) **y los riesgos** (políticos y cambios impositivos y de ejecución presupuestaria en Estados Unidos) **no estarían compensados, por lo que mantenemos nuestra recomendación direccional de las Bolsas en VENDER.**

Dentro de los **índices**, **mantenemos nuestra preferencia por los mercados emergentes frente a los desarrollados.** Entre los emergentes, **subimos a Neutral China** (Hang Seng) **y bajamos a Infraponderar México** (Mexbol). Entre los desarrollados, **subimos a Sobreponderar el Nikkei (que se une al CAC) y bajamos a Infraponderar el Footsie en tanto que el resto de índices de Europa sigue en Neutral** (Suiza, Euro STOXX 50 y DAX) **junto con Estados Unidos (S&P 500) y los periféricos (IBEX 35 y MIB) continúan en Infraponderar.**

Entre los **sectores**, **subimos a Sobreponderar Recursos Básicos que se suma a Energía** entre los cíclicos **mientras que bajamos Industriales junto con Tecnología a Neutral.** **Mantenemos la preferencia por Utilities y Retail** entre los defensivos y por **Seguros** entre los financieros (bancos Neutral).

Renta Fija: volatilidad en las rentabilidades soberanas a la espera de la normalización monetaria

El tono dovish de M. Draghi que finalmente se certificó tras las reuniones del BCE, junto con los mejores **datos de inflación** y el rebote en el precio del crudo provocaron **repuntes de las rentabilidades soberanas** europeas desde los mínimos del año. En la periferia, el **10 años español** amplió desde el 1,37% hasta el 1,47% **mientras la referencia italiana abarató en mayor medida** desde el 1,90% hasta el 2,11% a pesar de alejarse la posibilidad de ver elecciones anticipadas este año. Por su parte el **10 años portugués** corrigió desde los mínimos del año en 2,84% hasta el 2,97%.

En **core**, el **10 años alemán amplió de manera contundente desde el 0,26% hasta el 0,52%**, apoyado en unos mejores datos macro. Con todo la prima de riesgo española quedó en los 96 puntos básicos y la italiana en los 157 puntos básicos. **En Estados Unidos** varios miembros de la Fed junto con Yellen adoptaron un tono *dovish* y se mostraron a favor de subir prudentemente los tipos de interés. El **10 años americano amplió desde el 2,15% hasta el 2,24%**. Las probabilidades de subidas de tipos a diciembre 2017 se sitúan en el 43,4% frente al 60% en semanas anteriores.

En crédito, el **actual contexto macro** (crecimiento moderado, inflación reducida y subidas de tipos graduales) sigue siendo un buen hábitat para **búsqueda de rentabilidad** y para el **mejor comportamiento del HY frente al IG** (mayor cupón), registrando a su vez mejor comportamiento el crédito americano en dólares que al Europeo en euros. **Seguimos optando por el HY e IG americano frente al europeo** ya que el mayor diferencial de tipos compensa el riesgo de duración (ante un repunte de la pendiente americana en estos niveles).

En **emisores favoritos** mantenemos **Telefónica** (tanto senior como su filial en Colombia en dólares en proceso de recapitalización), **Repsol** (a pesar de la volatilidad en el precio del crudo, esperamos más estrechamientos), **Gas Natural**, **Colonial** (grado de inversión consolidado) y **Cellnex** (cumplirá con las exigencias de las agencias de rating para mantener el grado de inversión). En **híbridos**, mantenemos nuestra recomendación en **Telefónica en sobreponderar** esperando mayor desapalancamiento, y en **Repsol** a pesar del buen comportamiento registrado en lo que va de año.

En **Financieros**, continuamos **Sobreponderando Subordinados e Híbridos frente al tramo Senior** en **busca de rentabilidad.** A su vez vemos mayor convergencia entre el híbrido y la parte subordinada Tier 2 en Unicredit, Santander y BBVA. En subordinados destacamos a **Bankia y Mapfre** (grado de inversión y mayor diferencial frente a comparables bancarios).

ENTORNO MACROECONÓMICO: TEMAS DESTACADOS DEL MES

En Estados Unidos, el mercado no espera novedades de cara a la última reunión antes de verano

En Europa, el Partido Conservador de T. May en el Reino Unido se muestra predispuesto a negociar la factura

En España, el Gobierno aprueba el techo de deuda para 2018 con una ligera alza tras cuatro años estancado

En Estados Unidos, no se esperan novedades para la reunión del próximo 27 de julio, mientras que el mercado comienza a desconfiar de ver una nueva subida en el año

A pesar de su acercamiento a Rusia, China y México, la cumbre del G-20 mostró la pérdida de peso de Estados Unidos en política internacional

En la reunión del BCE del 20 de julio no hubo cambios de política monetaria ni se modificó el mensaje dejando la puerta abierta a ampliar o extender el programa de compras de activos si fuera necesario

En Europa, el gobierno británico da los primeros pasos para reconocer que el proceso de desconexión de la UE (Brexit) comportará una factura que el Reino Unido deberá asumir

En Estados Unidos y en relación a la política monetaria, las actas de la pasada reunión de la Fed mostraron consenso para aprobar el plan de reducción de balance, revelando más dudas sobre el grado de cumplimiento de la senda de subidas de tipos previstas para 2018, sobre todo por su impacto derivado sobre la inflación. En este sentido también han venido apuntando los últimos comentarios de varios miembros, preparando el inicio de la reducción de balance para septiembre pero mostrándose más preocupados por la debilidad en los datos de inflación. Con todo, la **comparecencia de Yellen ante las Cámaras legislativas** de Estados Unidos ratificó su discurso de continuar con la normalización de tipos de interés, que calificó de necesaria, aunque reconoció que la evolución de la inflación es la principal incertidumbre sobre las perspectivas económicas del país. Aunque volvió a aludir a factores coyunturales para explicar los bajos niveles de precios y se mostró confiada a que terminará convergiendo hacia el objetivo, el mercado entendió el comunicado como prudente. De cara a la última reunión de la Fed antes de verano **el consenso no espera novedades**, y las probabilidades de subidas descontadas por los Fed Funds a diciembre han caído hasta el 43,4%.

En el frente político, la cumbre del **G-20** puso de manifiesto la soledad de Estados Unidos en la agenda política internacional, sobre todo en lo referente al cambio climático y sus políticas proteccionistas. En la reunión **el presidente Trump mostró un tono más conciliador escenificando un acercamiento hacia Rusia, China y México**. Así el presidente anunció que continuará colaborando con los países en temas de seguridad y comercio bilateral, si bien, se encuentra renegociando el NAFTA para adecuarlo a los intereses de Estados Unidos. En el panorama nacional, el hijo mayor de Trump fue acusado por la prensa de recibir información desde Rusia para perjudicar a Hillary Clinton en la carrera presidencial. Un nuevo escándalo que se sumó al rechazo de la reforma sanitaria del presidente en el Senado con el voto en contra de cuatro senadores republicanos. A la postre muestras de la división del propio partido y lo controvertido de la figura del actual presidente.

Respecto a la macro del mes, debilidad en las referencias de actividad publicadas.

La inflación general volvió a situarse por debajo de la subyacente en junio arrastrada por el mal comportamiento de los precios de la energía. Las ventas al por menor de junio retrocedieron de nuevo y la media trimestral apunta a un consumo privado para el segundo trimestre por debajo de lo esperado. La nota positiva estuvo en la producción industrial que siguió recuperándose en el mes. Por último, el dato de empleo de junio fue mixto, registrando una elevada generación de empleo, y aunque ninguna industria registró caídas en salarios, el crecimiento de las ganancias salariales agregadas se estancó.

Mientras tanto en la Euro Zona, en la reunión del 20 de julio del **BCE** no hubo sorpresas con mantenimiento de la política monetaria: tipo de depósito en el -0,4% y las compras de activos a razón de 60.000 millones de euros al mes hasta al menos diciembre 2017. En cuanto al mensaje tampoco sufrió modificaciones con M. Draghi sosteniendo la referencia a que los tipos estarán en los niveles actuales hasta bien terminado el programa de compras y dejando la puerta abierta a ampliarlo o extenderlo en la medida que sea necesario. En cuanto al **análisis económico**, el BCE insistió en que los riesgos sobre el crecimiento están equilibrados y que la recuperación está siendo más generalizada. En cuanto a la inflación, la Autoridad Monetaria sigue siendo optimista en que converja al 2,0% aunque en sus últimas estimaciones reconoce que no se logrará antes de 2019.

En el ámbito **político-institucional** en **Europa, Reino Unido** continúa avanzando para lograr la desconexión de la Unión Europea. En este sentido, una de las ministras del **Brexit**, J. Anelay, **mostró por primera vez la disposición del gobierno británico a trabajar con la UE para determinar las obligaciones que ha de asumir como miembro que abandona la organización europea**. Con ello da respuesta a la solicitud del negociador de la UE, M. Barnier, que ha señalado que el compromiso del Reino Unido en este aspecto es prioritario para alcanzar el acuerdo de salida. También en relación con este proceso, la Ley Derogatoria presentada al Parlamento por la primera ministra, T. May, dirigida a sustituir la legislación de la UE por normas británicas ha encontrado considerable rechazo entre la oposición al reconocer a los ministros del actual gabinete la potestad de efectuar cambios en la legislación con escaso escrutinio por parte del Parlamento en un período de dos años.

Moody's mejora la calificación crediticia de Grecia aunque el gobernador del Banco Central, Y. Stournaras, descarta el regreso a los mercados de capitales de momento

Por otro lado, la agencia de calificación crediticia **Moody's ha mejorado la perspectiva hasta positivo a Grecia**, después de que el país haya recibido el desembolso de los 8.500 millones de euros comprendidos en el tercer rescate. La agencia ha señalado que esa inyección de liquidez ayuda al crecimiento económico que se tornaría positivo y a la consolidación de las cuentas públicas. En este sentido, **la Comisión Europea ha recomendado sacar a Grecia del procedimiento de déficit excesivo**. Sin embargo, la agencia también resalta las importantes debilidades de la economía griega como la elevada deuda pública, el débil sector bancario y la incertidumbre sobre la efectiva implementación de las reformas. Con todo ello, **el gobernador del Banco de Grecia, Y. Stournaras, ha declarado que es demasiado pronto para volver a los mercados de capitales**.

En el ámbito financiero, **la Comisión Europea ha aprobado la recapitalización preventiva del banco italiano Monte dei Paschi di Siena (MPS)** al entender que cumple con las condiciones necesarias, como son que el BCE haya considerado que la entidad es solvente, y después de que Italia haya conseguido el compromiso formal de inversores privados para comprar la cartera de préstamos morosos por valor de 26.100 millones de euros. Esta operación contempla la inyección de 5.400 millones de recursos públicos por los que el Estado obtendrá acciones de MPS, vendidas con descuento y, por otro lado, se efectuará tanto la conversión de deuda subordinada por acciones como la dilución de los accionistas por valor de 4.300 millones de euros. Por otro lado, **el banco Intesa San Paolo ha comprado los bancos Banca Popolare di Vicenza y Veneto Banca por un euro** después de que fueran declarados insolventes por el BCE y que el Gobierno aprobara la liquidación ordenada de ambas entidades. Esta operación supondrá la movilización de 17.000 millones de euros de fondos públicos de los que 5.000 irán directamente a Intesa para mantener sus ratios de capital y el resto serán garantías estatales.

También en el aspecto financiero, la **Autoridad Bancaria Europea (EBA)** ha publicado su segundo estudio sobre el **impacto de la implementación de la norma contable IFRS9 para provisiones**. Desde el punto de vista cualitativo, el informe destaca que los bancos más pequeños van más atrasados en su preparación en comparación con los bancos más grandes. En cuanto al aspecto cuantitativo, el impacto estimado es el de un **aumento, en promedio, del 13% en provisiones** (en el primer informe era de un 30%) lo que supondrá **una disminución en el capital de las entidades, en promedio, de hasta 45 puntos básicos**. Por último, el informe señala que los bancos pequeños, que utilizan principalmente el método estándar para medir el riesgo de crédito, estiman un mayor impacto en capital que los grandes.

Por el lado de la macro, los indicadores de confianza conocidos en la Eurozona en junio han sido mixtos con ligera sorpresa positiva del índice de confianza del inversor de julio, retroceso del ZEW y decepción del PMI de Servicios.

En España, el Gobierno ha aprobado el techo de gasto no financiero para 2018, con el primer incremento (1,3%) de los últimos cuatro años

En **España, el Gobierno aprobó** en un Consejo de Ministros extraordinario **el techo de gasto no financiero para 2018** por un total de 119.834 millones de euros. Esta cifra, que servirá de base para la elaboración de los Presupuestos Generales del próximo año, es un 1,3% más alta que la aplicada en 2017 y supone el primer incremento en cuatro años. Por otra parte, el Gobierno está preparando una rebaja impositiva para las rentas más bajas que se aprobaría en la primera mitad de la legislatura y que posteriormente se extendería al resto de contribuyentes.

En el ámbito financiero, **el Santander ha iniciado la ampliación de capital** por 7.000 millones de euros de cara a reforzar y optimizar su estructura de recursos propios para dar adecuada cobertura a la adquisición del 100% de Popular. Por otro lado, el Santander ha anunciado que compensará mediante la emisión de bonos por un importe cercano a los 1.000 millones de euros a aquellos accionistas minoritarios que acudieron a la ampliación de capital de 2016 y siempre y cuando reúnan unos requisitos determinados.

En cuanto a **datos macro, éstos han sido mixtos**. Así, mientras que el PMI Manufacturero de junio decepcionó, aunque continúa en niveles elevados con sólida creación de empleo, el PMI de Servicios repuntó de forma inesperada por el incremento de nuevos pedidos.

En emergentes, los datos macroeconómicos de China han batido las expectativas

Por último, en los países emergentes, los datos de China han sido positivos. Así, el PIB del segundo trimestre ha retenido el ritmo de crecimiento del trimestre anterior en medición inter trimestral pero en términos interanuales ha sido mejor de lo esperado. También destaca la aceleración de la producción industrial de junio igualando el mejor registro del año (hasta ahora) de marzo. Por último, el ritmo de avance de las importaciones y exportaciones ha superado las previsiones y la misma evolución ha experimentado el superávit comercial.

DIVISAS Y MATERIAS PRIMAS

El euro alcanzó los máximos del año...

La debilidad de los últimos datos macro junto con el discurso más cauto de Yellen ante las Cámaras legislativas de Estados Unidos y los problemas en la política interna han facilitado una **depreciación generalizada del dólar**, que volvió a niveles de mayo de 2016 en su cruce frente al euro. Por su parte, en la Eurozona el mercado especula con un anuncio en la reunión de Banqueros Centrales del Jackson Hole, tras ver a Draghi más positivo.

...ante los problemas políticos y los malos datos macroeconómicos en EE.UU.

La **divisa europea** se ha apreciado con fuerza frente al dólar (+3,4%) tras la caída en las expectativas de ver una nueva subida de tipos en Estado Unidos este año. Así las probabilidades descontadas por los Fed Funds han pasado al 43,4% frente al 51,6% de comienzos del mes tras el discurso de Yellen en el Congreso de Estados Unidos y los malos datos de consumo e inflación de junio. En la Eurozona, las palabras de Draghi adelantando un posible ajuste en la política monetaria del Banco Central Europeo han llevado al mercado a especular con que el presidente adelante los planes de salida del programa de compras en la conferencia del Jackson Hole de agosto.

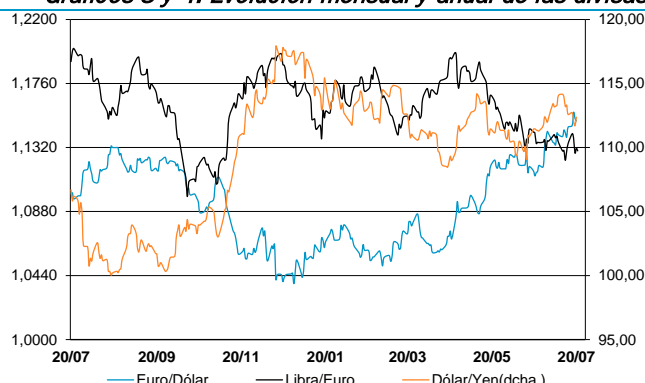
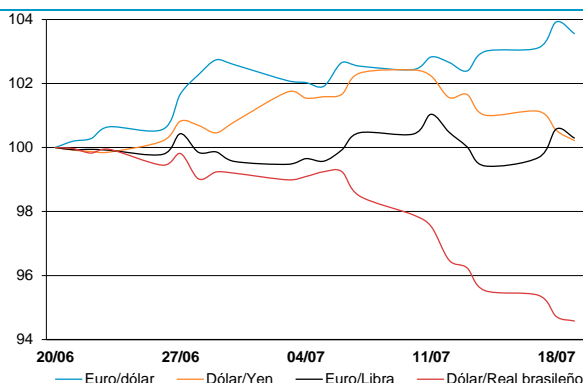
El yen se depreció ligeramente mientras que la libra esterlina terminó plana

El **yen** se ha depreciado ligeramente frente al dólar en el mes (-0,8%) compensando la debilidad de dólar apoyada en los mayores estímulos del Banco Central. En cuanto a la **libra esterlina** movimiento de ida y vuelta para terminar prácticamente plana contra el euro (-0,5%). Las conclusiones del vicesgobernador Broadbent sobre los riesgos del Brexit para el comercio de Reino Unido y los malos datos de inflación en R. Unido compensaron las palabras de Carney sobre la necesidad de retirar algunos de los estímulos monetarios y debatir si corresponde subir tipos en los próximos meses.

El real brasileño se apreció con fuerza durante julio

El **real brasileño** se ha apreciado con fuerza frente al dólar (+5,5%) apoyado en el rebote de las materias primas y la mayor debilidad de la divisa estadounidense. Por otra parte, el mercado acogió con ganancias la sentencia que condena a Lula da Silva a 9 años de cárcel y que prácticamente le deja sin opciones para volver a presentarse a la presidencia.

Gráficos 3 y 4: Evolución mensual y anual de las divisas

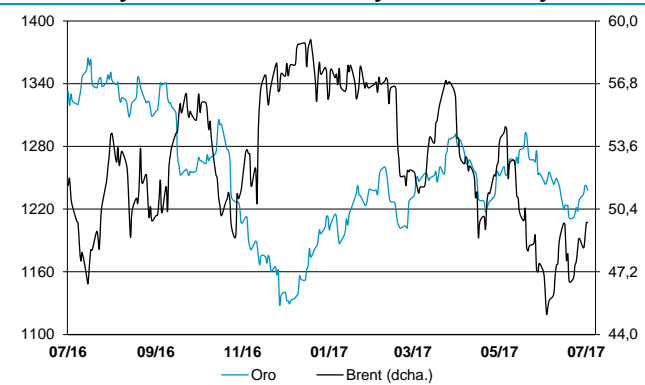
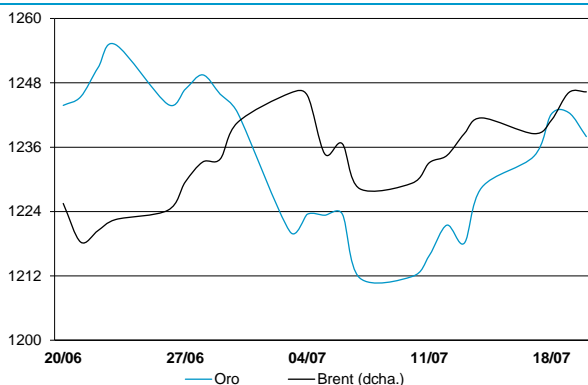


Fuente: BS Análisis

Reacción en el Brent de la mano de los inventarios en Estados Unidos

En cuanto a **commodities**, el **Brent** rebotó con fuerza (+7,5%) tras caer hasta los mínimos de comienzos de año. Entre los catalizadores estuvieron los rumores de que la OPEP impondrá cuotas a los países hasta ahora exentos al acuerdo (Libia y Nigeria) junto con la fuerte reducción de los inventarios en Estados Unidos durante el mes (en unos -13 millones de barriles). En cuanto al **oro**, recortó (-0,5%) a pesar de la debilidad del dólar.

Gráficos 5 y 6: Evolución mensual y anual del oro y el Brent



Fuente: BS Análisis

RENTA VARIABLE: EVOLUCIÓN DEL MES, REVISIÓN BENEFICIOS, RECOMENDACIONES ESTRATEGIA
Bolsas mixtas en julio y otro mes más récord del S&P 500

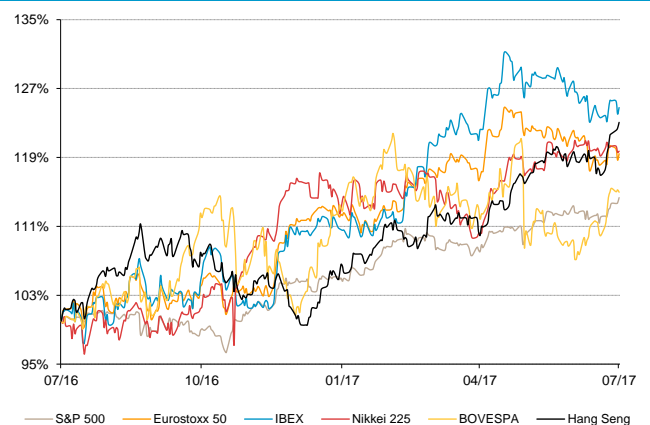
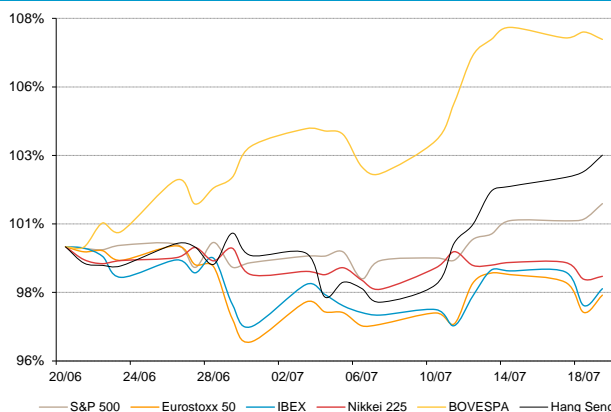
Aparte del comienzo de la campaña de resultados correspondiente al segundo trimestre (ver siguiente punto), **las bolsas han estado este mes muy pendientes de la fuerte apreciación del euro vinculada al repunte de rentabilidades** (sobre todo en Europa) tras las declaraciones de M. Draghi en la reunión de banqueros centrales en Sintra (Portugal) apoyando **la posibilidad de cambios en la política monetaria expansiva del BCE**. Aunque el presidente de la Autoridad Monetaria matizó después sus declaraciones lo que ha permitido que las rentabilidades hayan cedido ligeramente, muchos analistas esperan que M. Draghi anuncie el inicio de la retirada del programa de compras en septiembre.

