

El verano ha llegado, y con él un posible recorte en la Bolsa

LA REDUCCIÓN DEL BALANCE DE LOS BANCOS CENTRALES AÑADIRÍA PRESIÓN A LAS BOLSAS

Como ya venía sucediendo en meses anteriores, en las últimas semanas ha continuado la fuerte divergencia entre los indicadores adelantados y los datos reales de actividad. Este **deterioro de las sorpresas macro** ha hecho que **el índice CESI**, elaborado por el banco de inversión americano Citigroup, **esté en Estados Unidos en negativo desde principios de mayo**. Además, a pesar de que los niveles alcanzados son mínimos de septiembre 2011 si comparamos con el segundo trimestre de 2016, cuando hubo una fuerte recuperación de los indicadores de actividad, **no se pueden descartar caídas adicionales**. En la Zona Euro, aunque todavía está en positivo, el índice CESI también vendría empeorando desde mayo.

Aunque la correlación de las bolsas con las sorpresas macro es muy variable, a corto plazo la fuerte divergencia entre la evolución del S&P 500 y el CESI, **junto con la estacionalidad negativa** de las bolsas entre mayo y septiembre (rentabilidad media histórica Euro STOXX 50 +0,4% frente al +1,8% entre octubre-abril), la caída acumulada del crudo (correlación histórica Euro STOXX 50/crudo 0,58) y la presión bajista en las rentabilidades (correlación Euro STOXX 50/bono a 10 años alemán 0,45), son **factores de riesgo de cara a una corrección en los mercados bursátiles**.

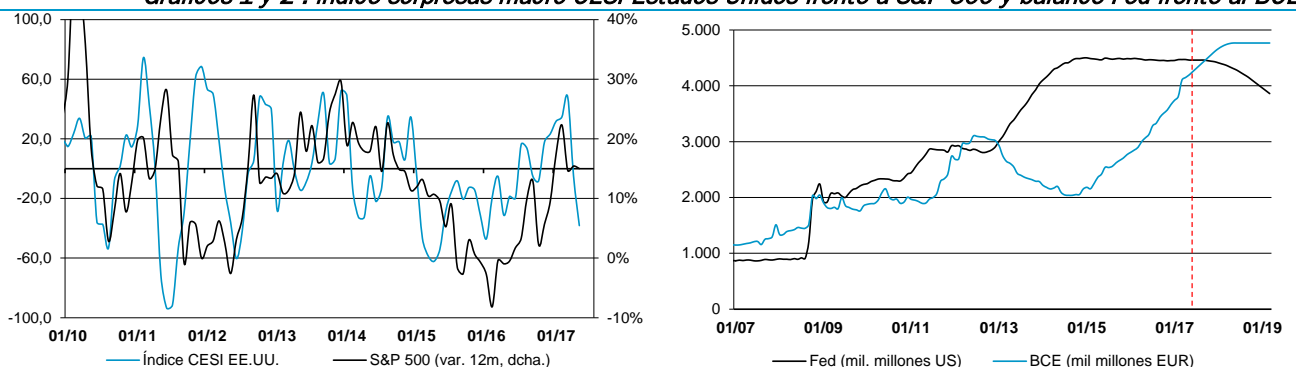
Además de esta divergencia entre datos adelantados y retrasados, **cabe seguir destacando que las valoraciones de las bolsas son muy ajustadas** tras haber experimentado una importante expansión de múltiplos, dado que las subidas de las cotizaciones no han ido parejas de importantes revisiones de beneficios al alza (en la Zona Euro y España hay ligeras revisiones al alza desde principios de año en los beneficios 2017/19 frente a revisiones a la baja en Estados Unidos).