En Estados Unidos, sin embargo, las rentabilidades han permanecido contenidas ante las declaraciones de la presidenta de la Fed, J. Yellen, ante el Congreso defendiendo una subida de tipos muy gradual debido a la debilidad de la inflación. Con ello y cierta subida del precio del crudo aunque manteniéndose por debajo de los 50 dólares/barril, el **S&P 500 ha subido un 1,5% batiendo, un mes más, otro nuevo récord histórico en 2.473 puntos** donde sólo el sector **Tecnología ha liderado las ganancias** (+3,1%) rozando el máximo histórico alcanzado a principios de junio y consolidándose así como el sector que más sube en el año (+22,8%) superando a Farma, que va segundo, en seis puntos porcentuales. Por el contrario, Telecomunicaciones ha caído en el mes un -7,0% ante las presiones en los márgenes por presiones competitivas y litigios (Centurylink por supuestos extra cargos a clientes y Verizon por el plan de pensiones de sus empleados) con lo sigue a la cola en el año (-15,9%).

Los demás mercados desarrollados que cubrimos han caído. Así, el Nikkei ha cedido un -0,25% ante las perspectiva de que el Banco de Japón no siga a los demás bancos centrales en el tensionamiento de su política monetaria. En **Europa han vuelto a prevalecer las caídas**, con el **IBEX 35** cediendo un -1,2% perjudicado por los descensos de Endesa (-11,0%), Enagás (-10,0%) y Red Eléctrica (-9,3%) ante las declaraciones del ministro de industria, A. Nadal, mostrándose dispuesto a recortar de forma muy notoria la retribución a las energías renovables aunque buena parte de los analistas opinan que la reducción será de menos envergadura que la anunciada. En positivo ha destacado ArcelorMittal (+26,0%) que recupera parte de la caída acumulada desde finales de febrero (-33,0%) y a la espera de unos buenos resultados del segundo trimestre y Bankia (+9,2%) por las favorables condiciones para su fusión con BMN. Por su parte, el **Euro STOXX 50** ha cedido un -1,1% lastrado por Bayer (-7,9%) que lanzó una advertencia sobre sus beneficios por un aumento de inventarios en Brasil mayor de lo esperado, la inmobiliaria Unibail (-6,3%) afectada por la subida de las rentabilidades de la deuda de largo plazo al igual que la eléctrica EON (-6,2%) y Deutsche Telekom (-5,9%) penalizada por la parada de las negociaciones de fusión de su filial T-Mobile con Sprint.

Por su parte, entre los **emergentes han dominado las subidas**. Así, el **Bovespa**, ha encabezado las ganancias (+7,3%) por la escasa probabilidad de que el Congreso permita que el Tribunal Supremo impute por corrupción al presidente, M. Temer, lo que permitiría seguir con las reformas. Por su parte, el **Mexbol** ha sumado un +3,9% a la espera de que el 16 de agosto comiencen la renegociación del Acuerdo de Libre Comercio con Estados Unidos y Canadá (NAFTA). Por último, el **Hang Seng** ha ganado un +2,1% con los buenos datos macro publicados.

Gráficos 7 y 8: Evolución mensual y anual de las bolsas



Fuente: BS Análisis

En Estados Unidos (S&P 500) ha arrancado la campaña de resultados del segundo trimestre con una expectativas menos exigentes que en el trimestre anterior

Por el lado micro, la **campaña de resultados del segundo trimestre ha comenzado en Estados Unidos** la publicación de los grandes bancos de inversión que ha superado las previsiones de los analistas en un +5,5%, por detrás de las compañías de los sectores de Consumo Cíclico, Materiales y Tecnología que han batidos las expectativas hasta ahora en un +13%, +9,2% y +9,1% respectivamente. Para el segundo trimestre las estimaciones del consenso son menos exigentes que para el primer trimestre 2017 con un crecimiento esperado del +6,8% interanual frente a un incremento del +14,6% en el primero. Por sectores, destaca la moderación prevista en financieros (+6,6% frente al +19,7% en el primer trimestre) seguida de la de cíclicos sin incluir energía (+4,4% interanual frente al +10,5%).

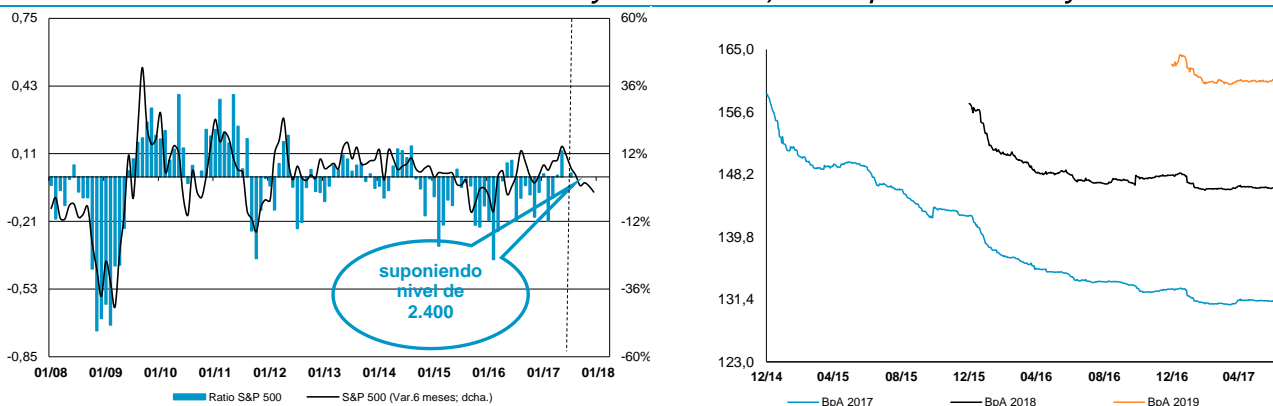
Tabla 1: S&P 500: crecimiento trimestral interanual de los beneficios

Sectores/Índice	BPA'2T 16/ BPA'2T 15	BPA'3T 16/ BPA'3T 15	BPA'4T 16/ BPA'4T 15	BPA'1T 17/ BPA'1T 16	BPA'2T 17/ BPA'2T 16	BPA'3T 17/ BPA'3T 16
Energía	-85,4%	-64,8%	4,1%	-647,7%	403,3%	151,6%
Industriales	2,1%	3,4%	-2,1%	3,6%	2,2%	6,9%
Consumo Cíclico	13,1%	6,1%	3,1%	6,8%	-1,5%	2,9%
Materiales Básicos	-8,9%	6,0%	5,1%	16,8%	3,7%	8,2%
Tecnología	2,2%	11,2%	11,1%	18,1%	10,1%	8,0%
S&P 500	-2,0%	4,3%	5,5%	14,6%	6,8%	7,6%
Farmacia	5,7%	7,2%	5,4%	5,7%	1,2%	4,2%
Consumo No Cíclico	-0,4%	6,3%	5,8%	3,2%	3,8%	6,3%
Utilities	2,4%	13,2%	7,1%	2,6%	-2,6%	-1,4%
Telecomunicaciones	-0,5%	-1,1%	-28,4%	-5,7%	0,5%	-1,8%
Financieras	-1,4%	12,2%	11,7%	22,9%	7,8%	6,3%
Inmobiliario	3,7%	2,3%	11,5%	5,0%	0,8%	4,6%

Fuente: FactSet yBS Análisis

En el S&P 500, el Índice Upward-Downward (ratio que mide las revisiones al alza sobre las revisiones a la baja en las estimaciones de consenso) permanece neutral y en línea con el S&P 500.

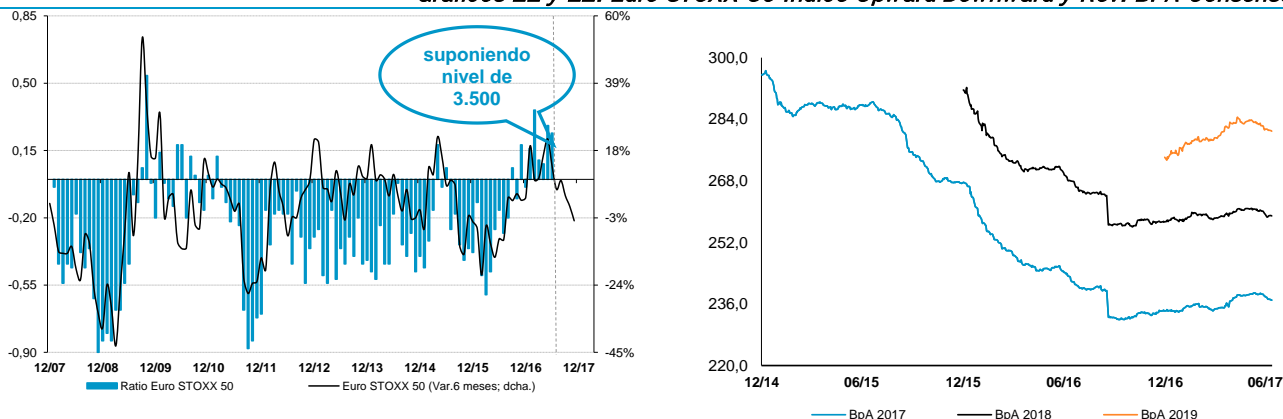
Gráficos 9 y 10: S & P 500, Índice Upward- Downward y Rev. BPA Consenso



Fuente: FactSet y BS Análisis

En el Euro STOXX 50 el índice Upward-Downward se ha tornado negativo y aunque la bolsa descuenta en parte un ratio en terreno negativo a estos niveles, la clave reside en cuánto tiempo se mantendrá en esos niveles.

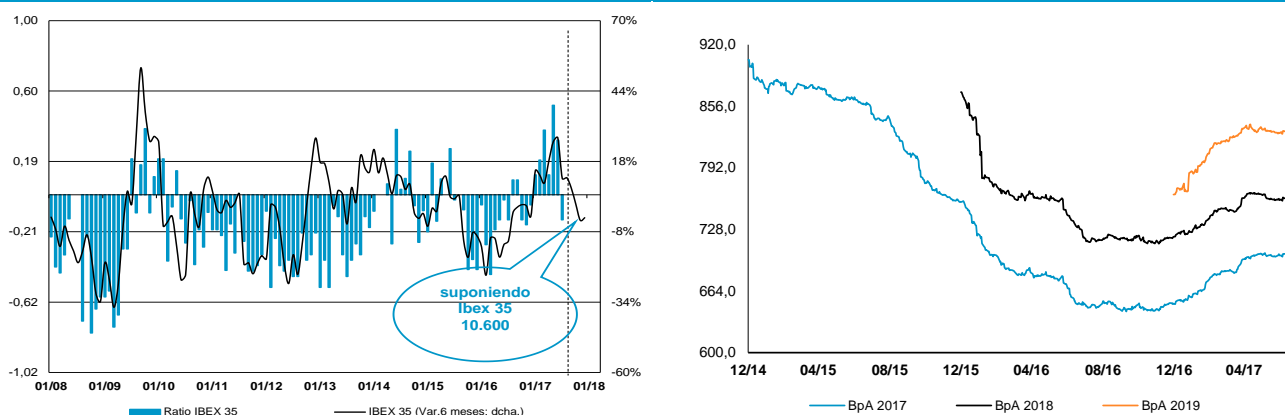
Gráficos 11 y 12: Euro STOXX 50 Índice Upward-Downward y Rev. BPA Consenso



Fuente: FactSet y BS Análisis

En el **IBEX 35**, el índice *Upward-Downward* también se torna negativo en julio. Aunque el mercado ya descuenta revisiones en negativo el riesgo estaría en que el ratio se mantuviera en negativo durante meses o empeorara desde los niveles actuales.

Gráficos 13 y 14: IBEX Índice Upward-Downward y Rev BPA Consenso



Fuente: FactSet y BS Análisis

Mantenemos nuestras estimaciones *Top Down* para 2017-19 en IBEX 35, S&P 500 y Euro STOXX 50.

Mantenemos nuestras estimaciones 2017/18 *Bottom Up* en Euro STOXX 50 y en IBEX 35 e incorporamos las de 2019

En las tablas siguientes mostramos las estimaciones de BPA y las últimas revisiones que recogen las esperadas por los analistas de compañías de Banco Sabadell (*Bottom up* con y sin bancos) y las de los analistas de estrategia de Banco Sabadell (*Top down*) comparadas con las de consenso de Bloomberg y JCF.

En relación al anterior informe mantenemos nuestras estimaciones *Top Down* de 2017/19 para Estados Unidos, Europa y España, y seguimos ligeramente por debajo del consenso en el Euro STOXX 50, en el S&P 500 y en el IBEX 35.

Mantenemos nuestras estimaciones *Bottom Up* 2017-18 en Euro STOXX 50 y en el IBEX 35. Incorporamos las de 2019 y continuamos en ambos casos por encima del consenso (también en 2019).

Tabla 2: Estimaciones de beneficios ajustados S&P 500 2017 – 2019 y revisiones

		S&P 500					
		2017	Crecimiento	2018	Crecimiento	2019	Crecimiento
BSA	Beneficios Top Down	125,2	5,5%	134,6	7,5%	142,0	5,5%
	Revisión frente a Mes Anterior	0,0%		0,0%		0,0%	
	Beneficios Bloomberg	130,7	6,2%	145,4	11,2%	160,5	10,4%
	Revisión frente a Mes Anterior	0,5%		0,2%		0,3%	
Bloomberg	Revisión 3 Meses	0,2%		0,2%		-0,6%	
	Revisión 2017	-0,8%		0,2%		-	
	Beneficios FactSet	131,2	10,5%	146,3	11,5%	161,1	10,1%
	Revisión frente a Mes Anterior	0,0%		0,0%		0,2%	
FactSet	Revisión 3 Meses	0,3%		0,0%		0,2%	
	Revisión 2017	-1,2%		-1,2%		-1,2%	
	Beneficios Cíclicos Exfinan						
	Revisión 1 Mes (*)	-0,1%		-0,3%		0,1%	
	Revisión 3 Meses (*)	0,2%		-0,2%		0,1%	
	Revisión 2017 (*)	-1,2%		-1,2%		-2,6%	
	Beneficios Defensivos						
	Revisión 1 Mes (*)	0,0%		0,0%		0,7%	
	Revisión 3 Meses (*)	0,0%		-0,1%		0,4%	
	Revisión 2017 (*)	-2,4%		-2,7%		-3,1%	
Beneficios Financieros	Revisión frente a Mes Anterior	-0,6%		-0,1%		0,5%	
	Revisión 3 Meses (*)	0,1%		0,2%		0,4%	
	Revisión 2017 (*)	0,5%		1,0%		2,4%	

Fuente: FactSet, Bloomberg y BS Análisis

Tabla 3: Estimaciones de beneficios ajustados IBEX 35 2017 – 2019 y revisiones

		Ibex 35					
		2017	Crecimiento	2018	Crecimiento	2019	Crecimiento
BS Análisis	Beneficios Top Down	649,0	9,5%	733,4	13,0%	847,1	15,5%
	Revisión frente a Mes Anterior	0,0%		0,0%		0,0%	
	Beneficios Bottom Up	718,8	18,2%	789,5	9,8%	841,5	6,6%
	Revisión frente a Mes Anterior	0,0%		0,0%		0,0%	
	Beneficios Ex - financieros	448,1	7,9%	500,3	11,6%	526,7	5,3%
	Revisión frente a Mes Anterior	0,0%		0,0%		0,0%	
	Revisión 2017	3,1%		4,4%			
Bloomberg	Beneficios Bloomberg	715,3	26,8%	786,6	10,0%	866,4	10,15%
	Revisión 1 Mes	2,0%		1,5%		1,6%	
	Revisión 3 Meses	1,2%		0,0%		2,8%	
	Revisión 2017	1,3%		0,1%		-	
FactSet	Beneficios FactSet	702,5	18,5%	759,6	8,1%	830,5	9,34%
	Revisión 1 Mes	0,0%		-0,6%		-0,2%	
	Revisión 3 Meses	2,6%		1,4%		1,1%	
	Revisión 2017	8,0%		5,4%		8,7%	

Fuente: FactSet, Bloomberg y BS Análisis

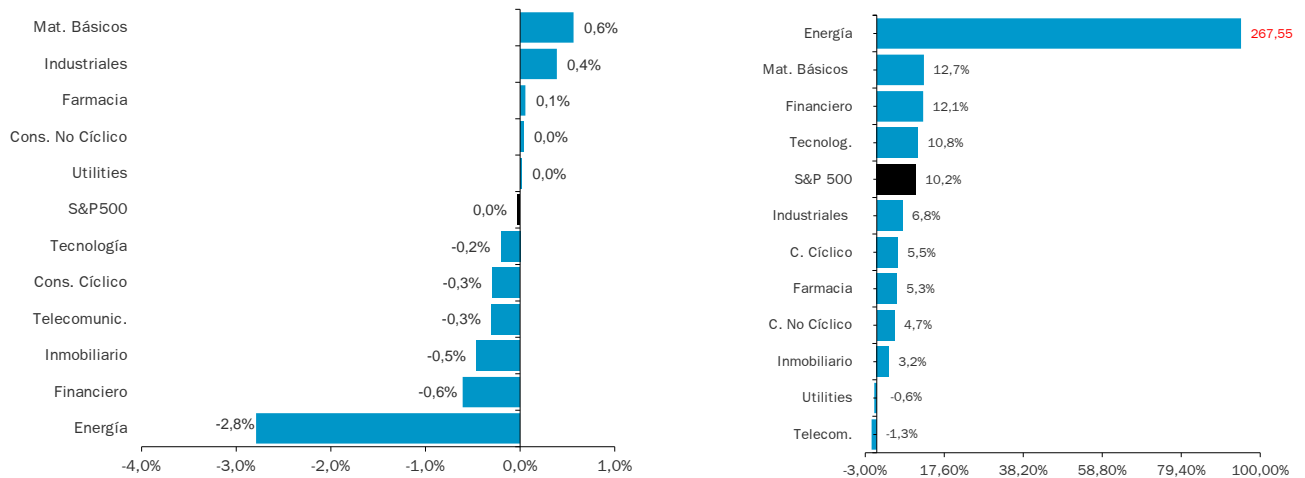
Tabla 4: Estimaciones de beneficios ajustados Euro STOXX 50 2017 – 2019 y revisiones

		Euro STOXX 50					
		2017	Crecimiento	2018	Crecimiento	2019	Crecimiento
BS Análisis	Beneficios Top Down	232,9	9,0%	252,7	8,5%	270,4	7,0%
	Revisión frente a Mes Anterior	0,0%		0,0%		0,0%	
	Beneficios Bottom Up	246,3	15,3%	269,3	9,3%	286,6	6,4%
	Revisión frente a Mes Anterior	0,0%		0,0%		0,0%	
	Beneficios Ex - financieros	204,3	16,4%	224,7	10,0%	238,3	6,1%
	Revisión frente a Mes Anterior	0,0%		0,0%		0,0%	
	Revisión 2017	0,6%		0,8%			
Bloomberg	Beneficios Bloomberg	234,8	16,1%	258,0	9,9%	280,3	8,6%
	Revisión 1 Mes	0,2%		0,3%		0,4%	
	Revisión 3 Meses	0,3%		0,3%		1,3%	
	Revisión 2017	0,3%		-0,3%		-	
FactSet	Beneficios FactSet	237,2	13,8%	258,8	9,1%	281,1	8,6%
	Revisión 1 Mes	-0,5%		-0,8%		-0,9%	
	Revisión 3 Meses	1,1%		0,2%		0,7%	
	Revisión 2017	1,3%		0,5%		2,5%	
	Beneficios Cíclicos Exfinan						
	Revisión 1 Mes (*)	-0,1%		0,0%		0,1%	
	Revisión 3 Meses (*)	1,2%		0,5%		0,6%	
	Revisión 2017 (*)	2,9%		1,7%		4,9%	
	Beneficios Defensivos						
	Revisión 1 Mes (*)	0,0%		0,4%		0,2%	
	Revisión 3 Meses (*)	-0,8%		-0,3%		0,6%	
	Revisión 2017 (*)	0,4%		0,6%		2,8%	
	Beneficios Financieros						
Revisión 1 Mes (*)	-0,3%		-0,4%		0,2%		
Revisión 3 Meses (*)	2,4%		1,4%		1,6%		
Revisión 2017 (*)	1,3%		1,0%		3,6%		

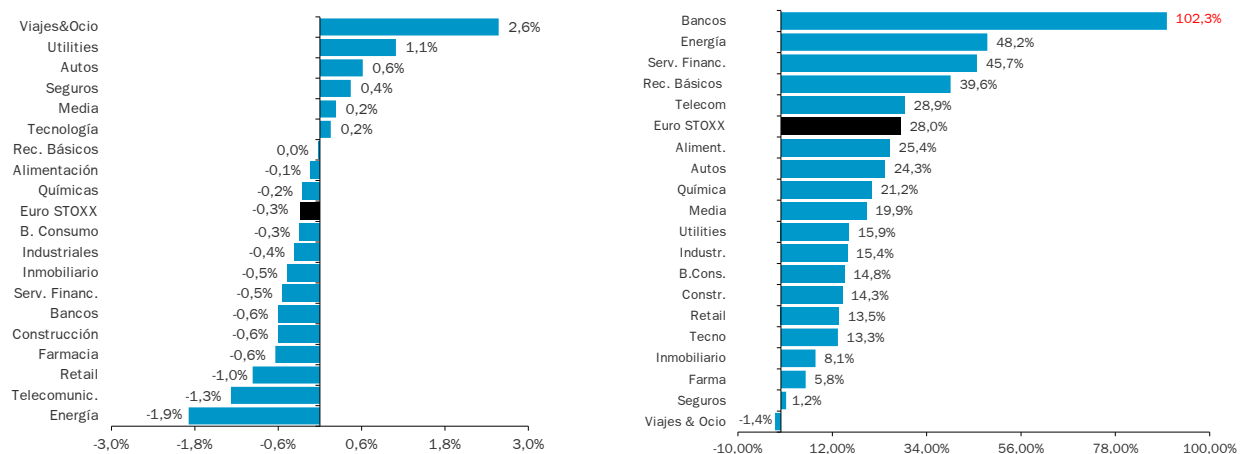
Fuente: FactSet, Bloomberg y BS Análisis

Por sectores, en **Europa** se han frenado las revisiones de beneficios en 2017 al alza (destacando las de Telecomunicaciones y Energía a la baja; ver gráficos izquierda abajo), mientras que en Estados Unidos siguen estables (si bien destacan al alza Recursos Básicos y a la baja Energía). Para 2017 (ver gráficos derecha abajo) se esperan los mayores crecimientos en Europa en Bancos y Energía y en Estados Unidos, además de Energía, en Materiales Básicos.

Gráficos 15 y 16: S&P 500: Revisión beneficios 2017e 1 mes y estimaciones 2017 por sectores



Gráficos 17 y 18: Euro STOXX: Revisión beneficios 2017e 1 mes y estimaciones 2017 por sectores



Fuente: FactSet y BS Análisis

RECOMENDACIONES GEOGRÁFICAS Y SECTORIALES Y ÚLTIMOS CAMBIOS

Tabla 5: Selección geográfica y sectorial y cambios en el último mes

<u>Recomendación</u>	<u>Geográfica</u>	<u>Sectorial Euro STOXX</u>
Sobreponderar	CAC 40 Nikkei ↑	Retail, Energía, Seguros Utilities, Rec. Básicos ↑
Neutral	Euro STOXX 50 DAX, S&P 500 SMI Suiza, Bovespa Hang Seng ↑	Serv. Financieros, Bancos Inmobiliario, Construcción Media, Alimentación Químicas, B. Consumo B. y S. Industriales ↓, Tecnología ↓
Infraponderar	Ibex 35, MIB 30 FTSE 100 ↓, IPC Mexbol ↓	Autos, Telecom Farmacia Viajes y Ocio
Estilos	Sobreponderar Emergentes frente a Desarrollados Small frente a Large: Small en Estados Unidos Large en Europa ↑ Small en España	Defensivos frente a Financieros/Cíclicos

Fuente: BS Análisis

Mantenemos recomendación direccional Bolsa a VENDER durante el segundo semestre de 2017

Mantenemos nuestra recomendación de Bolsas en VENDER puesto que no queda potencial y las valoraciones son muy ajustadas

Mantenemos nuestra recomendación de la Bolsa en VENDER.

En las últimas semanas las bolsas emergentes han subido junto con las americanas y japonesas mientras que las europeas han vuelto a caer al haber aumentado las dudas sobre la continuidad del soporte de la liquidez al plantearse de forma más explícita una posible retirada (gradual) de los estímulos monetarios. Al mismo tiempo, **sigue pesando la incertidumbre sobre la puesta en práctica de las reformas anunciadas en la toma de posesión del presidente de Estados Unidos, D. Trump**. En particular, la sustitución de la ley sanitaria aprobada en la anterior administración (*Obamacare*) cuenta con la oposición de algunos senadores del Partido Republicano y la demora en este reemplazo está afectando indirectamente a la aprobación de la reforma fiscal cuya puesta en marcha serviría de impulso al crecimiento económico en ese país (con impacto en el resto) y a la consecución del objetivo de inflación de la Fed (en torno al 2,0%). Con ello, pensamos que se mantiene el riesgo de corrección dado que la estacionalidad influiría de forma negativa (agosto y septiembre no suelen ser meses alcistas) **y con los índices cotizando por encima de los niveles de valoración de diciembre 2017 seguimos manteniendo nuestra recomendación de VENDER considerando:** (i) la valoración continúa muy ajustada, (ii) la campaña de resultados del segundo trimestre no sería un catalizador para las bolsas.

Con todo esto, mantenemos neutralizada nuestra preferencia por la calidad tanto en índices como en sectores y **seguimos prefiriendo realizar apuestas concretas**, con un **mayor enfoque en la selección de valores** ante la baja correlación.

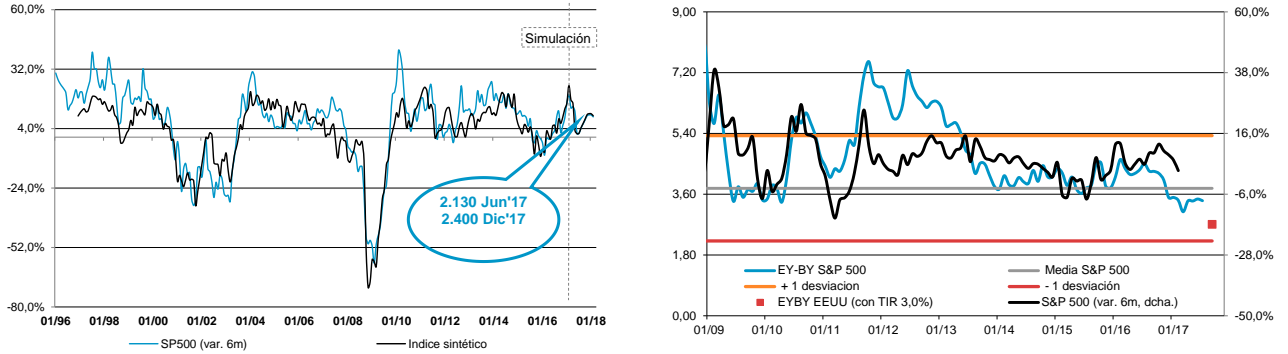
Así, **mantenemos las valoraciones para el IBEX 35, el Euro STOXX 50 y el S&P 500** y aunque la evolución ha sido mixta en el último mes **sigue sin haber potencial para finales de 2017...**

- (I) **IBEX 35 -8,9%** con la valoración a diciembre 2017 de 9.670 puntos.
- (II) **Euro STOXX 50 -8,3%** con la valoración para diciembre 2017 en 3.250 puntos.
- (III) **S&P 500 -7,6%** con la valoración a diciembre 2017 en 2.300 puntos.

...la valoración ya es muy exigente...

En **Estados Unidos**, niveles del S&P 500 por encima de los 2.400 puntos son acordes con un escenario macro muy optimista que nuestro indicador sintético macro no respalda a corto plazo. Por ratio, tampoco quedaría margen puesto que el PER forward 12 meses se sitúa en torno a la media esperada 2010-20 de 18,0x.

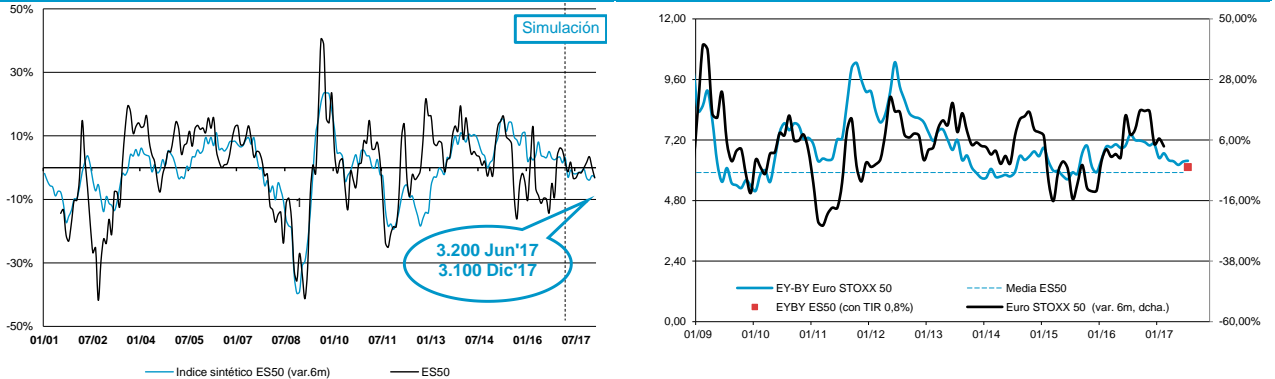
Gráficos 21 y 22: S&P 500: índice valoración macro frente a variación 6m y PER forward 12m



Fuente: Bloomberg, BS Análisis

En **Europa**, el índice (**Euro STOXX 50**) sigue relativamente caro comparado con nuestro indicador sintético macro, que respalda niveles en torno a los 3.200 puntos para el segundo semestre 2017. Por otro lado, la expansión de múltiplos y el reciente repunte de rentabilidad resta atractivo al Euro STOXX 50 en relativo a la deuda. Aunque siendo estado mejor posicionado que otros índices, la diferencia de rentabilidad entre la bolsa y la deuda apunta a rendimientos inferiores al 6,0% en los próximos meses.

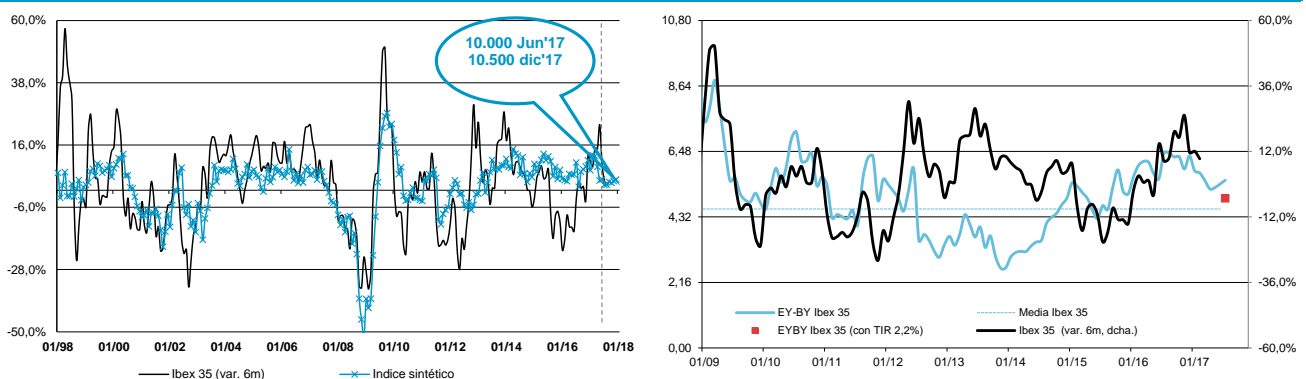
Gráficos 23 y 24: Euro STOXX 50: valoración macro frente a variación 6m y rentabilidad de la bolsa menos deuda



Fuente: Bloomberg, BS Análisis

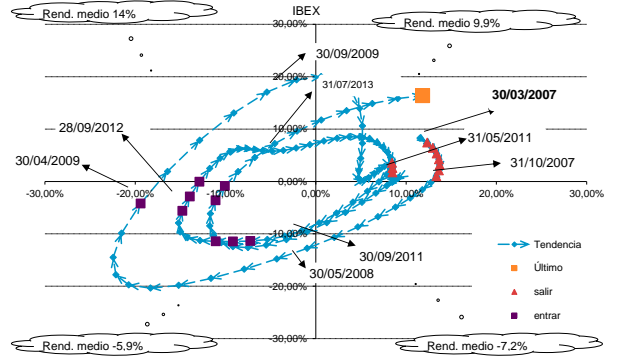
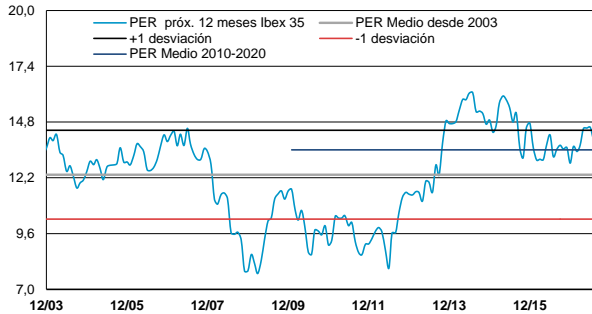
En cuanto a **España**, el **IBEX 35** se acerca en julio a niveles cercanos a los que apunta nuestro indicador macro para el segundo semestre 2017 (10.000 puntos). Por otro lado, enfrentando la rentabilidad del IBEX 35 con la deuda sigue perfilándose atractivo pero menos en los últimos meses. El ratio entre la rentabilidad de la bolsa española y la deuda apunta a rentabilidades casi nulas a 6 meses. Las rentabilidades bursátiles podrían tornarse muy negativas si la rentabilidad del bono español superara el 2,0%.

Gráficos 25 y 26: IBEX 35: valoración macro frente a variación 6m y rentabilidad de la bolsa menos deuda



En términos de PER el IBEX 35 cotiza muy por encima de la media histórica 2010-20 (14,6x frente a 13,5x) y en cuanto a *momentum* de precios sigue siendo positivo pero los riesgos aumentan para lo que resta de semestre.

Gráficos 27 y 28: IBEX 35: evolución PER 12m forward y momentum de precios

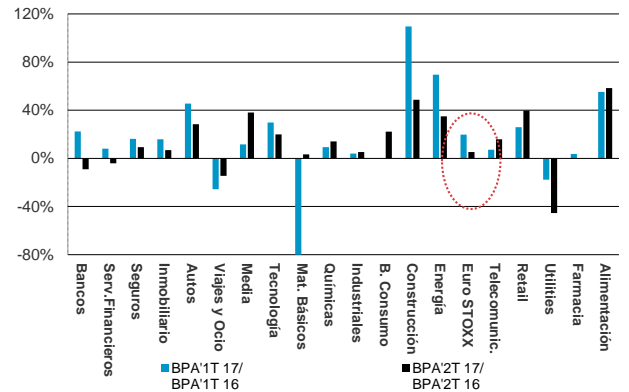
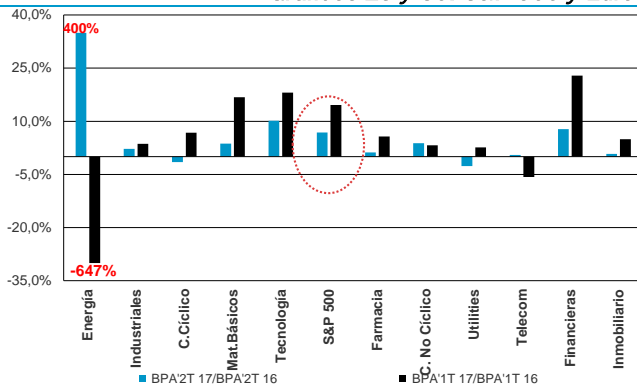


Fuente: FactSet, BS Análisis

...la campaña de resultados del segundo trimestre no debería ser un catalizador para las bolsas

En el S&P 500 el consenso espera un crecimiento de beneficios interanual del +6,8% después de que en los últimos 3 meses se revisara el beneficio 2017 un +1,1% al alza, por debajo del +14,6% alcanzado en el primer trimestre, con una comparativa todavía fácil ya que en el segundo trimestre 2016 el beneficio cayó un -2,0% (respecto al segundo trimestre 2015) y en el caso del primer trimestre 2016 el retroceso fue del -6,5%. Por sectores, destaca el menor crecimiento esperado en financieros y cíclicos sin energía. En el Euro STOXX el crecimiento esperado de los beneficios es de un +5,2% frente a un +19,8% en el primer trimestre con una comparativa también fácil.

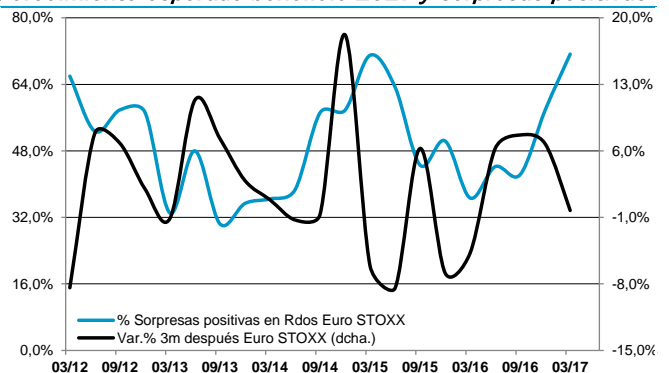
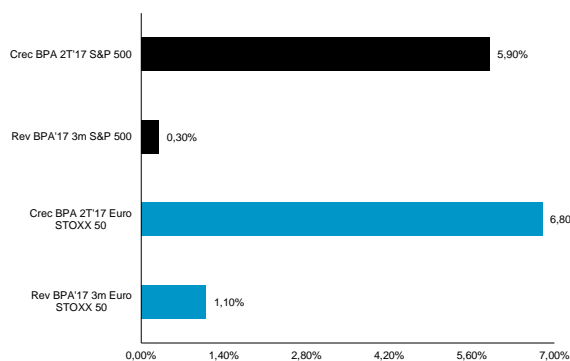
Gráficos 29 y 30: S&P 500 y Euro STOXX: crecimiento interanual de los beneficios trimestrales



Fuente: Bloomberg, BS Análisis

Aunque las expectativas son menos exigentes en los dos índices que en el primer trimestre, el ratio de sorpresas positivas en beneficios no superaría el logrado en el primer trimestre cuando ya rebasó holgadamente la media de cinco años. No obstante, un elevado nivel del ratio de sorpresas tampoco garantizaría una positiva evolución bursátil puesto que no existe una relación clara entre ambas variables.

Gráficos 31 y 32: S&P 500 y Euro STOXX: revisiones/crecimiento esperado beneficio 2017 y sorpresas positivas



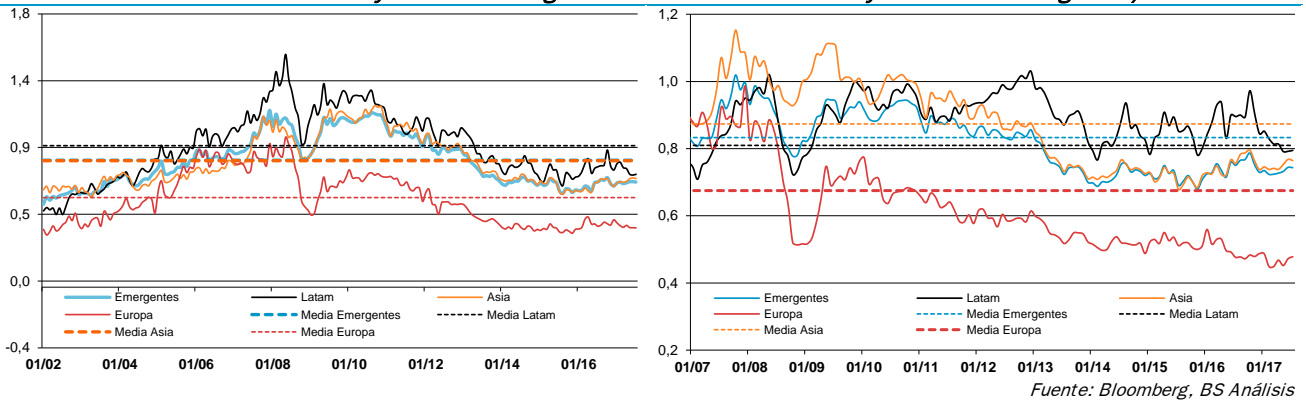
Fuente: Bloomberg, BS Análisis

Recomendaciones geográficas: subimos nuestra recomendación en el Nikkei en Desarrollados. Mantenemos como preferidos a los Emergentes

Mantenemos en Sobreponderar los Emergentes frente a Desarrollados. Ahora preferimos las compañías de mayor capitalización en Europa y mantenemos la preferencia por las pequeñas en Estados Unidos y España

Mantenemos nuestra recomendación de Sobreponderar en Emergentes frente a Desarrollados considerando que los diferenciales de crédito no se han visto afectados por la subida de las rentabilidades en la Eurozona y que el dólar sigue presionado a la baja. Por **beneficios**, los emergentes siguen teniendo un amplio margen de recuperación puesto que los beneficios del MSCI emergentes está por debajo de la media histórica y por encima en el caso de los desarrollados. En cuanto a la **valoración**, los emergentes siguen cotizando a P/VC relativo frente a desarrollados por debajo de su media histórica (-20% LatAm, -14% Asia y -34% Europa Emergente). Por lo que se refiere al PER, los emergentes siguen cotizando por debajo de su media histórica en comparación con los desarrollados (-2,0%, LatAm, -13,0% Asia y -30,0% Europa emergente).

Gráficos 33 y 34: PVC emergentes frente a desarrollados y PER MSCI Emergentes/Desarrollados

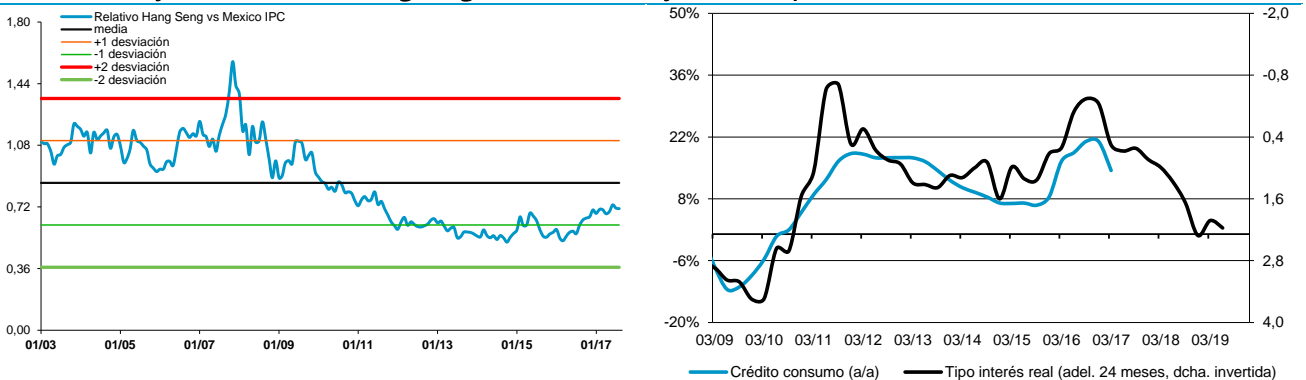


En Emergentes subimos a Neutral China (Hang Seng) y bajamos a Infraponderar México (IPC Mexbol)

Dentro de los **Emergentes** Al mismo tiempo **bajamos a Infraponderar México** (IPC Mexbol) por (i) riesgos de revisiones del crecimiento a la baja por el impacto negativo del elevado nivel del tipo real en el crédito y el tensionamiento monetario por la apreciación del peso (que además supone menores ingresos por el crudo para reducir el déficit por cuenta corriente que se situó en el -2,1% sobre PIB en 2016), (ii) incertidumbre política de cara a las elecciones presidenciales de 2018, (iii) exigentes expectativas de crecimiento de beneficios para 2017/18 susceptibles de experimentar fuertes revisiones a la baja.