En este contexto y **considerando que el principal catalizador de las bolsas en 2017 habría sido la liquidez** (los datos macro están estables), **otro riesgo** adicional para las bolsas procedería de la **reducción de balance de los bancos centrales**, tanto de la Fed como del BCE (menor ritmo de compras) **aunque probablemente más de cara a 2018**. En este sentido, la semana pasada la presidenta de la Fed, J. Yellen, sorprendió al mercado dando detalles de su plan de reducción de tenencias de deuda: a partir de relativamente pronto (septiembre u octubre posiblemente) la Fed podría reducir su cartera de activos en -10.000 M dólares/mes repartidos entre deuda pública (-6.000 millones de dólares) y deuda hipotecaria (-4.000 millones), incrementando la cantidad en -10.000 M dólares/mes trimestralmente hasta alcanzar los -50.000 M dólares/mes. Esto implicaría reducir el balance de la Fed en unos 450.000 millones de dólares, un tercio del volumen actual, lo que sería equivalente a un notable endurecimiento de las condiciones monetarias. A este respecto, **el mercado sigue siendo escéptico con la capacidad de la Fed para reducir balance a este ritmo y, al mismo tiempo, subir tipos de interés** sin que suponga un lastre importante para el crecimiento. Esto junto con unos datos de inflación de mayo decepcionantes (tanto en Estados Unidos como en la Eurozona) se ha reflejado en unos niveles de rentabilidad del bono americano a 10 años estables en torno al 2,15% (casi 50 puntos básicos por debajo de los máximos de marzo 2017), aplanamiento de la pendiente 2-10 años americana hasta los 81 puntos básicos (desde 135 puntos básicos a principios de año) y bajada de la rentabilidad del bono alemán hasta el 0,27% (frente a 0,51% máximos 2017).

En este escenario mantenemos un **posicionamiento cauto sobreponderando emergentes, Footsie y CAC** desde el punto de vista geográfico, y desde el punto de vista sectorial sectores **growth** (mejor evolución del ratio *growth/value* con aplanamiento de pendientes: +4,5% en la Eurozona desde inicio de año), **sobre todo aquellos sectores que se habrían quedado más atrás** y por tanto serían menos susceptibles de sufrir tomas de beneficios (Retail –Inditex/Dia; Seguros –Allianz/Catalana Occidente- y en menor medida Recursos Básicos –Acerinox/Ence-, Alimentación –Anheuser- y Media –A3 Media-), así como algunos sectores **defensivos** como Utilities (Iberdrola).

Independientemente del entorno de mercado, mantenemos la sobreponderación en **Energía** (Repsol/Total) ya que la mera estabilización del precio del crudo incluso en los precios actuales (Brent -20% en 2017) llevará el sector a tener una mejor evolución relativa frente al índice dado que ya lleva un -11% en absoluto y -12% en relativo al ES desde mediados de mayo de 2017 (que coincide con los máximos de los últimos meses). La reducción estacional de inventarios y un posible nuevo acuerdo de reducción de producción de la OPEP contribuiría a ver un suelo.

Gráficos 1 y 2 : Índice sorpresas macro CESI Estados Unidos frente a S&P 500 y balance Fed frente al BCE



Fuente: Bloomberg y BS Análisis

PRÓXIMOS EVENTOS A TENER EN CUENTA

Reuniones y comunicados Bancos Centrales: En Europa, 06/07 Actas de la reunión del BCE del 8 de junio; 20/07 reunión del BCE. En Estados Unidos: 05/07 Actas de la reunión de la Fed del 14 de junio; 26/07 reunión de la Fed.

OTROS EVENTOS: 12/07 Beige Book de la Fed; 10/07 reunión de ministros finanzas Zona Euro (Euro grupo) en Bruselas.

LA MACRO DEL MES Y LA QUE VIENE

El BCE revisó al alza sus previsiones de PIB 2017/19 hasta 1,9%/1,8%/1,7% desde 1,7%/1,6%/1,6% en marzo al tiempo que recortó las de inflación hasta 1,5%/1,3%/1,6% frente a 1,7%/1,6%/1,7%.

De los datos macro del mes en Estados Unidos destacó la moderación de la inflación de mayo hasta situarse por ligeramente por debajo del 2,0% reflejando el menor dinamismo del consumo privado. En Europa el PIB final del primer trimestre fue revisado al alza frente al dato preliminar por una evolución de la inversión mejor de lo esperado y en España el PMI Manufacturero de mayo subió inesperadamente manteniéndose en niveles elevados.

En julio esperamos: Estados Unidos, China PIB 2T. Europa y España, indicadores adelantados.

EVOLUCIÓN DE DIVISAS Y MATERIAS PRIMAS

En divisas, el dólar recogió la subida de tipos de la FED recuperando parte del terreno perdido frente al euro aunque el mercado todavía desconfiaba de que la institución pueda realizar una tercera subida en el año. En las materias primas destacaron las fuertes caídas del Brent (-18%) ante las dudas sobre el verdadero éxito de la estrategia de la OPEP para equilibrar el mercado, lo que podría obligar al cártel a reducir más las cuotas. Por último, el oro terminó plano por la acción de los Bancos Centrales y la subida de la FED.