Al mismo tiempo subimos a Neutral China (Hang Seng) por (i) atractiva valoración a pesar de la subida acumulada en 2017, (ii) disipación de algunos riesgos que planeaban sobre la economía, especialmente los relativos al sector inmobiliario, (iii) la reunión quinquenal de octubre del politburó impele al Gobierno a evitar cualquier desviación significativa o cambio brusco de la economía en los próximos meses, (iv) el Gobierno dispone de herramientas para manejar la delicada situación de las empresas estatales puesto que el país cuenta con una alta tasa de ahorro y no depende de la financiación exterior.

Gráficos 35 y 36: PER relativo Hang Seng frente al Mexbol y México: tipo de interés real frente al crédito al consumo



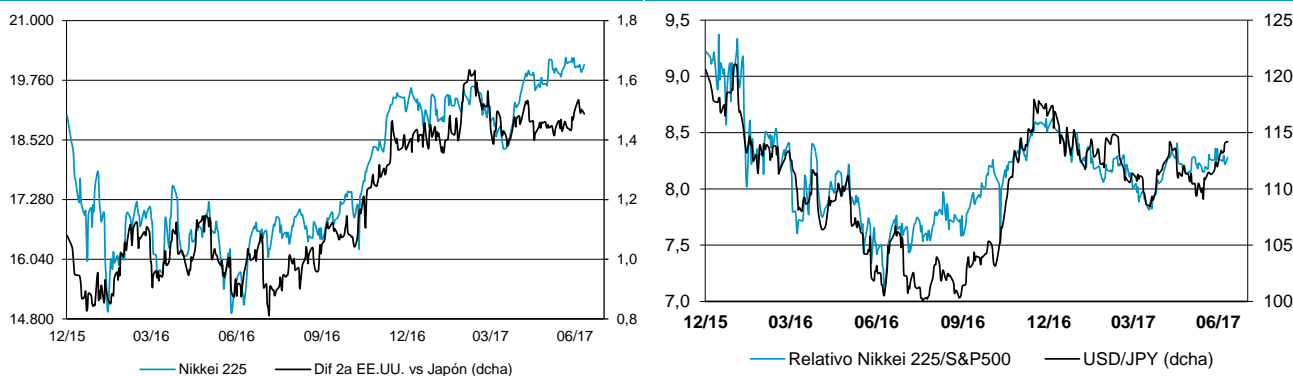
Fuente: Bloomberg, BS Análisis

En Desarrollados, subimos a sobreponderar Japón y mantenemos la preferencia por Francia al tiempo que bajamos el Reino Unido a Infraponderar. Mantenemos Estados Unidos y Europa (Euro STOXX 50, DAX y SMI) en Neutral. Dentro de Europa y entre los periféricos nos decantamos por el IBEX 35

Dentro de los Desarrollados **subimos a Sobreponderar Japón (Nikkei) y mantenemos nuestra preferencia por Francia (CAC). Bajamos a Infraponderar el Reino Unido (Footsie) en tanto que Estados Unidos (S&P 500) así como como Europa (Euro STOXX 50, DAX y Suiza) permanecen en Neutral.** Mantenemos en Infraponderar los periféricos (MIB e IBEX 35).

Subimos a Sobreponderar Japón (Nikkei) desde Infrapoderar porque es muy probable que al menos en el lenguaje el **Banco Central se quede relativamente solo en materia de política monetaria frente al resto de bancos centrales** (BCE, Banco de Inglaterra) que esperan poder empezar a retirar los estímulos relativamente pronto (Banco de Canadá que acaba de subir los tipos de interés por primera vez en 7 años). En este sentido, la decisión de la Fed de seguir subiendo los tipos de interés y reducir el balance a partir de septiembre 2017 debería seguir respaldando un repunte en el diferencial de los tipos de interés a corto plazo a favor de Estados Unidos, una mayor debilidad del yen y un mejor comportamiento del Nikkei frente al S&P 500 de entre el +5,0% y el +9,0% en el mismo período.

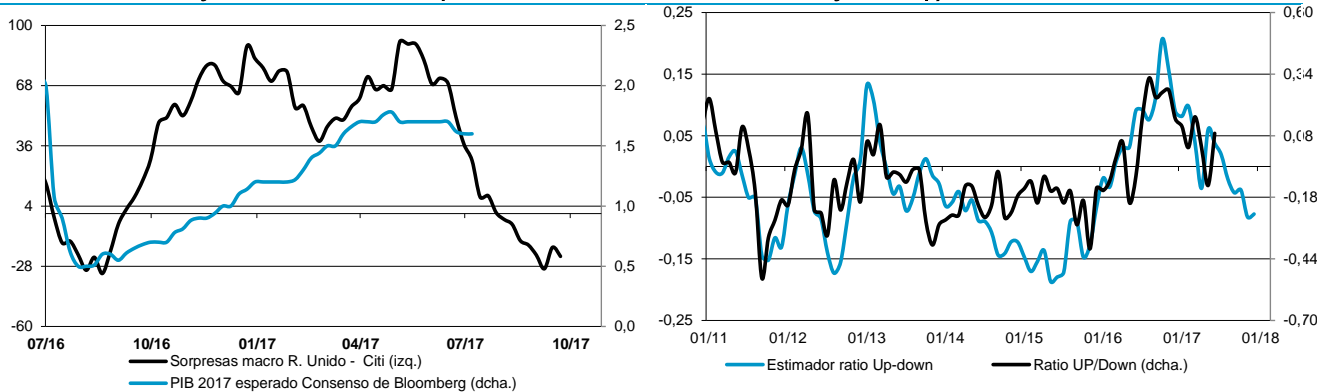
Gráficos 37 y 38: Nikkei frente al diferencial 2 años Estados Unidos/Japón y relativo Nikkei/S&P 500 frente al yen



Fuente: FactSet, BS Análisis

Bajamos a Infraponderar Reino Unido (Footsie) por (i) el rápido deterioro que están mostrando la economía donde el cúmulo de decepciones debería traducirse en revisiones de PIB a la baja en los próximos meses, (ii) el sesgo claramente menos tensionador por el lado del Banco de Inglaterra si bien el inesperado repunte de la inflación en mayo así como la posición a favor de subir tipos de tres miembros de la Autoridad Monetaria limitan la presión depreciadora sobre la libra, (iii) la menor sensibilidad del índice a los movimientos del tipo de cambio, en parte también por las dudas que podría estar generando el tipo de cambio. En este sentido, el dinamismo de la macro podría verse tan penalizado que contrarrestaría los beneficios del tipo de cambio. Así, nuestro estimador de ratio de revisiones de beneficios *up/downward* apunta a revisiones de beneficios a la baja en el Footsie en las próximas semanas/meses.

Gráficos 39 y 40: Reino Unido: sorpresas macro frente estimación PIB y ratio up/downward revisiones beneficios

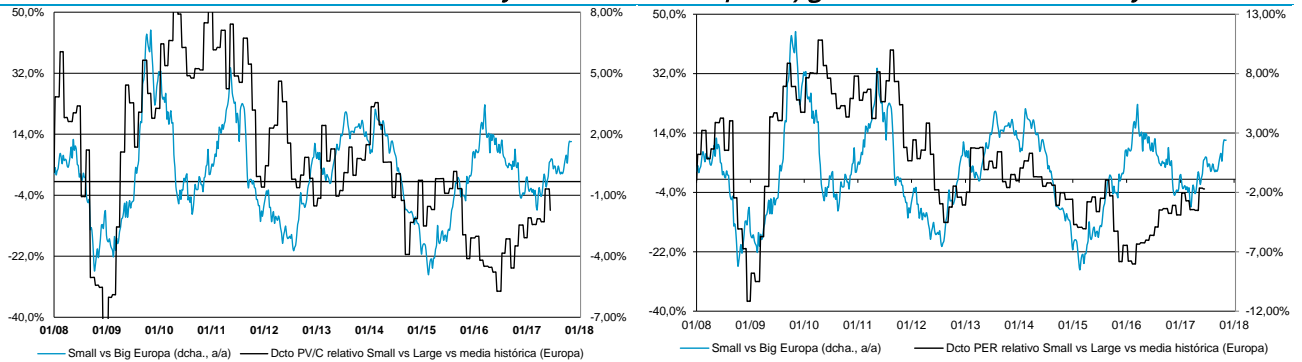


Fuente: Bloomberg, BS Análisis

Entre los **periféricos (MIB e IBEX 35)** aunque **ambos** índices continúan en **Infraponderar**, mantenemos nuestra preferencia por el IBEX 35 dado que un adelanto de las elecciones generales en Italia (frente a la fecha prevista de mayo 2018) presionaría al MIB y ya se ha puesto en precio las medidas adoptadas para el saneamiento del sistema bancario italiano (rescate de los bancos regionales de Veneto por parte del banco Intesa San Paolo y la recapitalización precautoria de Monte dei Paschi).

En cuanto a estilos, bajamos a Infraponderar las compañías de menor capitalización frente a las grandes y mantenemos la preferencia por las pequeñas tanto en Estados Unidos como en España. Así, las pequeñas en la Eurozona llevan en el año un +5% frente a las grandes donde los mejores sectores fueron Tecnología, Industria y Financieros. Aunque por múltiplos relativos las pequeñas siguen resultando atractivas (-1,7% de descuento en PVC relativo respecto a la media histórica y -1,7% en PER relativo frente a la media) la buena evolución desde principios de año podría traducirse en una expansión en los múltiplos relativos en los próximos meses lo que restaría atractivo a las pequeñas. En España, **esperaríamos a un recorte en bancos para modificar la preferencia a Grandes.**

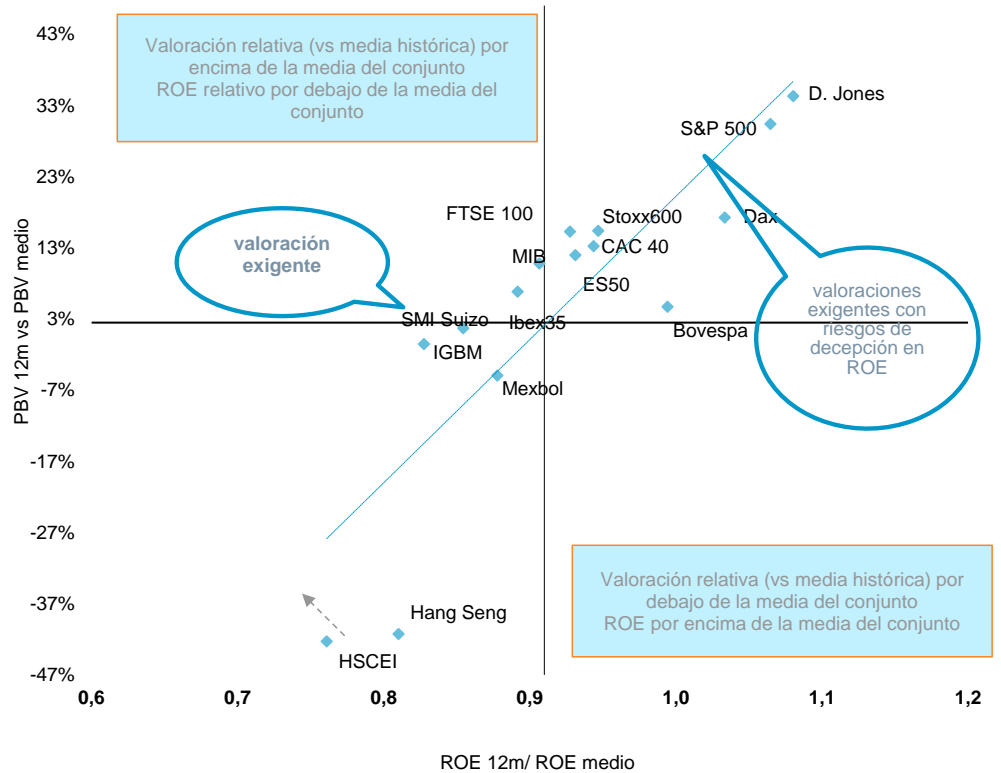
Gráficos 41 y 42: Euro Zona: Pequeñas/grandes frente a PVC relativo y PER relativo



Fuente: Bloomberg, BS Análisis

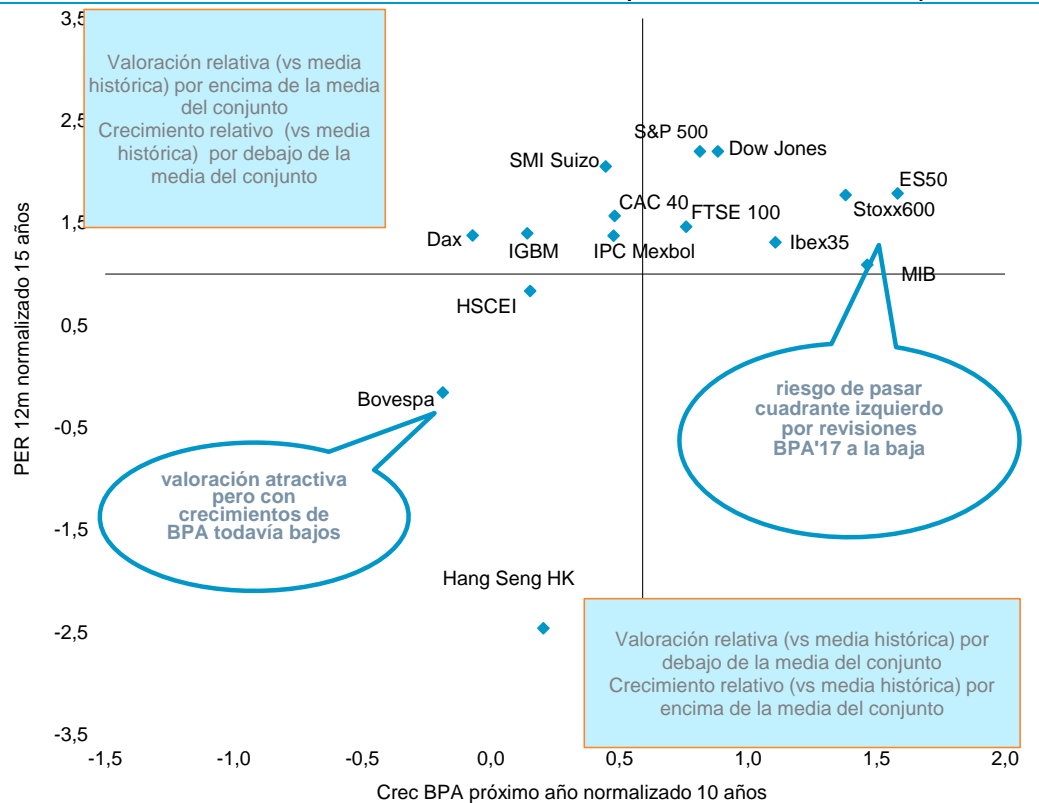
En los 4 gráficos siguientes mostramos los niveles de distintos ratios por índices.

Gráfico 43: Precio/Valor Contable frente a ROE 12m/ROE medio



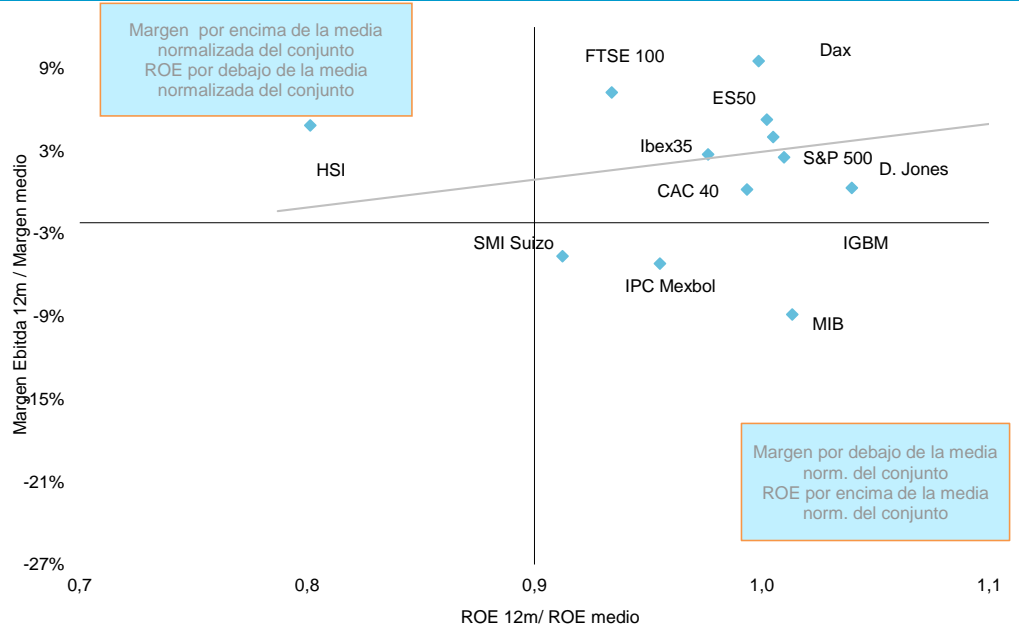
Fuente: FactSet y BS Análisis

Gráfico 44: PER/Crecimiento de beneficio por acción



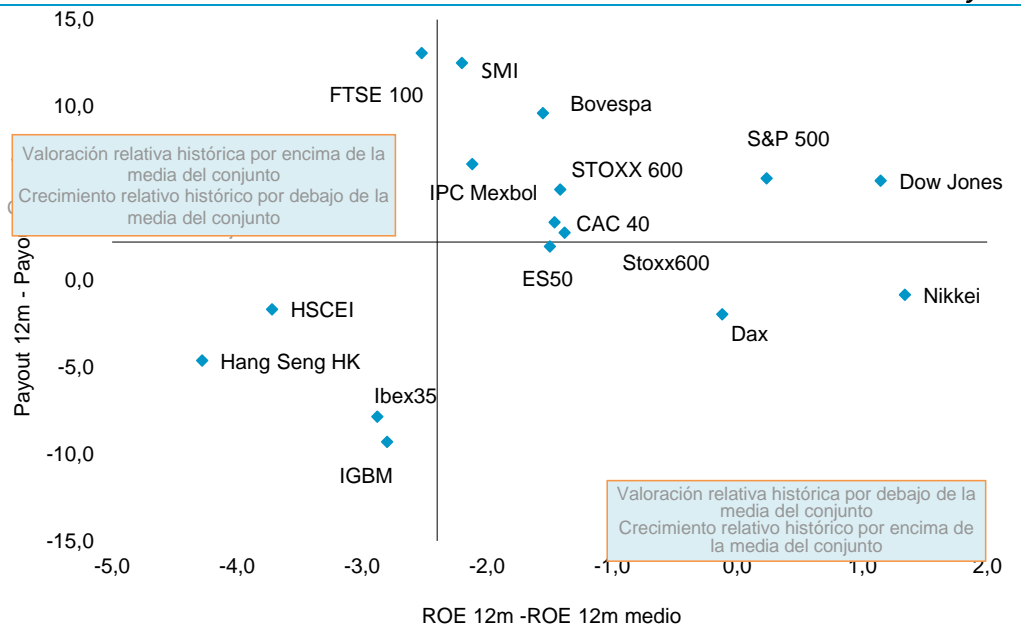
Fuente: FactSet y BS Análisis

Gráfico 45: Margen EBITDA frente a ROE



Fuente: FactSet y BS Análisis

Gráfico 46: ROE frente a Payout



Fuente: FactSet y BS Análisis

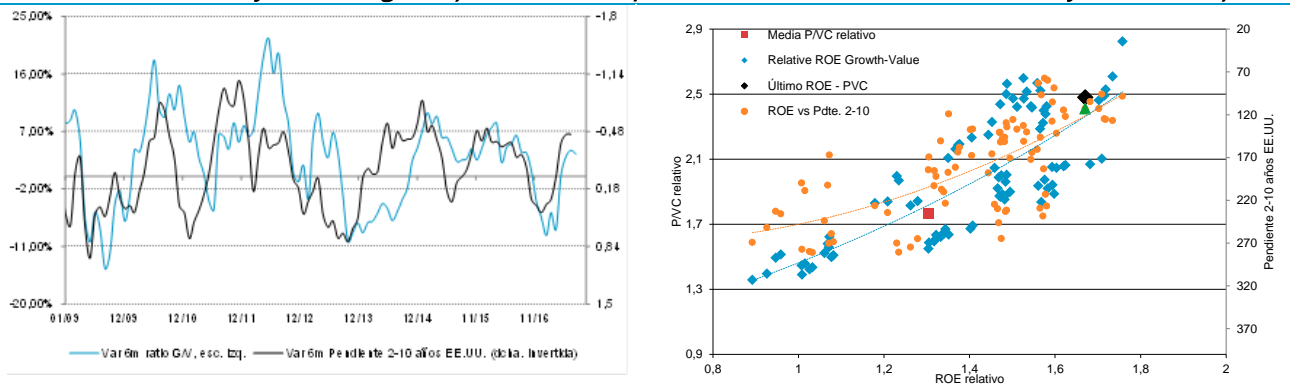
Recomendaciones sectoriales: Neutrales entre *growth* / *value* y cíclicos/defensivos, más peso en financieros

*Continuamos neutralizados tanto entre *growth* y *value* como entre cíclicos y defensivos. Mantenemos sesgo hacia financieros*

Mantenemos nuestro sesgo hacia financieros y seguimos neutralizados tanto entre sectores de crecimiento (*growth*) y de valor (*value*) como entre cíclicos y defensivos.

Como decíamos, **nos mantenemos equilibrados entre *growth* y *value*** dado que las subidas de rentabilidades favorecen a financieros pero un repunte adicional de la rentabilidad de la deuda en la Zona Euro llevaría a una mejor evolución del *value*. El reciente repunte de la pendiente americana llevó a un mejor comportamiento del *value* pero a 12 meses la pendiente americana seguiría aplanándose lo que debería seguir beneficiando al *growth*. En cuanto a la comparativa entre el PVC-ROE relativo de *growth*/*value* con la pendiente 10-2 años, el PVC relativo *growth* frente a *value* está en línea con el ROE relativo. Si la pendiente 10-2 años de la deuda se mantiene en torno a los 100-120 puntos básicos el ROE relativo debería permanecer en niveles relativamente elevados.

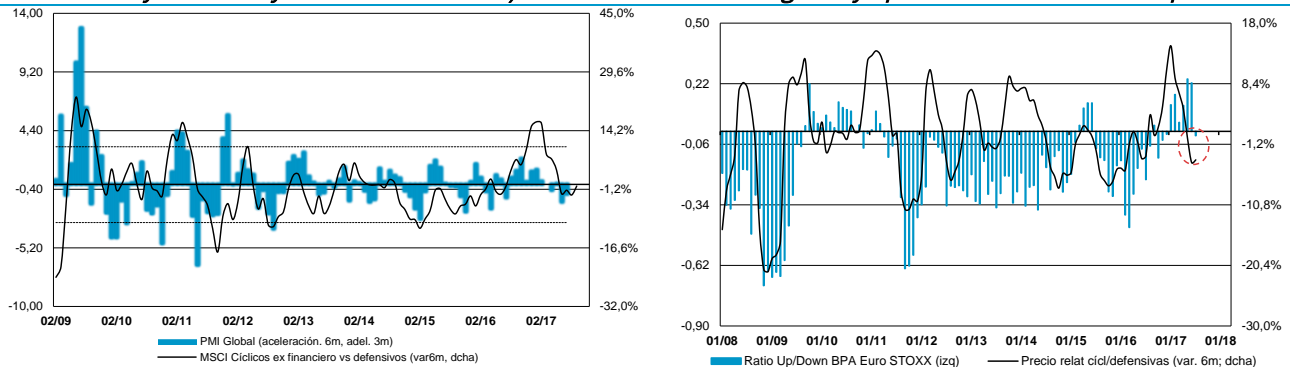
Gráficos 47 y 48: Ratio *growth*/*value*: frente a pendiente 2-10 años de Estados Unidos y frente a PVC/ROE



Fuente: FactSet, BS Análisis

También **mantenemos la equiparación entre cíclicos y defensivos** en la medida que los cíclicos han ajustado parte de los excesos del primer semestre con importantes subidas y se sitúan más en línea con la pérdida de *momentum* del PMI global. En la Eurozona, el peor comportamiento de los cíclicos en los últimos meses es compatible con un ratio de revisiones de beneficios negativo en los próximos meses por lo que en adelante serían susceptibles de hacerlo relativamente mejor.

Gráficos 49 y 50: MSCI y Euro STOXX cíclicos/ defensivos: frente PMI global y up-downward de beneficios por acción

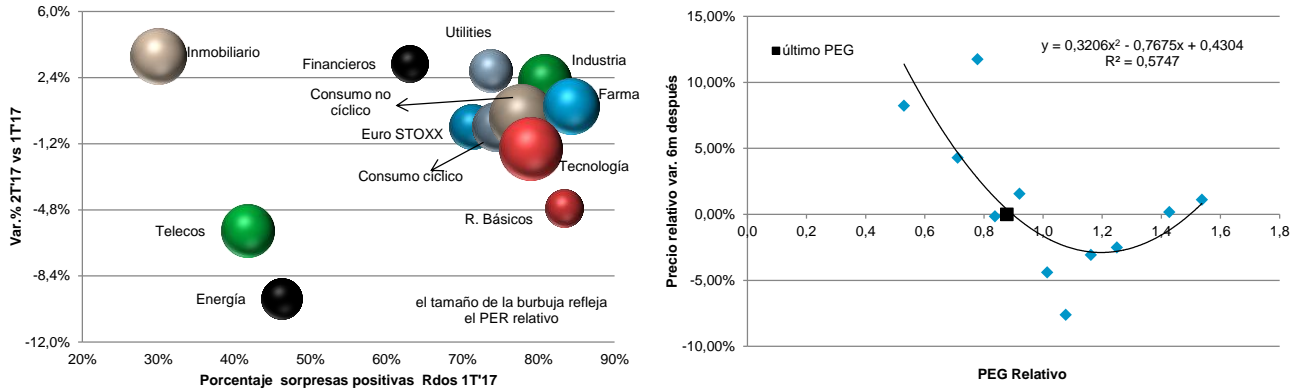


Fuente: FactSet, BS Análisis

Así, a nivel de recomendaciones sectoriales destacamos:

Subimos a Sobreponderar Recursos Básicos por (i) valoración atractiva tanto por PER forward 12 meses (13,2x frente a 15,0x del Euro STOXX) como por PEG (con un crecimiento medio de los beneficios 2017-19 del 17,0%, muy superior al de largo plazo, por PEG cotiza a 0,85 y cuando se encuentra entre 0,5x y 0,9x las rentabilidades medias 6 meses después son positivas, (ii) la correlación con el índice de metales industriales del S&P es 0,7 y nuestros modelos apuntan a un repunte del índice de metales industriales de hasta el +5,0% de cara a finales de año, (iii) el sector tiene una elevada correlación con las sorpresas macro positivas en la Eurozona y la evolución en bolsa en el año es acorde con un ratio de sorpresas negativas (mientras que son positivas actualmente).

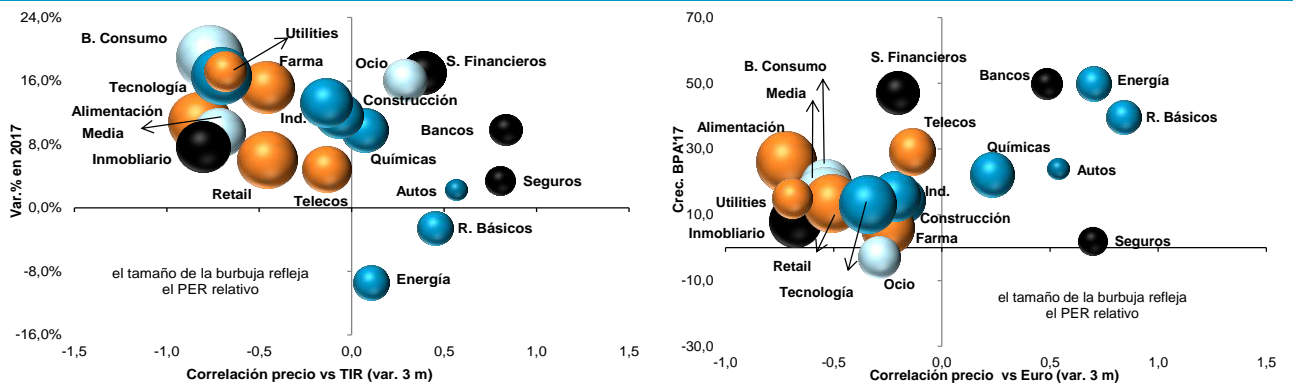
Gráficos 51 y 52: Recursos Básicos: sorpresas positivas resultados frente evolución/PER y evolución 6m frente PEG



Fuente: FactSet, BS Análisis

Bajamos a Neutral Tecnología e Industriales porque tienen correlación negativa con la rentabilidad y la evolución relativa de ambos se ve penalizada ante apreciaciones del euro (+12% en 2017). Además, estos dos sectores (junto con Bienes de Consumo y Farma) han tenido buena evolución en 2017, con revalorizaciones en muchos casos por encima del crecimiento esperado para el beneficio 2017 por lo que cotizan a un PER 12 meses elevado. Todo ello les hace más vulnerables si cabe a las subidas de rentabilidades.

Gráficos 53 y 54: Sectores Euro STOXX: correlación rentabilidad frente evolución 2017/PER y euro frente a BPA/PER



Fuente: FactSet, BS Análisis

Por **valores** distinguiríamos los que tienen recomendación de compra y de venta por parte de nuestros analistas entre los sectores mejor y peor posicionados según el criterio de los dos gráficos de arriba.

Tablas 6 y7: valores con recomendaciones de compra y venta en los sectores mejor y peor posicionados

Valores con recomendación de COMPRA por parte de nuestros analistas en los sectores mejor posicionados

Sector	Compañía	Sector	Compañía
Seguros	Axa	Energía	Eni
	Allianz		Respsol
	Catalana Occidente		Total
Bancos	Bankia	R.Básicos	Arcelor
	Intesa San Paolo		Acerinox
	BBVA		Ence
	Santander		
	BNPParibas		

Valores con recomendación de VENTA por parte de nuestros analistas en los sectores peor posicionados

Sector	Compañía	Sector	Compañía
Farma	Almiral	Industria	Tubos Reunidos
	Grifols		Tubacex
Consumo	Deoleo	Media	Vidrala
	Ebro Foods		Logista
V. & Ocio	NH Hoteles	Tecnología	Aena
	Melia		Applus
			Zardoya
Utilities	Endesa	Tecnología	Vivendi
	R. Eléctrica		Mediaset
	Gas Natural		Indra

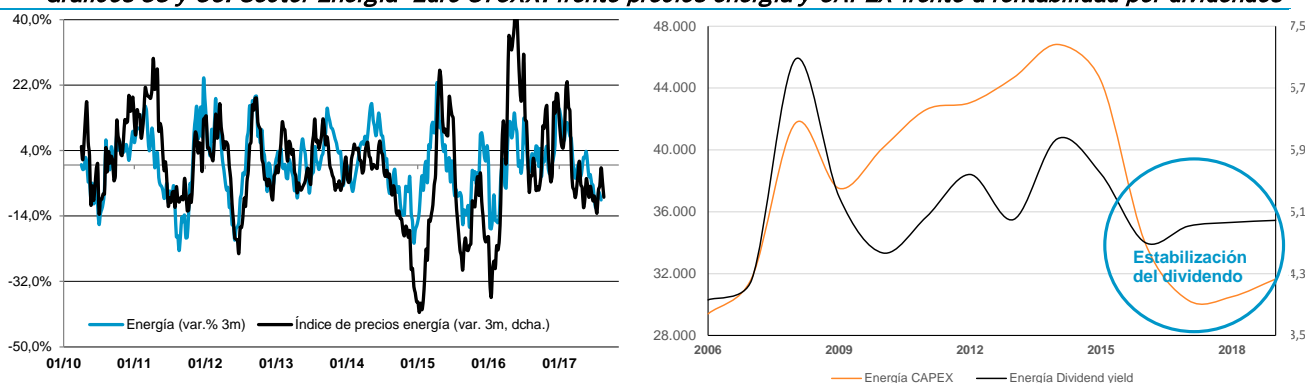
Mantenemos en Sobreponderar Utilities por (i) revisiones de beneficios al alza a uno y 3 meses que podrían continuar, (ii) estabilidad regulatoria en Alemania tras la sentencia del Tribunal Constitucional dictaminando una compensación al sector por el impuesto nuclear de 6.000 millones de euros que se añade a la que ya aprobara en diciembre 2016 en la que estimaba parcialmente las demandas de las compañías de no asumir íntegramente el coste de desmantelamiento de las nucleares), (iii) a largo plazo le favorecería la fabricación de buena parte del parque automovilístico de motricidad eléctrica con la mejora de la tecnología y la regulación medioambiental cada vez más estricta, (iv) valoración más atractiva dentro de los defensivos, (v) *momentum* positivo.

Mantenemos en Sobreponderar Seguros por (i) tendencia a medio plazo al alza de las rentabilidades de largo plazo a nivel global (mejora las carteras del ramo Vida), (ii) exposición a Estados Unidos donde la Fed efectuaría otra subida de tipos a final de año (aunque el mercado no está convencido) y empezaría a reducir el tamaño del balance a partir de septiembre. Por otro lado, seguimos en Neutral en **Bancos** a la espera de mejores niveles de entrada después de la fuerte subida en 2017. **En un escenario de subida brusca de las rentabilidades de la deuda, los financieros tendrían mejor evolución relativa** por la correlación positiva la rentabilidad aunque mantendríamos la preferencia por Seguros por el menor riesgo de toma de beneficios (+7,5% en 2017 frente a +16% Banco contra un +7,8% Euro STOXX). Los *growth*, por su parte, tienen una correlación negativa con la rentabilidad y se ven lastrados por el euro.

Mantenemos en Sobreponderar Energía porque, por un lado, esperamos una recuperación del crudo hasta 55 dólares/barril en 2017 y 60/65 en 2018-19 debido a (i) reunte gradual de los costes marginales de la industria en Estados Unidos, la caída de las inversiones y la obsolescencia de los pozos reducirían la oferta de crudo global, (iii) mantenimiento por parte de la OPEP de la estrategia de controlar los precios. Por otro, tras la fuerte caída del crudo entre junio 2014 y diciembre 2015, las compañías del Euro STOXX han logrado reequilibrar el flujo de caja que generan mediante una estricta política de reducción de costes operativos, un agresivo recorte de la inversión (-35,4% en los últimos 3 años) y fuertes desinversiones. Con todo ello los balances de las compañías se han fortalecido de forma significativa hasta situarse el ratio de la deuda sobre el resultado operativo por debajo de 1,0x frente a una media de 1,3x de media entre 2014 y 2016. Este saneamiento ha permitido al sector logra una rentabilidad por dividendo entre 2017 y 2019 sostenible muy por encima de la del Euro STOXX (4,91%/4,96%/4,98% frente a 3,12%/3,35%/3,62%).

Por **compañías** cabe destacar que con todas las medidas mencionadas han conseguido obtener beneficios a partir de un precio del crudo de 50 dólares/barril en caso de Total y de 60 dólares en el de ENI.

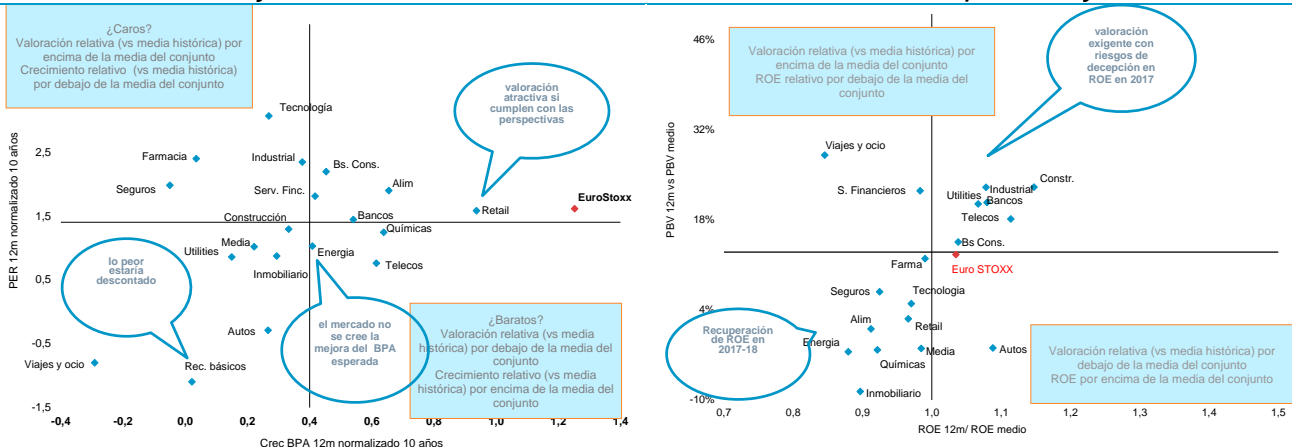
Gráficos 55 y 56: Sector Energía Euro STOXX: frente precios energía y CAPEX frente a rentabilidad por dividendos



Mantenemos la Sobreponderación en Retail (aunque también le penaliza en cierta medida la subida de las rentabilidades) por (i) la positiva y duradera dinámica del consumo, (ii) perfil *growth*, (iii) peor evolución relativa en 2017 (-4,0% frente al Euro STOXX).

Por **valoración**, dentro de los sectores del índice Euro STOXX, en términos de PER 12 meses frente al crecimiento de los beneficios, detectamos oportunidades en sectores como Retail, Alimentación y Bienes de Consumo Personal y Recursos Básicos en menor medida por contar con un nivel de PER poco exigente frente a perspectivas de mejora de beneficios en 2017/18. Por el contrario, según este criterio, veríamos riesgos en Tecnología y en menor medida en Farma e Industrial ya que cotizan en niveles exigentes. Enfrentando la rentabilidad sobre recursos propios (ROE) con el PVC, los sectores preferidos serían Retail, Tecnología y en menor medida Farma por mejora del ROE. Por su parte, Autos ya descuenta deterioro en ROE. Según este criterio, los riesgos estarían, por un lado, en Viajes y Ocio y Servicios Financieros, cotizando con un PVC exigente frente a la expectativa de ROE de 2017 y, por otro, Construcción, cotizando un escenario de ROE exigente.

Gráficos 57 y 58: Euro STOXX: PER 12 meses frente crecimiento beneficios por acción y PVC frente a ROE



Fuente: FactSet, BS Análisis

En las tablas siguientes mostramos nuestras preferencias por índices.

Tabla 8: Posicionamiento estratégico geográfico con pesos de los índices y evolución en el último mes y en 2017

	recomendación	evolución desde el 15/6/17	evolución en 2017
		-4,00% -2,00% 0,00% 2,00% 4,00% 6,00%	0,00% 5,00% 10,00% 15,00% 20,00%
S&P 500	Neutral		0,2%
Euro STOXX 50	Neutral		-0,9%
DAX	Neutral		-1,4%
CAC 40	Sobreponderar		-0,4%
MIB 30	Infraponderar		2,3%
Ibex 35	Infraponderar		-2,0%
FTSE	↓ Infraponderar		-0,8%
SMI Suiza	Neutral		1,9%
Nikkei	↑ Sobreponderar		1,1%
Bovespa	Neutral		4,7%
IPC Mexico	Neutral		3,1%
HS Index	Infraponderar		0,6%
benchmark			0,64%
cartera			0,61%
Bolsas: infraponderar			
Estilos inversión:	Emergentes vs Desarrollados		-2,4%
	↑ Europa: Grandes frente a Pequeñas/Medias		-0,1%
	España Pequeñas/Medias frente a Grandes		-1,8%
	Estados Unidos. Peq/Medias frente a Grandes		0,2%

Fuente: BS Análisis

En la tabla siguiente mostramos un resumen de nuestras preferencias por sectores en el Eurostoxx.

Tabla 9: Selección sectorial Europa y cambios en el último mes y 2017

	recomendación	evolución desde el 15/6/17	evolución en 2017
		-10,00% -5,00% 0,00% 5,00% 10,00%	-20,00% -10,00% 0,00% 10,00% 20,00%
Rec. Básicos	↑ Sobreponderar	5,5%	2,9%
Químicas	Neutral	-3,8%	6,0%
B y Serv. Industr.	↓ Neutral	0,2%	12,5%
Construcción	Neutral	-2,2%	9,3%
Viajes y Ocio	Infraponerar	-4,3%	10,8%
Autos	Infraponerar	1,5%	3,9%
Bs de Consumo	Neutral	-2,5%	14,9%
Media	Neutral	-5,1%	2,9%
Bancos	Neutral	5,1%	15,7%
Seguros	Sobreponderar	3,8%	7,9%
Serv. Financieros	Neutral	1,5%	18,0%
Inmobiliario	Neutral	-5,0%	2,9%
Tecnología	↓ Neutral	-1,4%	14,2%
Energía	Sobreponderar	-3,5%	-10,7%
Retail	Sobreponderar	-5,1%	4,0%
Telecos	Infraponerar	-5,6%	1,2%
Utilities	Sobreponderar	-3,4%	12,8%
Alimentación	Neutral	-2,3%	6,8%
Farmacia	Infraponerar	-1,5%	11,3%
Euro STOXX		-0,92%	8,67%
cartera		-0,86%	8,63%
Estilos inversión:	Defensivos = Financieros/Cíclicos	-3,22%	-1,19%
	Growth = Value	-1,86%	3,84%

Fuente: BS Análisis

POSICIONAMIENTO EN CARTERAS Y RECOMENDACIONES DE VALORES

CARTERAS ESPAÑA

ULTIMOS CAMBIOS VALORES EN CARTERAS

Cartera Modelo

Sin cambios desde nuestro anterior informe.

La beta histórica de 250 sesiones (un año) de la cartera es 0,96x y de 30 sesiones en 0,59x frente a 0,95x y 0,55x anteriores respectivamente.

Carteras reducidas

5 valores: Acciona, Acerinox, Dia, Inditex y Repsol.

Sin cambios desde nuestro anterior informe.

Alta Rentabilidad: Acciona, Iberdrola, Abertis, Repsol y Telefónica.

Sin cambios desde nuestro anterior informe.

Pequeñas y Medianas: Acerinox, Barón de Ley, Catalana Occidente, Cellnex, , Iberpapel, Atresmedia, Neinor, Sacyr y Talgo.

Sale de cartera ENCE por su escaso potencial (+8%) y tras haber subido +93% frente al IBEX.

CARTERAS EUROPEAS

ULTIMOS CAMBIOS VALORES

Cartera Modelo

Con respecto a los pesos bajamos en un -1% en Axa y se lo damos a BNP. El 25% del Resultado Operativo de Vida de Axa procede de su división de Estados Unidos y la TIR del bono a 10 años podría estar presionada, mientras que en BNP los resultados segundo trimestre 2017 vendrían soportados por su buen *momentum* en Banca de Inversión con el añadido de la menor incertidumbre política tras la victoria de Macron en las elecciones francesas. Por otro lado **bajamos también peso en Inditex (-3%)** donde vemos pocos catalizadores a corto plazo. **Este peso se lo damos a Volkswagen que entra en cartera,** ante la expectativa de que los resultados del segundo trimestre de 2017 confirmen la recuperación vista en primer trimestre 2017 y que vendrían a reafirmar la mejoría en la marca Volkswagen. En líneas generales, Volkswagen supone una apuesta por el crecimiento en Europa y la vuelta a la rentabilidad de sus actividades en Brasil tras varios años de caídas en las ventas.

La beta histórica de 250 sesiones (un año) de la cartera se sitúa en el 0,98x y la beta histórica calculada en 30 sesiones en 1,00x frente a 0,99x y 1,0x anteriores respectivamente.

Carteras reducidas

Cartera 5 Valores High Yield: Allianz, SAP, Air Liquide, LVMH, y Deutsche Post.

Sin cambios desde nuestro anterior informe.