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 (fecha prevista para la finalización del programa vigente de compras de activos del BCE) hasta un rango comprendido entre el 0,65% y el 0,8% desde niveles actuales por debajo del 0,30%, mantenemos nuestra apuesta de neutralidad entre sectores y valores *growth* y *value* y también entre cíclicos y defensivos ante expectativas (aún por materializarse y retrasadas al menos hasta 2018) de políticas fiscales más expansivas en Estados Unidos y preferencia por las financieras.

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. Con las ligeras subidas de la mayoría de las bolsas en el último mes 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 negativa estacionalidad (con aumento de probabilidad de corrección para los próximos 2 o 3 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 desarrollados, subimos a Sobreponderar el CAC que se une al Footsie (que mantenemos) 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. Mientras, la recomendación en el Nikkei permanece en Infraponderar.

Entre los sectores, subimos a Sobreponderar Utilities que se suma a Seguros dentro de los financieros (bancos Neutral), Energía e Industriales junto con Tecnología entre los cíclicos y Retail entre los defensivos.

Renta Fija: sin presiones inflacionistas cortesía del crudo y con apetito por el riesgo en crédito

El apetito por el riesgo, la ausencia de presiones inflacionistas y la caída en el precio del crudo hasta mínimos de los últimos 7 meses provocó fuertes caídas en las rentabilidades soberanas. Con todo, el 10 años español estrechó desde el 1,60% hasta el 1,35%, mientras el italiano cedió en rentabilidad desde el 2,13% hasta el 1,89% apoyada en una menor incertidumbre política. Por su parte el 10 años portugués recogió la mejora de perspectiva por parte de Fitch y el buen dato de crecimiento del primer trimestre con estrechamientos desde el 3,14% hasta el 2,84%.

En core, la caída en el precio del crudo presionó a la baja las expectativas de inflación en Alemania a 10 años hasta mínimos de octubre '16 y con ello el 10 años alemán desde el 0,39% hasta el 0,24%. Las primas de riesgo cayeron hasta los 111 puntos básicos en el caso de la española y hasta los 164 puntos básicos la italiana (mínimos del año). Por su parte el 10 años francés terminó en el 0,58% apoyado en la mayoría de E. Macron en las elecciones legislativas. En Estados Unidos a pesar de la subidas de tipos y del sesgo más hawkish de la Fed, el 10 años americano estrechó desde el 2,29% hasta el 2,14%. Las probabilidades de subidas de tipos descontadas por el mercado a diciembre 2017 se sitúan en el 47

En crédito, el actual contexto macro sigue siendo un buen hábitat para la búsqueda de rentabilidad y para el mejor comportamiento del HY frente al IG (mayor cupón), de hecho el HY sigue batiendo al IG mes a mes, registrando a su vez mejor comportamiento el crédito americano en dólares que al Europeo en euros. Por ello, no realizamos cambios de posicionamiento. 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 (esperando un rebote en el precio del crudo que acentúe aún más los estrechamientos), Gas Natural y Colonial (grado de inversión consolidado). En híbridos, también 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.

Por su parte, en Financieros, continuamos Sobreponderando Subordinados e Híbridos frente al tramo Senior en busca de rentabilidad. A la vez apostamos por estrechamientos entre el híbrido y el subordinado Tier 2 tras la resolución de Popular. Preferimos emisores con un alto diferencial frente a comparables como Unicredit y Santander. En subordinados destacamos a Bankia y Mapfre.

ENTORNO MACROECONÓMICO: TEMAS DESTACADOS DEL MES

En Estados Unidos, la Fed elevó los tipos de interés tal y como se esperaba

En Europa, el Partido Conservador de T. May en el Reino Unido pierde la mayoría absoluta en las elecciones

En España, avanza la consolidación del sector financiero al quedarse el Banco Santander con el Banco Popular

En Estados Unidos, en la reunión del 14 de junio, la FED elevó los tipos de interés en 25 puntos básicos manteniendo la senda de subidas prevista