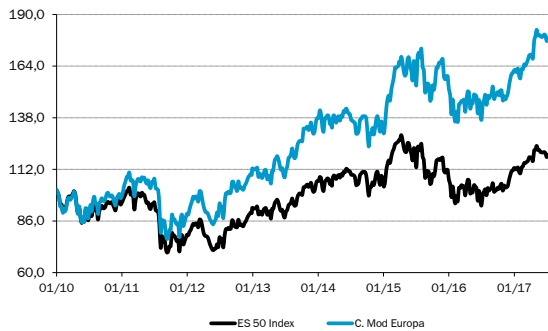
Tabla 10 : Evolución de nuestras carteras

	% 1 sem	% 4 Sem.	%1 Trim	%12 M	YTD	2016	Desde 31/12/2015	Desde 31/12/2014	Desde 31/12/2013
IBEX	0,3%	-1,4%	2,1%	23,5%	13,2%	-2,0%	6,9%	1,2%	1,9%
CARTERA MODELO ESPAÑOLA	0,7%	0,1%	4,1%	26,1%	16,0%	3,1%	12,3%	8,1%	6,4%
<i>vs Ibex</i>	0,4%	1,5%	1,9%	2,2%	2,5%	5,2%	5,0%	6,9%	4,5%
CARTERA 5 VALORES	1,1%	-0,7%	0,6%	11,0%	9,5%	-6,7%	1,4%	0,2%	1,8%
<i>vs Ibex</i>	0,8%	0,8%	-1,5%	-10,1%	-3,3%	-4,8%	-5,2%	-0,9%	-0,1%
CARTERA HIGH YIELD	1,7%	-1,0%	4,8%	19,6%	13,5%	0,7%	9,0%	7,9%	7,7%
<i>vs Ibex</i>	1,4%	0,4%	2,7%	-3,1%	0,3%	2,7%	2,0%	6,7%	5,8%
C. Small&Mid	-0,1%	-2,5%	4,9%	29,6%	13,7%	11,7%	16,6%	17,6%	12,3%
<i>vs Ibex</i>	-0,3%	-1,1%	2,8%	4,9%	0,4%	14,0%	9,1%	16,2%	10,3%
Eurostoxx50	-0,4%	-1,5%	2,3%	18,0%	6,4%	0,7%	1,0%	2,1%	1,8%
BS ES50 Modelo	-0,3%	-1,3%	5,7%	20,9%	10,3%	1,9%	7,8%	11,5%	7,4%
<i>vs ES50</i>	0,1%	0,2%	3,3%	2,5%	3,7%	1,2%	6,7%	9,2%	5,4%
BS High Yield ES50	0,0%	-1,0%	8,1%	22,3%	12,2%	5,7%	11,6%	18,8%	12,1%
<i>vs ES50</i>	0,4%	0,6%	5,7%	3,7%	5,5%	5,0%	10,5%	16,3%	10,0%

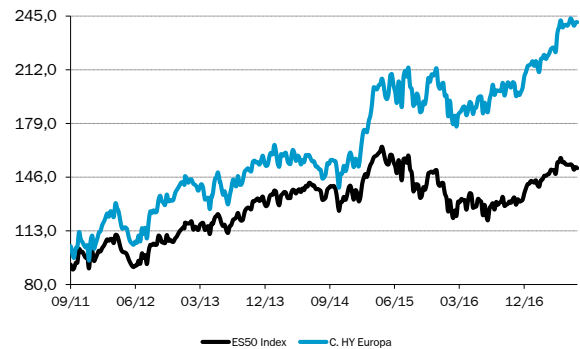
Fuente: BS Análisis

Gráficos 59 a 62: Evolución de nuestras carteras

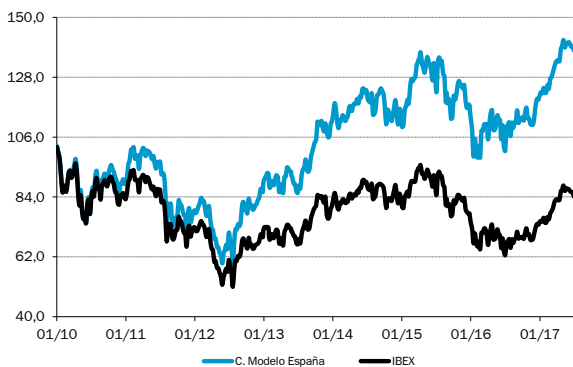
Cartera Modelo frente a ES50 (Base 100 = 28/10/2005)



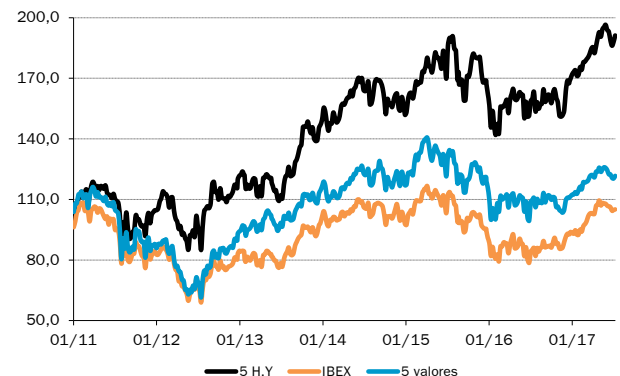
Cartera HY frente a ES50 (Base 100 = 18/08/2011)



Cartera Modelo frente a IBEX (Base 100 = 30/12/2009)



Cartera 5 Val y HY frente IBEX (Base 100 = 30/12/2010)



Fuente: BS Análisis

Tabla 11: Composición y evolución pesos sectores en nuestras carteras España

Sector y Valor	P.O.	Pot.	PER 17	Yield 17	Var.% Mes	Peso IGBM	Peso IBEX	% Peso Cartera	vs. ant Informe
Comunicación						9,5%	9,7%	13,0%	
Telefónica	12,30	31,9%	10,98	4,3%	-2,2%	7,92%	8,38%	9,0%	
Cellnex	21,50	15,4%	50,30	0,5%	-4,1%	0,45%	0,62%	4,0%	
Consumo Cíclico						12,2%	14,5%	18,0%	
Inditex	43,10	25,9%	27,38	2,0%	-2,3%	8,99%	11,41%	14,0%	
IAG	8,50	21,3%	6,49	3,9%	2,0%	1,89%	2,66%	4,0%	
Consumo No Cíclico						6,6%	5,7%	9,0%	
Día	6,70	29,7%	13,83	3,2%	-5,6%	0,54%	0,57%	5,0%	
Abertis	17,50	6,4%	23,13	4,9%	-0,1%	2,06%	2,90%	4,0%	
Energía						4,6%	5,1%	9,0%	
Repsol	16,80	21,8%	10,04	5,7%	0,5%	3,48%	3,76%	9,00%	
Financieras						39,3%	36,6%	28,0%	
Santander	6,80	20,2%	11,59	3,7%	-1,7%	17,38%	16,18%	14,0%	
Bankia	4,70	7,0%	15,50	3,1%	8,3%	1,07%	1,35%	2,0%	
Caixabank	BR	n.a.	14,75	3,4%	1,7%	3,18%	4,48%	2,0%	
BBVA	8,30	10,6%	11,70	3,5%	2,3%	10,55%	8,93%	4,0%	
Colonial	8,15	5,6%	6,71	2,1%	2,6%	0,38%	na	3,0%	
Neinor	21,46	11,4%	2.908,31	0,0%	4,9%	na	na	3,0%	
Industriales						8,2%	8,2%	5,0%	
Acciona	89,00	12,7%	14,93	4,1%	-6,7%	0,48%	0,64%	5,0%	
Utilities						14,1%	14,3%	11,0%	
Iberdrola	7,90	12,5%	14,00	4,6%	-2,5%	8,31%	7,81%	9,0%	
Enagás	25,69	7,6%	10,68	6,2%	-10,0%	1,08%	1,02%	2,0%	
Materias Primas						1,0%	1,3%	7,0%	
Acerinox	14,20	23,3%	16,00	3,9%	-0,6%	0,33%	0,45%	5,0%	
ArcelorMittal	28,50	26,4%	9,27	0,0%	23,8%	0,29%	0,82%	0,02	

Fuente: BS Análisis

Tabla 12: Composición y evolución pesos sectores en nuestras carteras Europa

Sector y Valor	P.O.	Pot.	PER'17	Yield'17	Peso ES50	Peso Cartera	4 sem (%)	vs. ant Informe
Materiales Básicos					8,8%	12,5%		
Air Liquide	117,0	7,1%	19,8	2,40%	1,8%	8,54%	-3,0%	
Bayer**	BR	n.a.	20,4	2,55%	3,8%	3,94%	-8,7%	
Industriales					14,6%	23,8%		
Siemens	142,0	21,8%	15,1	3,69%	3,6%	3,92%	-6,3%	
Safran	BR	n.a.	20,2	1,98%	1,2%	2,19%	1,6%	
Deutsche Post	36,0	6,8%	15,8	3,10%	1,4%	8,71%	3,7%	
Saint Gobain	52,0	9,7%	19,4	2,62%	1,0%	4,83%	-2,0%	
Vinci	BR	n.a.	19,1	2,29%	1,8%	4,17%	-1,4%	
Bs. Consumo					24,4%	24,9%		
Daimler	82,0	27,8%	8,2	4,88%	2,7%	3,70%	-2,0%	
Volkswagen	165,0	15,0%	5,0	3,99%	2,7%	3,03%	8,5%	
Unilever	56,6	13,8%	23,5	2,82%	3,8%	3,35%	-0,8%	
Lvmh	252,0	13,4%	23,2	2,18%	2,5%	7,72%	-4,2%	
Inditex	43,1	25,9%	27,4	2,02%	1,6%	2,09%	-2,3%	
AB Inbev	125,6	26,3%	22,2	4,02%	3,3%	5,02%	-2,8%	
Petróleo y Gas					5,9%	4,4%		
Total	53,0	22,2%	11,9	6,42%	4,5%	4,39%	-2,3%	
Tecnología					5,4%	9,6%		
SAP	105,0	15,0%	25,7	1,61%	3,6%	9,60%	-4,1%	
Financieras					23,5%	21,3%		
Santander	6,8	20,2%	11,6	3,69%	3,5%	5,35%	-1,7%	
Intesa Sanpaolo	3,3	15,5%	11,8	7,21%	1,7%	3,68%	10,0%	
BNP Paribas	74,5	14,9%	10,8	4,61%	3,1%	5,64%	4,3%	
Allianz	189,0	5,2%	11,0	4,55%	3,4%	4,12%	2,7%	
AXA	28,5	14,2%	9,8	4,94%	2,5%	2,50%	3,8%	
Farmacia					6,0%	1,8%		
Essilor	126,0	10,3%	28,2	1,34%	1,0%	1,83%	-3,7%	
Telecomunicaciones					6,2%	0,0%		
Utilities					5,1%	1,6%		
Iberdrola	7,9	12,5%	14,0	4,63%	1,8%	1,66%	-2,5%	

Fuente: BS Análisis

CAMBIOS DE VALORACIÓN Y RECOMENDACIONES RECIENTES EN VALORES EN COBERTURA**ESPAÑA****DURO FELGUERA**

Ha suscrito un acuerdo de espera (standstill) con los principales bancos acreedores. El acuerdo tendrá una duración máxima hasta el 30 de septiembre 2017 y durante su vigencia se desarrollará el proceso de negociación sobre vencimiento de deuda y garantías comerciales. **Noticia sin impacto.** Es conocido que Duro Felguera está renegociando la deuda con los bancos. Como parte de este proceso se ha planteado realizar una ampliación de capital y creemos que ésta es inevitable dado que la situación de deuda se debe a problemas de cobro en diversos proyectos, y que estos problemas tardarán tiempo en resolverse.

Recordamos que desde hace tres años la compañía está teniendo problemas de cobro y disputas en algunos de sus proyectos, lo que está teniendo un impacto muy negativo en la caja de la compañía. Aunque creemos que la compañía no está cara y ya descuenta un escenario suficientemente adverso, preferimos ser prudentes y no vamos a recomendar la acción hasta que tengamos mayor claridad sobre la resolución de los numerosos frentes que tiene abiertos y su impacto en la caja.

Ponemos nuestro precio objetivo en Bajo Revisión (antes 1,54 euros) debido a la baja visibilidad actual y a la espera de conocer todos los detalles de la refinanciación.

ALMIRALL

Almirall ha anunciado esta mañana un “profit warning” para 2017 por Estados Unidos: (i) reequilibración de inventarios en el canal de distribución; (ii) por un nivel significativo de adjudicación inapropiada del Programa de Asistencia al Paciente; (iii) y por el reciente lanzamiento de un genérico a Acticlate™ en el mercado estadounidense, punto este ya conocido por el mercado. Con todo, Almirall espera para el año una **caída de dos dígitos en ventas y un EBITDA** en el rango de 140-170 millones de euros. **Recordamos que el guidance de EBITDA previo era crecimiento de un dígito bajo en 2017 una caída en este nuevo guidance de -25%/-38%. Noticia muy negativa.** Aunque el performance del valor ha sido negativo en el año y parte de este *profit warning* podría estar en precio **cambiamos recomendación a VENDER** y situamos nuestro precio objetivo **Bajo Revisión**.

VISCOFAN

Cambiamos recomendación de COMPRAR a VENDER debido a que el potencial frente a nuestro precio objetivo es ahora escaso después de que la acción haya subido un +10% desde comienzos de año. Adicionalmente, **el dólar/euro parece haber cambiado de tendencia y esto es negativo** para Vicofan, que tiene una posición larga en dólares porque las ventas en esa moneda superan a los costes. Nuestro **precio objetivo es de 52,16 euros** tras revisar -3,4% el EBITDA recurrente. **Cotiza a un EV/EBITDA'17e de 10,8x, un +28% por encima de su media histórica de 8,4x.**

IBERDROLA

Los resultados del segundo trimestre de 2017 confirmarán que **el año efectivamente va de menos a más: -2,9%** en EBITDA primer semestre 2017 frente al 7,3% a primer trimestre 2016. **Además, para todo el año esperamos un crecimiento mayor**. Como resultado, **el precio objetivo sube +6% hasta 7,90 euros/ acc.** y lo hace sobre todo gracias al negocio de generación donde siendo cautos pensamos que nuestra estimación anterior era excesivamente conservadora. **No se justifica que Iberdrola cotice a unos múltiplos en línea con su sector en España** debido a su mayor visibilidad de resultados.

IAG

Los resultados segundo trimestre 2017 mantendrán la tendencia positiva, gracias a los ingresos unitarios y un petróleo más débil. Estimamos un **EBIT' segundo trimestre de 693 millones de euros**. Esta **positiva evolución** y las **buenas perspectivas**, nos hacen **revisar el EBIT'17e un +8% a 3.023 millones de euros**, que hace que también mejore la previsión futura. Aumentamos **precio objetivo a 8,5 euros/acción**, asumiendo un **EBIT recurrente similar al objetivo de IAG**. Cabe recordar que **éste se anunció en un entorno mucho menos benévolo**. La **cotización actual** asume aproximadamente **2.600 millones de euros de EBIT recurrente**.

ACERINOX

Vemos **riesgo de decepción en los resultados segundo trimestre 2017**, no tanto por los resultados en sí, que mantendrán una tónica positiva, sino porque el consenso está alto. Además, la caída del Cromo tendrá un potencial **impacto negativa en la demanda aparente en el tercer trimestre**. Así, **revisamos estimaciones a la baja por una evolución de precios base más débil de lo esperado en Europa** y la **depreciación del dólar**, rebajando el EBITDA'17 recurrente un -6,3% y un -6% en 2018/2019. Esto tiene **impacto en el precio objetivo que pasa a ser 14,2 euros/acción**, que **deja un potencial del +23% que sigue siendo atractivo**. **Mantenemos COMPRAR**.

NH

Esperamos **buenos resultados segundo trimestre 2017**, donde a pesar de una desaceleración en **ingresos**, el **EBITDA hotelero crezca +21%**. Ante las positivas perspectivas, **revisamos estimaciones al alza** y aumentamos el **precio objetivo a 5,5 euros/acción**, siendo **determinante el considerar un EBITDA recurrente más elevado**. La **mayor visibilidad operativa** hará que el mercado se fije en el EBITDA'18. **A pesar de considerar este escenario más benévolo, el potencial es reducido**. Si bien a corto plazo no deberíamos ver noticias negativas, **el grado de exigencia es máximo y el retorno a obtener limitado, mantenemos VENDER**.

INMOBILIARIA COLONIAL

Elevamos nuestro precio objetivo un +7% hasta 8,74 euros/acción y reiteramos recomendación de COMPRAR. El motivo es que vemos mejora de rentas adicional por el buen tono del crecimiento económico en España y también en París (61%) donde la llegada de Macron parece que ha insuflado optimismo. Estimamos un NAV a Junio'17 de 7,64 euros por acción de manera que cotizaría con ligero descuento frente a NAV para un crecimiento estimado de +11% hasta 2019.

AXIARE

Elevamos nuestro precio objetvio hasta 17,02 euros/acción y reiteramos nuestra recomendación de COMPRAR. El motivo de los cambios es la actualización de nuestro modelo tras el fuerte proceso inversor de los últimos 12 meses y nuestra mayor confianza en la estrategia value-added de la compañía tras la excelente ejecución en algunos de sus proyectos.

VIDRALA

Los resultados del primer semestre 2017 muestran crecimiento orgánico de ventas del +5,9% con tipo de cambio libra restando -3,9 puntos porcentuales. Así el EBITDA sube +12% con márgenes +219 puntos básicos gracias a mejoras de eficiencia asociadas a operar a plena capacidad y con costes energéticos planos. **Tras estos resultados y tras ajustar nuestro modelo por la adquisición de Santos Barosa elevamos nuestro precio objetivo un +11% hasta 62,2 euros/acción**. Del aumento de precio objetivo un +6% se debe a mejora de estimaciones orgánica y un +5% viene por Santos Barosa. Vidrala cotiza con una prima de +54% frente a media histórica y no vemos potencial.

EUROPA

UNILEVER

Revisamos al alza estimaciones tras incorporar los ahorros de costes anunciados en su Revisión Estratégica de abril, que sitúan el margen EBIT'20 en el 19% . Elevamos así el crecimiento en EBIT hasta TACC'17/20e del +10% y el precio objetivo a 56,6 euros/acción. Además, la remuneración al accionista ha pasado a tener un papel central, asegurando una atractiva rentabilidad , que vemos sostenible. Cotiza en línea en PER'17/18e frente a comparables y con -13% con los ahorros.

DEUTSCHE TELEKOM

El buen momentum operativo de T-Mobile US y las expectativas de su fusión con Sprint han marcado y creemos que marcarán la evolución reciente del valor. El fuerte crecimiento en Estados Unidos, contrasta con una evolución modesta aunque estable en Europa, y nos lleva a revisar el EBITDA medio 17/19 del Grupo un +1,1%. Sin embargo, la mayor intensidad esperada en Capex y la caída en valoración de la participación en BT, hacen que revisemos ligeramente a la baja el precio objetivo a 17,8 euros/acción. . Éste no incluye una posible unión de T-Mobile con Sprint, que ante las elevadas sinergias que generaría impactaría un +10% el precio objetivo y que no descartamos.

INTESA SAN PAOLO

Toda la atención de los resultados segundo trimestre 2017 estará en los mensajes que puedan dar sobre la integración de los activos y pasivos de los bancos liquidados de Veneto. A este respecto somos contundentes. Nos gusta la mencionada adquisición. Según nuestros cálculos preliminares, la transacción mejorará el ratio de morosos de Intesa San Paolo al incorporar préstamos sanos a su cartera. Además, será neutra en capital y acretiva en BPA, un +4% en 2018 y un +6% en 2019, de forma preliminar. Este hecho implica alcanzar una RoTE consolidada en valoración de un 8,8% que nos lleva a ajustar nuestro precio objetivo hasta los 3,30 euros/acción y reiteramos COMPRAR.

BNP PARIBAS

Los resultados segundo trimestre 2017 centrarán la atención en los ingresos de Banca de Inversión (se comportarían mejor que comparables por su aumento de cuota de mercado), y la continuidad en el crecimiento del crédito en Francia. Más allá de los números, BNP no debería decepcionar en el cumplimiento de su Plan, dado que en primer trimestre 2017 los resultados sorprendieron favorablemente y revisamos el BPA'17 y el BPA'18-20 en un c. +2%. Así RoTE sostenible en valoración asciende a un 10% e implica un precio objetivo de 74,5 euros/acción y reiteramos COMPRAR.

SAFRAN

Los resultados del primer semestre 2017 (publica el 28/07) confirmarán las buenas perspectivas de crecimiento de ingresos por servicios en Propulsión, cuya continuidad a futuro por la favorable evolución del mercado aéreo nos lleva revisar estimaciones. Además, elevamos un +5% la estimación de producción de LEAP para >2020, ante las mejores perspectivas de aviones *single aisle* (nicho en el que compete LEAP), y que conlleva un +15% del EBIT de Propulsión en recurrencia. Con todo, revisamos el precio objetivo hasta 91 euros/acción, sin incluir aún Zodiac, cuya adquisición tendría un impacto positivo en valoración de c. +2 euros/acc. COMPRAR

RENTA FIJA: EVOLUCIÓN DEL MES Y RECOMENDACIONES

Repunte de rentabilidades soberanas a la espera de conocerse detalles sobre la normalización monetaria en Europa

El 10 años alemán llegó a cotizar en los máximos del año, por encima del 0,60%

En crédito, la parte híbrida y subordinada sigue liderando el mejor comportamiento relativo (estrategias de búsqueda de rentabilidad)

El tono **dovish** de **M. Draghi** que finalmente se certificó tras las reunión del BCE, junto con los mejores **datos de inflación** y el rebote en el precio del crudo provocaron **repuntes de las rentabilidades soberanas** europeas desde los mínimos del año. En la periferia, el **10 años español** amplió desde el 1,37% hasta el 1,47% **mientras la referencia italiana abarató en mayor medida** desde el 1,90% hasta el 2,11% a pesar de alejarse la posibilidad de ver elecciones anticipadas este año. Por su parte el 10 años portugués corrigió desde los mínimos del año 2,84% hasta el 2,97%.