En Estados Unidos y en relación a la política monetaria, en la reunión del 14 de junio la FED elevó en 25 puntos básicos, tal y como se esperaba, los tipos de interés de los fondos federales hasta el 1,00% y el 1,25%. De la comparecencia, lo más destacado estuvo en la confirmación de la senda de subidas prevista, aplazando otra subida de 25 puntos básicos antes de finales de año y dejando la puerta abierta a anunciar la reducción de balance en septiembre. En este sentido adelantó la estrategia de salida: la tenencia de deuda pública se reducirá en 6.000 millones de dólares inicialmente para incrementarse de forma acumulada en otros 6.000 millones de dólares cada trimestre, hasta alcanzar los 30.000 millones. Las tenencias de deuda hipotecaria se reducirán a un ritmo de 4.000 millones de dólares hasta llegar a los 20.000 millones. A este ritmo, al cabo de 5 trimestres se habrían reducido unos 450.000 millones. Por el lado macro, el comunicado fue bastante optimista restando importancia a la moderación de la inflación, que calificó como transitoria. En las nuevas previsiones revisó a la baja tan sólo la inflación esperada para 2017 mientras que revisó marginalmente al alza el rango alto de la previsión de crecimiento para el mismo año.

La comparecencia del exdirector del FBI se saldó sin novedades aunque dos fiscales han denunciado a Trump por corrupción

Desde el frente político, el mes ha estado marcado por la **comparecencia ante el Senado del exdirector del FBI J. Comey**. Este se reafirmó en sus anteriores acusaciones de presiones tras el comienzo de la investigación sobre la relación entre la campaña electoral de Trump y Rusia, al tiempo que acusó al gobierno de mentir sobre su despido. También apuntó que interpretó la petición de Trump de terminar con la investigación sobre M. Flynn (asesor de seguridad nacional obligado a dimitir por el escándalo) como una petición del presidente. En este sentido, Christopher A. Wray relevará a J. Comey como nuevo director del FBI. Un problema que se suma a la demanda por corrupción al Presidente de los fiscales generales de Washington (Karl A. Racine) y Maryland (Brian Frosh) por haber aceptado millones de dólares de Gobiernos extranjeros en pagos a sus empresas. Por último, Estados Unidos abandonó el acuerdo de París sobre el clima. Trump señaló que pretende renegociar el acuerdo en términos más favorables para Estados Unidos poniendo de manifiesto el actual aislamiento de Estados Unidos frente al resto del Mundo.

Respecto a la macro del mes, destacamos cierta estabilización en los indicadores de actividad económica publicados. El crecimiento en el primer trimestre se revisó al alza hasta el 1,2% trimestral anualizado desde el 0,7% de la primera estimación. Si bien, tanto la producción industrial de abril como las ventas minoristas de mayo decepcionaron, y perfilan un crecimiento del consumo sensiblemente inferior a lo esperado para el segundo trimestre del año. Por último, el dato de empleo de mayo se situó por debajo de lo esperado, tanto en la generación de empleo como en dinámica salarial.

En la reunión del BCE del 8 de junio no hubo cambios de política monetaria al tiempo que revisó al alza las previsiones de crecimiento y a la baja las de inflación

Mientras tanto en la Euro Zona, en la reunión del 8 de junio del BCE, tal y como se esperaba, no hubo cambios de política monetaria con mantenimiento del 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, como el mercado ya venía barajando, M. Draghi reconoció que los riesgos sobre el crecimiento están ahora equilibrados. Con ello revisó al alza el crecimiento esperado para la Zona Euro (ver página 2) mientras que revisó notablemente a la baja las de inflación al no observar presiones inflacionistas relevantes. En todo caso, M. Draghi señaló en la conferencia de prensa que aún podría recortar los tipos y que la normalización monetaria (eliminación del programa de compras) todavía no se ha discutido.

En Europa, el Partido Conservador del Reino Unido pierde la mayoría absoluta de forma inesperada lo que añade cierta presión al inicio de las negociaciones de la desconexión de la UE (Brexit)

En el ámbito **político-institucional en Europa, el Partido Conservador de T. May en el Reino Unido ha inaugurado la legislatura tras haber perdido inesperadamente la mayoría absoluta** en las elecciones generales anticipadas al tiempo que el Partido Laborista se ha recuperado. Para buscar apoyos que le den una mayoría cómoda para gobernar, el Partido Conservador está intentando formar coalición con el Partido Unionista de Irlanda del Norte pero están surgiendo diferencias importantes con lo que podrían sondear al Partido Demócrata Liberal. A pesar de este revés electoral para el Gobierno, **las negociaciones para la desconexión de la UE han comenzado el 19 de junio** como estaba previsto y con un tono conciliador. Se espera que en noviembre se haya perfilado un acuerdo que habría de ser ratificado por los parlamentos nacionales y el Parlamento Europeo antes del 29 de marzo de 2019, fecha oficial de la salida.

En Francia, el candidato centrista E. Macron ganó las elecciones presidenciales con mayoría absoluta

Por otro lado, en **Francia**, tal y como anticipaban las encuestas, **el joven partido EnMarche del presidente E. Macron junto con su socio MoDem han logrado la mayoría absoluta en la segunda ronda de las elecciones legislativas** aunque la tasa de participación ha alcanzado un mínimo histórico. El presidente ha aprovechado la formación del nuevo gobierno para hacer cambios de aquellos ministros que se habían visto salpicados por acusaciones de corrupción. Con todo, este resultado electoral facilitará la ejecución del **programa de reformas** propuesto. En particular, se espera que la reforma laboral sea aprobada en septiembre con reducción de las cotizaciones sociales para los salarios más bajos y en el aspecto fiscal el impuesto de sociedades bajaría del 33% al 25%. En empleo objetivo del gobierno es reducir la tasa de desempleo al 7% en 2022 desde el 9,6% en el primer trimestre 2017.

Por otro lado, en el Eurogrupo del 15/16 de junio **se alcanzó un acuerdo con Grecia por el que se libera un nuevo tramo de ayuda de 8.500 millones de euros** con los que podrá hacer frente a los pagos por 7.400 que tiene en julio. Así se cierra la segunda revisión del tercer plan de rescate tras haber estado estancada casi ocho meses. Además, el Eurogrupo ha alcanzado un acuerdo con el FMI por el cual la institución participaría en el presente plan de rescate por un máximo de 2.000 millones de euros aunque el organismo internacional insiste en que debe haber más claridad sobre las medidas para aliviar la carga de la deuda griega. En este sentido, el Eurogrupo ha señalado que se alargarán los vencimientos y se retrasará el pago de intereses entre 0 y 15 años al tiempo que se establecerá un mecanismo para recalibrar los pagos en función del ritmo de crecimiento una vez que concluya el actual programa de rescate en agosto 2018.

En el **ámbito financiero**, la asociación bancaria europea (EBA en inglés) ha publicado su metodología de pruebas de estrés de 2018 en la UE. La metodología incorporará por primera vez la nueva norma contable sobre deterioro por la que las provisiones bancarias se calcularán en función de pérdidas esperadas en lugar de realizadas como hasta ahora. En este sentido, el Consejo Europeo ha aprobado un borrador de reglamento por el que se establece un plazo de 5 años para la implementación de esta nueva normativa sobre provisiones. Al mismo tiempo, el Consejo ha dado el visto bueno a un borrador de directiva sobre el orden de jerarquía de la deuda en los procedimientos de insolvencia.

Por el lado de la macro, los indicadores de confianza conocidos en la Eurozona en junio han sido mixtos con sorpresas al alza del índice de confianza del inversor de junio, resultados mixtos del ZEW y ligera decepción de los PMIs.

En España, la moción de censura de Podemos al gobierno liderado por M. Rajoy fracasó por la falta de apoyos, como se esperaba, y los Presupuestos Generales del Estado para 2017 fueron finalmente aprobados

En **España**, como se esperaba, la **moción de censura** al Gobierno presentada por Podemos el 13 de junio fue rechazada. También en el ámbito político, el presidente de la Generalitat de Cataluña ha fijado el domingo 1 de octubre para la celebración del referéndum de independencia. Por otra parte, **los Presupuestos para 2017** han sido aprobados con el voto favorable del diputado de Nueva Canarias. Por último, en relación al techo de gasto 2018 el Ministerio de Hacienda ha indicado que el límite de gasto que acompañará a los presupuestos de 2018 se confeccionará tomando como referencia un aumento del PIB del 2,3%, más prudente que la previsión incluida en el actual cuadro macroeconómico del Gobierno

En el ámbito financiero, **Santander adquirió Popular** en un proceso competitivo de venta ordenado por la Junta Única de Resolución Europea en colaboración con el Fondo de Resolución Bancaria (FROB). Santander ha anunciado que hará una ampliación de capital por 7.000 millones de euros para financiar la operación cuyos mayores riesgos son los litigios de los accionistas afectados por la resolución y la desinversión de los activos inmobiliarios.