En **core**, el **10 años alemán amplió de manera contundente desde el 0,26% hasta el 0,52%**, apoyado en unos mejores datos macro. Con todo la prima de riesgo española quedó en los 96 puntos básicos y la italiana en los 157 puntos básicos. En **Estados Unidos** varios miembros de la Fed junto con Yellen adoptaron un tono dovish y se mostraron a favor de subir prudentemente los tipos de interés. El **10 años americano amplió desde el 2,15% hasta el 2,24%**. Las probabilidades de subidas de tipos a diciembre 2017 se sitúan en el 49% frente al 60% en semanas anteriores

En crédito, el **tramo senior financiero registró estrechamientos en BBVA y Santander** seguido de otros domésticos como Caixabank y Bankia pero fue la parte híbrida y subordinada doméstica, junto con los nombres italianos la que volvió a liderar los estrechamientos en el cómputo mensual. En **corporativos**, las compras del BCE que alcanzan ya los 100.000 millones en balance, continuó apoyando los estrechamientos en el tramo senior de todos los doméstico, mientras que la parte híbrida de Repsol sufrió por la volatilidad del crudo, no así el híbrido de Telefónica que siguió registrando estrechamientos. En agencias y regiones, no hubo cambios en los diferenciales frente al Tesoro.

En **subastas**, el Tesoro Español lleva completado hasta la fecha el 55% del programa de letras y el 72% de bonos.

PREFERENCIAS POR TIPOLOGÍA DE ACTIVOS

SOBERANOS: Infraponderamos soberanos euros frente a crédito. En core seguimos sobreponderando deuda americana frente a la deuda europea. Dentro de la periferia mantenemos en Sobreponderar primas de riesgo española.

RENTA FIJA CORPORATIVA: Seguimos Infraponderando corporativos IG euros frente al crédito (riesgo tapering). Sobreponderamos IG dólares frente IG euros.

HY: Sobreponderamos HY euros respecto a IG euros (búsqueda de diferencial). En HY dólar seguimos en Sobreponderar frente HY euros (mayor diferencial).

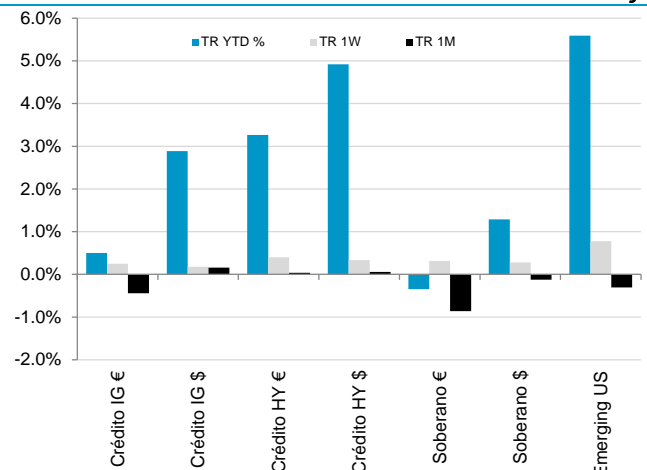
DEUDA FINANCIERA: Sobreponderamos Subordinados e Híbridos frente a Senior, esperamos que continúe la convergencia entre híbridos AT1 y Subordinados.

CC.AA. y Agencias: Continuamos en Neutral frente a Tesoro (escaso diferencial).

EMISIONES PREFERIDAS: Telefónica (híbrido y Telefónica Colombia en dólares), Repsol (híbrido), Gas Natural, Colonial, Sacyr, Mapfre y Cellnex.

EVOLUCION MENSUAL DE LOS ACTIVOS DE RENTA FIJA

Gráfico 63: Evolución mensual de los activos de Renta Fija



Fuente: BS Análisis

ANEXO 1: Ratios principales de compañías

ESPAÑA

COMPañÍAS	P.O. Actual	EV/EBITDA 17e	Dividend Yield'17e	COMPañÍAS	P.O. Actual	EV/EBITDA 17e	Dividend Yield'17e
ABERTIS	17,50	9,1	4,8%	GAS NATURAL	20,20	8,3	5,0%
ACCIONA	89,00	8,0	4,0%	GRIFOLS	18,50	15,4	1,3%
ACERINOX	14,20	7,2	3,9%	HISPANIA	BR	18,6	3,6%
ACS	BR	6,3	3,3%	IAG	8,50	3,6	4,1%
ADVEO	4,60	3,9	0,0%	IBERDROLA	7,90	9,4	4,7%
AENA	121,00	13,9	2,0%	IBERPAPEL	32,90	7,8	2,8%
ALMIRALL	BR	5,2	2,5%	INDITEX	43,10	16,4	2,0%
AMADEUS	BR	14,6	1,7%	INDRA	11,10	8,9	0,0%
APPLUS	9,70	10,8	1,2%	LAR ESPAÑA	9,05	20,7	8,2%
ATRESMEDIA	12,20	11,2	9,7%	LIBERBANK	BR	n/a	2,6%
ARCELOR MITTAL	28,50	4,4	0,0%	LOGISTA	24,80	2,8	4,1%
AXIARE	17,02	42,6	1,8%	MAPFRE	2,80	n/a	4,7%
BANKIA	4,70	n/a	3,1%	MERLIN PROPERTIES	11,62	25,1	4,2%
BANKINTER	7,90	n/a	3,3%	NEINOR HOMES	21,46	329,8	0,0%
BARÓN DE LEY	124,00	10,0	0,0%	NH HOTELES	5,50	9,9	0,9%
BBVA	8,30	n/a	3,5%	OHL	BR	7,4	4,6%
CAF	42,00	8,7	2,8%	PRISA	BR	5,6	0,0%
CAIXABANK	BR	n/a	3,4%	RED ELECTRICA	18,26	9,8	5,0%
C. OCCIDENTE	40,50	n/a	2,2%	REN	2,70	8,1	6,2%
CELLNEX	21,50	18,0	0,5%	REPSOL	16,80	5,6	5,7%
COLONIAL	8,74	37,0	2,1%	ROVI	BR	16,1	1,5%
DIA	6,70	6,4	3,2%	SACYR	2,84	14,0	0,0%
D.FELGUERA	BR	2,9	9,7%	SANTANDER	6,80	n/a	3,7%
EBRO FOODS	22,12	10,0	2,9%	MELIÁ Hotels	14,50	11,5	1,1%
EDP	3,50	7,5	6,4%	DEOLEO	0,17	13,5	0,0%
EDP Renovaveis	8,20	8,5	1,0%	TALGO	6,70	7,2	1,5%
ENAGAS	25,69	11,0	6,2%	T. REUNIDAS	33,13	8,4	4,1%
ENCE	4,00	5,4	4,3%	MEDIASET ESPAÑA	12,00	13,7	5,4%
ENDESA	19,40	8,0	6,9%	TELEFÓNICA	12,30	6,1	4,3%
EUSKALTEL	10,60	8,6	4,1%	TUBACEX	2,00	9,9	1,6%
EUROPAC	7,20	6,8	4,0%	TUBOS REUNIDOS	0,64	18,7	0,0%
FCC	8,10	9,2	0,5%	VIDRALA	62,20	10,1	1,5%
FERROVIAL	20,20	18,1	3,7%	VISCOFAN	52,16	10,8	2,8%
GAMESA	16,40	7,3	1,4%	VOCENTO	BR	6,8	0,0%
				ZARDOYA OTIS	7,90	18,2	3,4%

Fuente: BS Análisis

EUROPA

COMPAÑÍAS	P.O. Actual	EV/EBITDA 17e	Dividend Yield'17e	COMPAÑÍAS	P.O. Actual	EV/EBITDA 17e	Dividend Yield'17e
ADIDAS AG	178,00	24,9	0,9%	INTESA SAN PAOLO	3,30	n/a	6,4%
AIRBUS	78,00	7,3	1,9%	LOREAL	BR	19,5	1,7%
AIR LIQUIDE	117,00	10,5	2,4%	LVMH	252,00	13,6	1,8%
ALLIANZ	189,00	n/a	4,2%	MUNICH RE	167,00	n/a	4,7%
ANHEUSER-BUSCH INBEV	125,60	12,4	4,0%	ORANGE	17,00	5,9	4,2%
AXA	28,50	n/a	4,5%	SAFRAN	91,00	11,3	1,9%
BAYER	BR	10,8	2,3%	SAINT GOBAIN	52,00	8,3	2,6%
BBVA	8,30	n/a	4,2%	SANOFI	BR	10,5	3,8%
BNP PARIBAS	74,50	n/a	4,2%	SANTANDER	6,80	n/a	3,5%
BMW	89,00	3,7	4,1%	SAP	105,00	15,6	1,4%
DAIMLER	82,00	3,1	3,8%	SIEMENS	142,00	14,4	3,0%
DANONE	78,30	11,4	2,5%	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	54,00	n/a	4,6%
DEUTSCHE BANK	16,00	n/a	0,0%	TELEFÓNICA	12,30	9,3	5,9%
DEUTSCHE POST	36,00	10,4	2,5%	TOTAL	53,00	5,8	6,3%
DEUTSCHE TELEKOM	17,80	6,3	3,8%	UNICREDIT	19,70	n/a	0,0%
ENEL	BR	6,7	3,7%	UNILEVER NV	56,60	16,7	2,5%
ENI	16,40	3,6	6,1%	VINCI	BR	10,3	2,3%
ESSILOR	126,00	16,4	1,3%	VIVENDI	17,20	15,5	10,1%
IBERDROLA	7,90	10,2	4,6%	VOLKSWAGEN	165,00	1,7	4,0%
INDITEX	43,10	21,5	1,8%				

Fuente: BS Análisis

ANEXO 2: EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS

	20/07/2017	Var %1 Día	30/06/2017	Var %MTD	31/12/2016	YTD 2017	20/07/2016	Var %12M
1. BOLSAS								
IBEX 35	10.564,80	-0,22	10.444,50	1,15	9.352,10	12,97	8.583,60	23,08
FRÁNCFORT	12.447,25	-0,04	12.325,12	0,99	11.481,06	8,42	10.156,21	22,56
Londres	7.487,87	0,77	7.312,72	2,40	7.142,83	4,83	6.699,89	11,76
París	5.199,22	-0,32	5.120,68	1,53	4.862,31	6,93	4.376,25	18,81
Euro Stoxx 50	3.499,49	-0,02	3441,88	1,67	3290,52	6,35	2968,49	17,89
TOKIO-NIKKEI 225	20.109,04	-0,18	20.033,43	0,38	19.114,37	5,20	16.810,22	19,62
TOKIO-TOPIX	1.630,27	-0,17	1.611,90	1,14	1.518,61	7,35	1.339,39	21,72
TOKIO-NIKKEI 300	322,56	-0,28	320,04	0,79	304,09	6,07	269,83	19,54
SHANGHAI COMPOSITE	3.238,15	-0,21	3.192,43	1,43	3.103,64	4,33	3.039,01	6,55
DOW JONES	21.611,78	-0,13	21.349,63	1,23	19.762,60	9,36	18.517,23	16,71
NASDAQ	6.390,00	0,08	6.140,42	4,06	5.383,12	18,70	5.073,90	25,94
S&P 500	2.473,45	-0,02	2.423,41	2,06	2.238,83	10,48	2.165,17	14,24
RUSSELL 2000	1.442,35	0,04	1415,36	1,91	1357,13	6,28	1.203,86	19,81
BRAZIL BOVESPA	64.938,02	-0,37	62.899,97	3,24	60.227,29	7,82	56.641,49	14,65
MEXICO BOLSA	51.144,14	0,11	49857,49	2,58	45642,90	12,05	47.364,81	7,98
MSCI EMERGING	56.249,21	0,02	54.162,85	3,85	47.650,99	18,04	47.252,94	19,04
MSCI WORLD	550,42	0,10	539,15	2,09	500,35	10,01	478,86	14,94
VIX (Volat.Sintética S&P500)	9,58	-2,15	11,18	-14,31	14,04	-31,77	12,74	-24,80
V2TX (Volat.Sintética Eurostoxx 50)	13,09	-1,36	17,25	-24,14	18,12	-27,78	19,45	-32,71
VDAX (Volat.Sintética DAX)	13,46	-0,31	16,49	-18,39	17,85	-24,60	18,23	-26,17
2. DIVISAS								
EUR/USD	1,1635	0,99	1,1413	1,95	1,0547	10,32	1,1008	5,70
EUR/JPY	130,0000	1,02	128,2300	1,38	123,0400	5,66	116,5000	11,59
EUR/GBP	0,8966	1,44	0,8774	2,19	0,8545	4,93	0,8333	7,60
USD/JPY	111,7400	0,04	112,3500	-0,54	116,6400	-4,20	105,8300	5,58
GBP/USD	1,2977	-0,44	1,3008	-0,24	1,2345	5,12	1,3210	-1,76
EUR/CHF	1,1063	0,59	1,0946	1,08	1,0729	3,11	1,0865	1,82
USD/CAD	1,2582	-0,13	1,2991	-3,15	1,3450	-6,45	1,3062	-3,67
AUD/USD	0,7964	0,18	0,7678	3,72	0,7217	10,35	0,7492	6,30
USD/BRL	3,1326	-0,63	3,3065	-5,26	3,2546	-3,75	3,2798	-4,49
USD/MXN	17,4997	0,07	18,0804	-3,21	20,6436	-15,23	18,5974	-5,90
USD/CLP	651,43	-0,25	663,8600	-1,87	670,23	-2,81	650,50	0,14
USD/ARS	17,15	-0,75	16,60	3,30	15,8798	7,98	15,0635	13,83
3. MATERIAS PRIMAS								
Petróleo (Brent)	49,30	-0,80	47,92	2,88	56,82	-13,23	46,20	6,71
CRB	178,66	1,01	174,78	2,22	192,51	-7,20	183,67	-2,73
Oro	1.246,33	0,31	1.242,43	0,31	1.153,06	8,09	1.330,19	-6,30
Gasoil	463,50	1,64	436,50	6,19	501,00	-7,49	408,00	13,60
Trigo	505,75	0,55	526,00	-3,85	447,75	12,95	497,25	1,71
Cobre	5.929,50	-0,74	5.927,00	0,04	5.523,00	7,36	4.953,75	19,70
Aluminio	1.784,00	-0,83	1.863,00	-4,24	1.804,00	-1,11	1.818,75	-1,91
4. CREDITO								
iTraxx Europa 5y (EU Inv.Grade)	52,62	0,02	56,00	-3,39	72,04	-19,42	67,41	-14,80
iTraxx Crossover 5y (Bonos Basura)	236,20	0,24	246,76	-10,55	288,70	-52,50	314,97	-78,76
CDX US.Inv. Grade	56,97	0,00	61,20	-4,24	67,47	-10,51	71,39	-14,43
CDX Hvol 5y (US. High Yield)	107,72	0,00	106,84	0,88	106,15	1,57	104,55	3,17
SECTORIALES								
iTraxx Sen-Financials 5Y	123,11	0,00	122,95	0,13	119,88	2,69	119,51	3,60
iTraxx Sub-Financials 5Y	123,49	-1,59	132,99	-7,15	221,61	-44,28	203,03	-79,55
CDS PAÍSES								
Alemania 5Y	14,28	-0,52	15,49	-1,22	21,78	-7,50	17,25	-2,97
Francia 5Y	19,37	-1,24	21,81	-2,44	37,01	-17,64	34,86	-15,49
España 5Y	65,10	-0,51	64,99	0,11	75,62	-10,52	93,68	-28,58
Portugal 5Y	173,77	-3,20	196,40	-22,63	274,01	-100,24	284,99	-111,22
Irlanda 5Y	31,72	-0,92	39,71	-7,99	63,75	-32,03	64,71	-32,99
5. BONOS								
FGBL c1 (Futuro 10 ALE)	161,93	0,01	161,87	0,06	164,15	-2,22	166,32	-4,39
USc1 (Futuro 10 USA)	126,09	0,03	125,53	0,56	124,28	1,81	132,23	-6,14

	20/07/2017	Var p.b.	30/06/2017	Var p.b. mes	31/12/2016	Var p.b. año	20/07/2016	Var 12M p.b.
6. MERCADOS DE DEPÓSITOS								
EURIBOR								
D/D	-0,36	0,00	-0,35	-1,20	-0,33	-3,30	-0,34	0,70
1M	-0,37	0,10	-0,37	0,00	-0,37	-0,50	-0,37	0,30
3M	-0,33	-0,10	-0,33	-0,10	-0,32	-1,30	-0,30	-2,40
6M	-0,27	0,00	-0,27	-0,30	-0,22	-5,30	-0,19	-3,20
12M	-0,15	0,00	-0,16	0,50	-0,08	-6,90	-0,06	-2,30
ESTADOS UNIDOS								
D/D	1,18	0,00	1,16	1,56	0,69	48,51	0,42	27,62
1M	1,23	0,11	1,22	0,50	0,77	45,72	0,49	28,64
3M	1,31	0,03	1,30	0,81	1,00	30,93	0,70	30,08
6M	1,45	-0,28	1,45	0,55	1,32	13,56	1,01	31,04
12M	1,73	0,00	1,74	-0,50	1,69	4,78	1,33	35,68
7. TIPOS SWAP								
EURO								
3 AÑOS	-0,02	0,20	0,00	-1,80	-0,11	9,15	-0,21	10,05
5 AÑOS	0,28	0,51	0,27	0,61	0,08	20,11	-0,12	19,63
10 AÑOS	0,92	0,80	0,90	1,45	0,66	25,45	0,36	30,09
30 AÑOS	1,59	0,80	1,54	4,90	1,24	35,05	0,86	37,71
DÓLAR								
3 AÑOS	1,60	0,82	1,60	-0,06	1,46	14,37	0,95	50,55
5 AÑOS	1,90	1,46	1,93	-2,96	1,96	-5,62	1,16	80,20
10 AÑOS	2,23	1,67	2,26	-2,79	2,32	-9,00	1,48	84,07
30 AÑOS	2,52	1,43	2,52	0,13	2,57	-4,67	1,88	69,45
8. DEUDA PÚBLICA								
ESPAÑA								
2 AÑOS	-0,29	-0,40	-0,26	-3,20	-0,28	-1,20	-0,14	-13,70
5 AÑOS	0,27	-5,20	0,32	-5,40	0,27	-0,20	0,24	3,10
10 AÑOS	1,49	-7,40	1,54	-5,40	1,38	10,10	1,16	22,70
30 AÑOS	2,76	-5,10	2,85	-9,00	2,62	13,90	2,28	33,70
ALEMANIA								
2 AÑOS	-0,64	-0,20	-0,57	-6,70	-0,77	12,70	-0,63	-13,70
5 AÑOS	-0,16	-1,90	-0,22	6,90	-0,53	37,70	-0,50	-3,70
10 AÑOS	0,53	-1,20	0,47	6,40	0,21	32,20	-0,01	21,90
30 AÑOS	1,29	0,70	1,25	4,30	0,94	34,70	0,54	40,80
ESTADOS UNIDOS								
2 AÑOS	1,35	0,00	1,38	-2,96	1,19	16,38	0,68	51,05
5 AÑOS	1,82	0,33	1,89	-6,71	1,93	-10,61	1,09	83,34
10 AÑOS	2,26	0,00	2,30	-4,48	2,44	-18,54	1,56	88,83
30 AÑOS	2,83	0,08	2,83	-0,86	3,07	-23,89	2,29	77,43
JAPÓN								
2 AÑOS	-0,12	-0,90	-0,12	0,40	-0,18	6,40	-0,32	13,60
5 AÑOS	-0,06	-0,90	-0,06	0,30	-0,11	4,70	-0,32	20,70
10 AÑOS	0,07	-0,90	0,09	-1,70	0,05	2,30	-0,22	26,20
30 AÑOS	0,29	-0,90	0,29	0,10	0,24	4,60	-0,02	26,10
9. DIFERENCIALES								
TIPOS DEUDA 10 AÑOS								
ESPAÑA-ALEMANIA	0,96	-6,20	1,07	-11,80	1,18	-22,1	1,17	0,80
ESPAÑA-FRANCIA	0,71	-4,90	0,72	-1,50	0,70	1,10	0,94	-23,90
ESPAÑA-ITALIA	-0,63	0,50	-0,62	-1,00	-0,43	-19,80	-0,08	-34,70
EE.UU-ALEMANIA	1,73	1,20	1,84	-10,88	2,24	-50,74	1,57	66,93
10. PENDIENTES DE LA CURVA								
ESPAÑA								
10 AÑOS-2 AÑOS	1,78	-7,00	1,80	-2,20	1,66	11,30	1,30	36,40
30 AÑOS- 10 AÑOS	1,27	2,30	1,31	-3,60	1,23	3,80	1,12	11,00
30 AÑOS- 2 AÑOS	3,05	-4,70	3,10	-5,80	2,89	15,10	2,42	47,40
ALEMANIA								
10 AÑOS-2 AÑOS	1,17	-1,00	1,04	13,10	0,97	19,50	0,62	35,60
30 AÑOS- 10 AÑOS	0,76	1,90	0,78	-2,10	0,74	2,50	0,55	18,90
30 AÑOS- 2 AÑOS	1,93	0,90	1,82	11,00	1,71	22,00	1,16	54,50
ESTADOS UNIDOS								
10 AÑOS-2 AÑOS	0,91	0,00	0,92	-1,52	1,26	-34,92	0,88	37,78
30 AÑOS- 10 AÑOS	0,57	0,08	0,53	3,62	0,62	-5,35	0,73	-11,40
30 AÑOS- 2 AÑOS	1,47	0,08	1,45	2,10	1,88	-40,27	1,61	26,38