En cuanto a **datos macro, éstos han sido mixtos**. Así, mientras que el PMI Manufacturero de mayo sorprendió positivamente y el desempleo descendió en más de 110.000 personas, el PMI de Servicios decepcionó. Por otro lado, la agencia de calificación crediticia S&P estaría considerando de cara a septiembre un alza en la nota de la deuda española (BBB+ en la actualidad), así como aumentar su previsión de crecimiento de PIB 2017 hasta cerca del 3% gracias al aumento de la competitividad de la economía y en función de la consolidación presupuestaria.

En emergentes, los datos macroeconómicos de China estuvieron en línea (o sorprendieron ligeramente)

Por último, en los países emergentes, los datos de China han sido ligeramente positivos. Así, el PMI Manufacturero de mayo retuvo inesperadamente el nivel del mes anterior así como la producción industrial y las ventas al por menor mientras que el PMI de Servicios repuntó. En precios, la inflación se aceleró hasta el 1,5% interanual frente al 1,2% previo y en el sector exterior tanto las exportaciones como las importaciones aceleraron su ritmo de crecimiento con mayor superávit.

DIVISAS Y MATERIAS PRIMAS

Apreciación del dólar muy contenida...

A pesar de la subida de tipos de la Reserva Federal, **la apreciación del dólar en el mes ha estado muy contenida** tanto por los malos datos en los indicadores reales de la economía norteamericana como por el panorama de mayor gobernabilidad que han arrojado las elecciones municipales en Italia y las parlamentarias en Francia.

...por las dudas del mercado sobre la continuidad en la normalización de tipos y la mejoría en la estabilidad política de Europa

La **divisa europea** se ha depreciado ligeramente frente al dólar (-0,3%) tras la última subida de tipos en la economía estadounidense. A pesar que la Reserva Federal estadounidense se reafirmó en la estrategia de normalización, el mercado sigue poniendo en duda las tres subidas previstas en 2017 por la peor evolución de la inflación en mayo. Por otra parte, el retroceso del Movimiento 5 Estrellas en las elecciones municipales de Italia donde arroja un escenario de mayor estabilidad política. Así M. Renzi ya ha descartado las elecciones anticipadas. En las parlamentarias de Francia se confirmó la mayoría absoluta del partido República En Marche en el Parlamento, lo que debería ayudar a implementar el programa reformista de E. Macron.

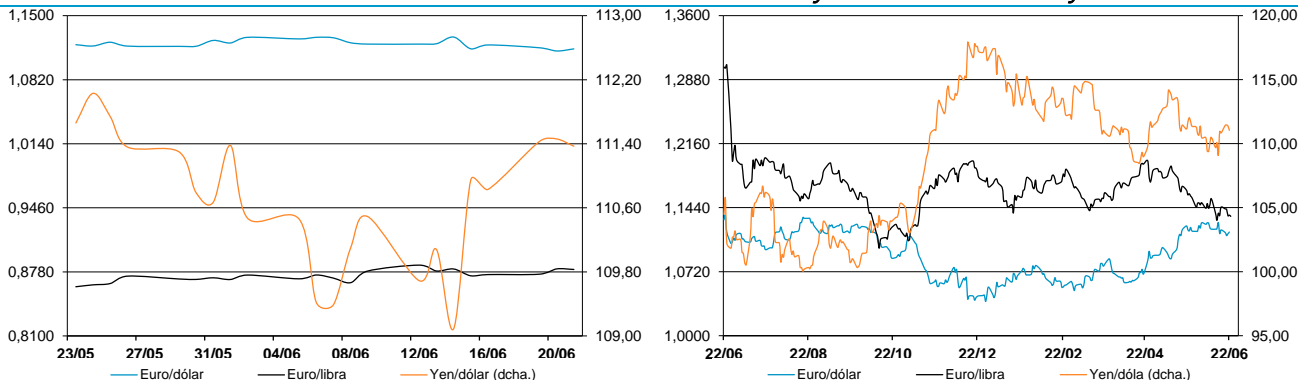
El yen se apreció frente al dólar mientras la libra se depreció tras el resultado de las elecciones

El **yen** se ha apreciado frente al dólar de forma muy contenida en el mes (+0,6%) haciendo valer su carácter refugio ante la caída de los activos de riesgo. La **libra esterlina** se depreció contra el euro (hasta marcar los máximos en 0,8850) tras conocerse el resultado de las elecciones adelantadas, donde la pérdida de poder del partido conservador resta fuerza a T. May en las negociaciones con la Unión Europea. El movimiento se frenó tras conocerse la división en las votaciones del Banco Central de Inglaterra, aunque el gobernador M. Carney ha reiterado que todavía no es momento de iniciar las subidas de tipos.

El real brasileño sigue presionado por las bajadas de tipos y los problemas internos,

El **real brasileño** se depreció (-1,7%) frente al dólar por el mal comportamiento en el mes de las materias primas y los problemas políticos internos. También ha pesado sobre la divisa brasileña el diferencial de tipos, donde el Banco Central volvió a reducir los tipos de interés en 100 puntos básicos (hasta el 10,25%).

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

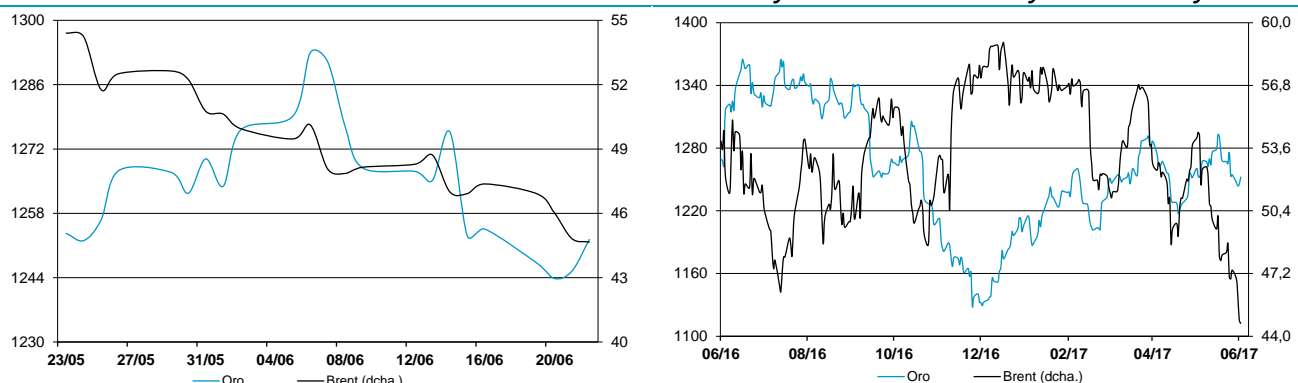


Fuente: BS Análisis

El Brent cae a niveles anteriores al pacto de cuotas de la OPEP

En cuanto a **commodities**, el Brent retrocedió a niveles anteriores al acuerdo entre productores para extender los recortes de producción hasta marzo de 2018. La evolución de la producción de países los países ajenos al pacto y la resistencia de los inventarios mundiales ponen en duda la actual estrategia del cártel, y dejan la puerta abierta a profundizar en los recortes. Por último, la subida de tipos de la FED frenó los repuntes del **oro** que en el mes terminó plano (-0,1%).

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



Fuente: BS Análisis

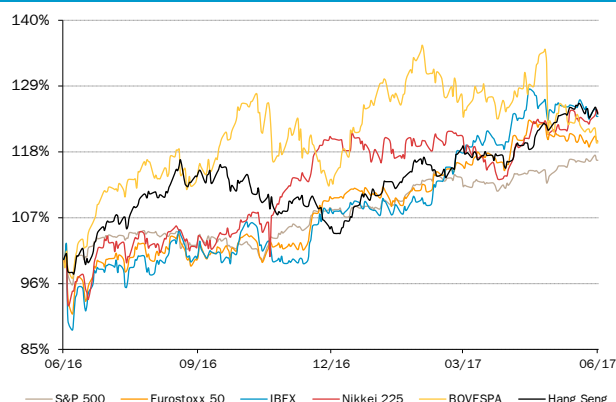
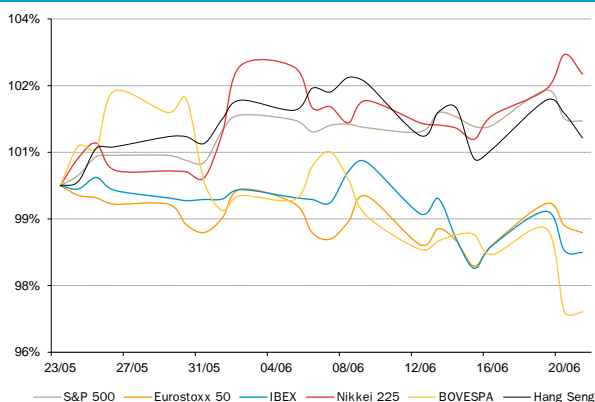
RENDA VARIABLE: EVOLUCIÓN DEL MES, REVISIÓN BENEFICIOS, RECOMENDACIONES ESTRATEGIA
Bolsas mixtas en junio con otro nuevo récord del S&P 500