ANEXO 3: ÚLTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA

Emisores Financieros Europeos

Fecha	Emisor	Volumen (M€)	Cupón	Vto.	Re-offer	Spread	Divisa	Moody's	S&P	Fitch
19/6/17	CREDIT AGRICOLE HOME LOI	1000	0.375	30/9/24	99.93	MS-5	EUR	Aaa	AAA	AAA
19/6/17	SPAREBANK 1 BOLIGKREDIT	1000	0.375	26/6/24	99.80	MS flat	EUR	Aaa		AAA
20/6/17	HYPO NOE GRUPPE BANK	200	0.50	11/9/20	101.91	MS-2	EUR	Aaa1		
20/6/17	BNP PARIBAS	750	1.00	27/6/24	99.45	MS+70	EUR	Baa2	A-	A+
20/6/17	ARION BANKI	300	0.75	29/6/20	99.89	MS+88	EUR		BBB	
20/6/17	MORTGAGE SOCIETY OF FINI	250	0.375	28/6/24	99.24	MS+9	EUR		AAA	
20/6/17	AEGON	500	0.75	27/6/27	98.88	MS+12	EUR		AAA	AAA
20/6/17	UNICREDIT	500	0.125	26/10/23	99.53	MS-10	EUR	Aaa		AAA
21/6/17	DEUTSCHE PFANDBRIEFBAN	300	2.875	28/6/27	99.90	MS+275	EUR		BB+	
22/6/17	XL GROUP	500	3.25	29/6/47	99.05	MS+265	EUR	Baa3	BBB	BBB-
22/6/17	NATIONWIDE BS	1000	1.375	29/6/32	99.83	MS+30	EUR	Aaa	AAA	AAA
22/6/17	BANK OF NZ	750	0.50	3/7/24	99.85	MS+15	EUR	Aaa		AAA
26/6/17	NORDEA BANK	500	0.30	30/6/22	99.89	MS+18	EUR	Aaa3	AA-	AA-
26/6/17	LEEDS BS	500	0.50	3/7/24	99.65	MS+17	EUR	Aaa		AAA
27/6/17	HSBC	1250	4.75	Perpetual	100.00	MS+384.4	EUR	Baa3		BBB
28/6/17	RAIFFEISEN BANK	650	6.125	Perpetual	100.00	MS+595.4	EUR		BB	
29/6/17	RABOBANK	1000	0.50	6/12/22	99.85	MS+22	EUR	Aa2	A+	AA-
29/6/17	BANK OF QUEENSLAND	500	0.50	10/7/22	99.97	MS+25	EUR	Aaa		AAA
3/7/17	CREDIT AGRICOLE PUBLIC SI	500	0.875	2/8/27	99.48	MS+3	EUR	Aaa	AAA	
4/7/17	KOMMUNALKRED	300	0.375	12/7/21	99.48	MS+38	EUR	Baa2	A	
4/7/17	MUENCHEN HYPBK	250	0.875	11/7/24	99.95	MS+35	EUR	A1		
5/7/17	ABN AMRO	1250	1.375	12/1/37	95.31	MS+17	EUR	Aaa		AAA
5/7/17	LBBW	200	0.50	7/6/22	99.87	MS+26	EUR	A1		A-
5/7/17	CAIXABANK	1000	2.75	14/7/28	99.97	MS+235	EUR	Ba2	BB+	BBB-
10/7/17	CREDIT SUISSE	1500	1.25	17/7/25	99.36	MS+75	EUR	Baa2	BBB+	A-
11/7/17	SHS NORDBANK	500	0.10	20/7/20	99.94	MS+10	EUR	Aa2		
13/7/17	ANACAP	325	E+500	1/8/24	99.50		EUR	B1	BB-	
18/7/17	ANDBANK	100	E+100	25/7/22	100.00	E+100	EUR			BBB+
18/7/17	NATIONWIDE BS	1000	2.00	25/7/29	99.50	MS+150	EUR	Baa1	BBB	A-

Emisores Españoles

Fecha	Emisor	Volumen (M€)	Cupón	Vto.	Re-offer	Spread	Divisa	Moody's	S&P	Fitch
19/7/17	ICO	200	0.05	30/7/20	100.42	SPGB+3	EUR	Baa2	BBB+	BBB+
3/7/17	ICO	500	0.10	30/7/21	99.94	SPGB+8	EUR	Baa2	BBB+	BBB+
6/7/17	BANKIA	750	6.00	Perpetual	100.00	6.136%	EUR		B+	

Agencias

Fecha	Emisor	Volumen (M)	Cupón	Vto.	Re-offer	Spread	Divisa	Moody's	S&P	Fitch
22/6/17	FERROVIE DELLO STATO	1000	1.50	27/6/25	99.75	MS+105	EUR		BBB-	BBB
22/6/17	RATP	500	0.875	25/5/27	99.74	FRTR+30	EUR	Aa2		AA
27/6/17	KfW	5000	0.125	4/10/24	99.64	MS-28	EUR	Aaa	AAA	AAA
28/6/17	ADIF	600	0.80	5/7/23	99.74	SPGB+33	EUR	Baa3		BBB+
28/6/17	AFD	1000	1.375	5/7/32	99.25	FRTR+33	EUR		AA	AA
3/7/17	NEDWATERSCHAPS	250	0.75	4/10/41	82.39	MS+13	EUR	Aaa	AAA	
11/7/17	SNCF RESEAU	750	2.25	20/12/47	98.92	FRTR+37	EUR	Aa2	AA	AA
11/7/17	KfW	1000	1.125	15/9/32	98.48	MS-13	EUR	Aaa	AAA	AAA
12/7/17	INVITALIA	350	1.375	20/7/22	99.78	MS+112	EUR	Baa2		
19/7/17	KfW	1000	0.625	4/7/22	103.16	MS-30	EUR	Aaa	AAA	AAA
19/7/17	L-BANK	100	0.00	15/6/22	100.16	MS-20	EUR			
19/6/17	SAXONY-ANHALT	500	0.50	25/6/27	98.93	MS-15	EUR	Aa1	AA+	AAA
21/6/17	LAND NRW	750	1.55	16/6/48	99.37	MS+19	EUR	Aa1	AA-	AAA
27/6/17	LAND BERLIN	600	1.375	5/6/37	100.16	MS+5	EUR	Aa1		AAA
29/6/17	LOWER SAXONY	500	0.625	6/7/27	99.26	MS-15	EUR			AAA
13/7/17	LOWER SAXONY	500	0.00	13/2/20	100.85	MS-27	EUR			AAA
20/6/17	CYPRUS	850	2.75	27/6/24	99.69	B+298.3	EUR	B1	BB+	BB-
23/6/17	IRELAND	100	2.00	29/6/64	100.00		EUR	A3		A
23/6/17	IRELAND	100	2.00	29/6/63	100.00		EUR	A3		A
27/6/17	SPAIN	8000	1.45	31/10/27	99.25	MS+70	EUR	Baa2	BBB+	BBB+
28/6/17	EIB	1000	1.50	15/11/47	99.69	MS+5	EUR	Aaa	AAA	AAA

Emisores No Financieros Europeos

Fecha	Emisor	Volumen (M)	Cupón	Vto.	Re-offer	Spread	Divisa	Moody's	S&P	Fitch
19/6/17	DANAHER	600	1.2	30/6/27	99.68	MS+47	EUR	A2	A	
19/6/17	DANAHER	250	E+30	30/6/22	100.15	DM+30	EUR	A2	A	
19/6/17	PLASTIC OMNIUM	500	1.25	26/6/24	99.36	MS+95	EUR	NR	NR	NR
19/6/17	COMPASS GROUP	750	0.625	3/7/24	99.17	MS+35	EUR	A3	A	
20/6/17	BT	1150	1.50	23/6/27	99.18	MS+85	EUR	Baa1	BBB+	BBB+
20/6/17	BT	575	1.00	23/6/24	99.92	MS+63	EUR	Baa1	BBB+	BBB+
20/6/17	BT	575	0.50	23/6/22	99.45	MS+48	EUR	Baa1	BBB+	BBB+
20/6/17	CTE	1220	2.125	29/7/32	99.17	MS+105	EUR		BBB+	
20/6/17	CTE	1200	1.50	29/7/28	98.97	MS+75	EUR		BBB+	
20/6/17	CTE	500	0.875	29/9/24	99.70	MS+50	EUR		BBB+	
21/6/17	SAFRAN	500	E+57	28/6/21	100.00	E+57	EUR	NR		
21/6/17	SAFRAN	500	E+30	28/6/19	100.06	E+30	EUR	NR		
21/6/17	BP CAPITAL	650	1.637	26/6/29	100.00	MS+72	EUR	A1	A-	
21/6/17	BP CAPITAL	850	1.077	26/6/25	100.00	MS+57	EUR	A1	A-	
21/6/17	RIKSHEM	300	1.25	28/6/24	99.89	MS+88	EUR		A-	
22/6/17	N&W GLOBAL VENDING	40	7.00	15/10/23	104.50	B+636	EUR	B2	B	
22/6/17	EUROPEAN ENERGY	60	E+700	25/5/21	100.00	E+700	EUR	NR	NR	NR
22/6/17	FARMAFACTURING	200	2.00	29/6/22	99.62	MS+195	EUR	NR	NR	NR
23/6/17	ARKEMA	200	1.50	20/4/27	101.32	MS+65	EUR	Baa2	BBB	
23/6/17	FEDERAL-MOGUL	350	5.00	15/7/24	100.00	B+521	EUR	B1	B-	
26/6/17	FIDELITY NIS	500	1.10	15/7/24	99.92	MS+75	EUR	Baa3	BBB	BBB
26/6/17	FIDELITY NIS	500	0.40	15/1/21	99.77	MS+45	EUR	Baa3	BBB	BBB
26/6/17	DAIMLER	1300	2.125	3/7/37	99.86	MS+85	EUR	A2	A	A-
26/6/17	DAIMLER	1500	1.50	3/7/29	99.91	MS+60	EUR	A2	A	A-
26/6/17	DAIMLER	1250	E+45	3/7/24	100.00	E+45	EUR	A2	A	A-
27/6/17	WFS GLOBAL HOLDING	50	9.50	15/7/22	108.75	B+768	EUR	B2	B	
27/6/17	BELDEN	450	3.375	15/7/27	100.00	B+309	EUR	Ba3	BB-	
27/6/17	GECINA	500	2.00	30/6/32	98.54	MS+93	EUR	A3	BBB+	
27/6/17	GECINA	500	1.375	30/6/27	99.07	MS+68	EUR	A3	BBB+	
27/6/17	GECINA	500	E+38	30/6/22	100.00	E+38	EUR	A3	BBB+	
28/6/17	HEATHROW	500	1.875	12/7/32	99.84	MS+70	EUR		A-	A-
28/6/17	ALTAREA COGEDIM	500	2.25	5/7/24	98.77	MS+200	EUR	NR	NR	NR
29/6/17	VOLKSWAGEN	1000	1.375	20/1/25	98.95	MS+93	EUR	A2	BBB+	
29/6/17	VOLKSWAGEN	1250	E+45	6/7/21	100.00	E+45	EUR	A2	BBB+	
29/6/17	VOLKSWAGEN	1250	E+35	6/7/19	100.15	E+27.6	EUR	A2	BBB+	
29/6/17	BANJAY	365	4.00	1/7/22	100.00	B+424	EUR	B1	B+	BB
29/6/17	MANUTENCOOP	360	9.00	15/6/22	98.00	B+975	EUR	B2	B	
29/6/17	LEGRAND SA	500	1.875	6/7/32	99.78	MS+65	EUR		A-	
29/6/17	LEGRAND SA	500	0.75	6/7/24	99.59	MS+30	EUR		A-	
29/6/17	EVONIK INDUSTRIES AG	500	2.125	7/7/77	99.38	MS+195.1	EUR	Baa3	BBB-	
4/7/17	HAPAG-LLOYD AG	450	5.125	15/7/24	100.00	B+505	EUR	Caa1	B-	
5/7/17	ANNINGTON	600	1.65	12/7/24	100.00	MS+110	EUR		BBB	BBB
5/7/17	DIC ASSET AG	130	3.25	11/7/22	100.00	MS+297.3	EUR	NR	NR	NR
5/7/17	KEDRION GROUP	350	3.00	12/7/22	99.43	MS+284.2	EUR	NR	NR	NR
5/7/17	NATIONAL GRID	500	1.00	12/7/24	99.27	MS+55	EUR	Baa1	BBB+	
6/7/17	CMC DI RAVENNA	250	6.875	1/8/22	100.00	B+705	EUR	B2	B	
6/7/17	KLOECKNER PENTAPLAST	395	8.50	30/6/23	100.00	B+854	EUR			CCC+
6/7/17	ATLANTIA SpA	1000	1.875	13/7/27	98.97	MS+102	EUR	Baa2	BBB	BBB+
10/7/17	TELEKOM AUSTRIA	250	1.50	7/12/26	99.95	MS+60	EUR	Baa2	BBB	
10/7/17	ALD INTERNATIONAL	600	0.875	18/7/22	99.78	MS+60	EUR		BBB	
11/7/17	NESTLE	850	0.875	18/7/25	99.92	MS+15	EUR	Aa2	AA-	
12/7/17	AROUNDTOWN PROPERTY	500	1.875	19/1/26	97.09	MS+148	EUR		BBB	
12/7/17	DEMIRE	270	2.875	15/7/22	100.00	B+306	EUR	Ba2	BB+	
13/7/17	MAXEDA	475	6.125	15/7/22	100.00	B+628	EUR	B2	B-	
14/7/17	HEMA BONDCO	600	L+625	15/7/19	100.00	L+625	EUR	B2	B-	
14/7/17	HEMA BONDCO	150	8.50	15/1/23	100.00	8.50%	EUR	Caa2	CCC	
18/7/17	THERMO FISHER	700	2.875	24/7/37	99.76	MS+140	EUR	Baa2	BBB	BBB.
18/7/17	THERMO FISHER	700	1.95	24/7/29	99.28	MS+90	EUR	Baa2	BBB	BBB.
18/7/17	THERMO FISHER	700	1.40	23/1/26	99.53	MS+70	EUR	Baa2	BBB	BBB.
18/7/17	THERMO FISHER	500	E+23	24/7/19	100.21	E+23	EUR	Baa2	BBB	BBB.
18/7/17	EUROFINS SCIENTIFIC	650	2.125	25/7/24	99.05	MS+170	EUR	NR	NR	NR
19/7/17	VODAFONE	150	1.60	29/7/31	94.86	MS+78	EUR	Baa1	BBB+	BBB+
19/7/17	DS SMITH	750	1.375	26/7/24	99.80	MS+85	EUR		BBB-	
19/7/17	TERNA	1000	1.375	26/7/27	99.60	MS+50	EUR	Baa1	BBB	BBB+
19/7/17	VODAFONE	500	1.50	24/7/27	99.73	MS+62	EUR	Baa1	BBB+	BBB+

Fuente: Bond Radar, BS Análisis

Dirección Análisis

Assistants

Ana Torrente: TorrenteA@bancsabadell.com
Eamon Donoghue: DonoghueE@bancsabadell.com
Concha Galán: GalanC@bancsabadell.com

Director Análisis

Nicolás Fernández: FernandezNi@bancsabadell.com

Financieras

Mario Lodos: LodosM@bancsabadell.com
Esther Castro: CastroEs@bancsabadell.com

Utilities, gas y energía

Javier Esteban: EstebanJ@bancsabadell.com
Felipe Echevarría, CFA: EchevarriaF@bancsabadell.com
Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com

TMTs

Andrés Bolumburu: BolumburuA@bancsabadell.com
Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com

Industriales

Francisco Rodríguez: RodriguezFra@bancsabadell.com
Óscar Rodríguez: RodriguezOsc@bancsabadell.com

Farmacia, química y papeleras

Felipe Echevarría, CFA: EchevarriaF@bancsabadell.com

Construcción, materiales de construcción, inmobiliarias y REITS

Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com

Distribución, retail, logística, alimentación y bebidas

Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com
Arancha Piñeiro: PineiroA@bancsabadell.com

Hoteles, transportes y autopistas

Francisco Rodríguez: RodriguezFra@bancsabadell.com

Derivados, Técnico y Cuantitativo

Diego Ferrer: FerrerDiego@bancsabadell.com

Equipo Small&Medium

Javier Esteban: EstebanJ@bancsabadell.com
Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com
Felipe Echevarría, CFA: EchevarriaF@bancsabadell.com

Equipo Eurostoxx50

Francisco Rodríguez: RodriguezFra@bancsabadell.com
Arancha Piñeiro: PineiroA@bancsabadell.com
Óscar Rodríguez: RodriguezOsc@bancsabadell.com
Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com

Estrategia de Renta Variable y Estrategia de Crédito

Glen Spencer Chapman: chapmang@bancsabadell.com
Diego Ferrer: FerrerDiego@bancsabadell.com
Diego Fernández: FernandezDi@bancsabadell.com
Virginia Romero: RomeroVi@bancsabadell.com
Lola Arias: ariasd@bancsabadell.com
Israel González: israel.gonzalez@bancsabadell.com
Álvaro Ferrero: FerreroAl@bancsabadell.com

Disclaimer sin asesoramiento de inversión

Sistema de recomendaciones:

El período al que se refiere la recomendación se establece en un año. La recomendación está basada en hipótesis razonables sobre diversas variables en la fecha de publicación y en modelos de valoración propios disponibles en las bases de datos de la Dirección de Análisis y que pueden incluir desde el descuento de flujos de caja, a una suma de partes, comparación de ratios, descuento de dividendos y otros métodos comúnmente aceptados. La evolución posterior de alguna de esas variables (como por ejemplo: cambios sobrevenidos en tipos de interés, tipos de cambio, precios de materias primas, y otras variables que pueden ser tanto específicas de la compañía, como generales de su sector) podría motivar un cambio de recomendación mediante un nuevo informe de análisis por lo que no hay un calendario de revisiones específico previsto.

Las recomendaciones de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. son COMPRAR (SOBREPONERAR en índices y sectores de renta variable y emisores de renta fija), VENDER (INFRAPONERAR) y BAJO REVISIÓN. La recomendación de COMPRAR se emite para aquellas compañías en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. espera una evolución mejor a la del mercado (referencia Ibex35 e Índice General de la Bolsa de Madrid para las compañías españolas cotizadas; referencia Eurostoxx50 para las compañías de la zona Euro; en índices y sectores de renta variable el benchmark es la cesta de índices y sectores en cobertura; en emisores de renta fija es el índice BERC IG €) mientras que las de VENDER se emiten para aquellas compañías en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. espera una evolución peor a la del mercado de referencia. La recomendación de BAJO REVISIÓN se emite para aquellas compañías cotizadas en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. está analizando posibles cambios en las estimaciones o valoración tras algún hecho relevante que haga posible ese análisis detallado.

El presente informe ha sido preparado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., basado en información pública disponible, empleando información de fuentes consideradas fiables, pero Banco de Sabadell, S.A. no se hace cargo ni acepta responsabilidad ante posibles errores en dichas fuentes ni en su elaboración, ni se responsabiliza de notificar cualquier cambio en su opinión o en la información contenida en el mismo o utilizada para su elaboración.

Banco de Sabadell, S.A. se encuentra supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y por el Banco de España.

Este informe, ha sido elaborado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe, y está sujeto a cambio sin previo aviso. Banco de Sabadell, S.A. no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. En ningún caso contiene recomendaciones personalizadas, y tampoco implica asesoramiento en materia de inversión. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base a ningún contrato o compromiso.

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión, basadas en sus objetivos específicos de rentabilidad y de posición financiera y empleando los consejos independientes que consideren oportunos, y no simplemente en el contenido de este informe. Las inversiones comentadas o recomendadas en este informe podrían no ser interesantes para todos los inversores. Banco de Sabadell, S.A. no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros. El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cuando una inversión se realiza en una moneda distinta de la de referencia del inversor, la evolución del tipo de cambio podría afectar a la inversión negativamente, tanto en su valor de mercado como en su rentabilidad.

Banco de Sabadell, S.A., así como sus Consejeros, directores o empleados pueden: tener una relación comercial relevante con la Compañía o Compañías referidas en el presente documento; formar parte de los órganos de gobierno de las mismas; tener posición directa o indirecta en cualesquiera de los valores o instrumentos emitidos por dicha o dichas Compañías; negociar con dichos valores o instrumentos por cuenta propia o ajena, incluso actuando como creador de mercado de los mismos o proveedor de liquidez; disponer de derechos de cualquier tipo para la adquisición de valores emitidos por la Compañía o Compañías analizadas o vinculados directa y fundamentalmente a ellos; proporcionar servicios de asesoramiento u otros al emisor de dichos valores o instrumentos; tener intereses o llevar a cabo transacciones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

No obstante lo señalado en el párrafo anterior, el Grupo Banco Sabadell tiene establecidos procedimientos de actuación y medidas de control que constan en el Reglamento Interno de Conducta del Grupo Banco Sabadell en el ámbito del mercado de Valores (aprobado por el Consejo de Administración de Banco de Sabadell el 26 de noviembre de 2009), aplicable a los miembros de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., para prevenir y evitar los conflictos de interés en el desarrollo de sus funciones. Dichas medidas incluyen la obligación de los miembros de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. de informar de los conflictos de interés a que estén sometidos por sus relaciones familiares, su patrimonio personal o por cualquier otra causa, y mantener dicha información actualizada, así como el establecimiento de barreras y medidas de separación entre las distintas áreas de actividad que desarrolla la entidad relacionadas con valores negociables o instrumentos financieros y con respecto al resto de áreas y departamentos de Banco de Sabadell, S.A. de conformidad con lo previsto en la legislación aplicable, a fin de que la información y documentación propia de cada área de actividad se custodie y utilice dentro de ésta y la actividad de cada una de ellas se desarrolle de manera autónoma con respecto a la de las demás. Los empleados de otros departamentos de Banco de Sabadell, S.A. u otra entidad del grupo Banco Sabadell pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo Banco de Sabadell, S.A. o cualquier otra entidad del grupo Banco Sabadell puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento.

Dicho Reglamento Interno de Conducta puede consultarse en la Web corporativa del Grupo Banco Sabadell (www.bancsabadell.com).

Ninguna parte de este documento puede ser copiada o duplicada de ningún modo, reproducida, redistribuida o citada sin el permiso previo por escrito de Banco de Sabadell, S.A.

Queda prohibida la distribución del presente informe en Estados Unidos, y en todas aquellas jurisdicciones en que la misma pueda estar restringida por la ley.

A 13 de abril de 2017, Banco de Sabadell, S.A. es titular, directa o indirectamente de al menos un 3% del capital social de las siguientes compañías cuyas acciones están admitidas a negociación en algún mercado organizado y que pueden ser objeto de análisis en el presente informe: GENERAL DE ALQUILER DE MAQUINARIA, S.A. Adicionalmente, Banco de Sabadell, S.A. o entidades vinculadas pueden tener financiación concedida a alguno de los emisores mencionados en el presente informe.

Banco de Sabadell, S.A., directa o indirectamente, o alguna entidad vinculada puede haber sido entidad directora o codirectora durante los 12 meses previos de una oferta pública de alguno de los emisores cuyos valores se mencionan en recomendaciones contenidas en este documento, o puede haber prestado servicios bancarios de inversión durante los 12 meses previos a alguno de los emisores cuyos valores se mencionan en recomendaciones contenidas en este informe. Banco de Sabadell, S.A. puede ser parte de un acuerdo con un emisor relativo a la elaboración de la recomendación.

La remuneración de los analistas que han elaborado estos informes no está vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos. Los factores de remuneración de los analistas pueden incluir los resultados de Banco de Sabadell, S.A., parte de los cuales puede ser generado por actividades de banca de inversión.