A la espera de que el próximo mes de julio comience la campaña de resultados correspondiente al segundo trimestre para la que las expectativas son de nuevo positivas, **las bolsas han estado atentas este mes tanto a los bancos centrales** (Fed, BCE, Banco de Inglaterra y Banco de Japón) como a los **procesos electorales en Europa**, Reino Unido y Francia (ver parte macro, páginas 3 y 4), así como de la continuación de los problemas políticos del presidente norteamericano D. Trump (ver la parte macro en la página 3). Con esto, **ha aumentado la percepción de riesgo entre los inversores** con cesiones de las rentabilidades de la deuda soberana a nivel global (los mayores en la Zona Euro y en Brasil) a lo que también ha contribuido la caída de las expectativas de inflación por el **fuerte retroceso del petróleo** ante la dificultad de la OPEP de compensar la elevada producción de Estados Unidos. A pesar de todo, el **S&P 500** ha subido un 1,6% **batiendo otro nuevo récord histórico en 2.449 puntos** donde sólo el sector de Energía ha retrocedido (-5,1%) mientras que las mayores ganancias las han cosechado Farma (+6,5%) y Financieros (+3,8%). Por su parte, Tecnología ha acabado el mes con una ligera revalorización (+1,7%) al recuperar la caída de hasta un -5,5% por la elevada valoración alcanzada, siendo el sector que más sube en el año (+19,0%).

Siguiendo con los desarrollados, el índice que más ha subido ha sido el Nikkei (+2,5%) animado por fuerte crecimiento de los beneficios empresariales y operaciones corporativas como la compra de la división de semiconductores de Toshiba por parte del fondo americano Bain Capital e inversores japoneses así como por el anuncio del mayor banco nipón, Mitsubishi Financial Group, de que eliminará hasta el 7% de su plantilla para restaurar parcialmente sus márgenes afectados por una década de tipos negativos. **En Europa**, sin embargo, **han dominado las caídas**, con el **IBEX 35** cediendo un -2,2 afectado por los descensos de Repsol (-8,4%) ante la caída del petróleo y Mediaset (-10,35%) por rebaja de recomendación de algunas casas de análisis. En positivo ha destacado Cellnex (+9,7%) por la compra de la suiza Sunrise que le permitirá convertirse en el cuarto operador mundial. Por su parte, el **Euro STOXX 50** ha retrocedido un -1,6% lastrado por Ahold (-18,2%) por la compra de Whole Foods por parte de Amazon lo que añadiría presión competitiva al sector de Retail y Deutsche Bank (-12,0%) en proceso de reorganización tras la ampliación del año pasado de 8.000 millones de euros y Eni (-9,7%) por la caída del petróleo. Entre las alzas ha destacado la eléctrica EON (+22,0%) impulsada por la recuperación de hasta 3.000 millones de euros gracias a la sentencia del Tribunal Constitucional alemán dictaminando la eliminación el impuesto a la energía nuclear.

Por su parte, los **emergentes han tenido una evolución mixta**. Así, el **Hang Seng** ha subido un +1,1% ante las limitaciones de las ventas en bloque y la nueva evaluación de la división de administración de índices del banco americano de inversión Morgan Stanley, MSCI, para la posible inclusión de las acciones de China de tipo A en sus índices. Por su parte, el **Mexbol** ha quedado casi plano con la revisión al alza de las previsiones de crecimiento por primera vez desde que D. Trump ganara las elecciones en noviembre y la perspectiva de que con la subida del tipo *overnight* hasta el 7,0% se está acercando el final del tensionamiento monetario. Por último, el **Bovespa** ha caído un -3,0% por el rechazo de la reforma laboral de la comisión de asuntos sociales que evidencia la falta de apoyos del presidente M. Temer a pesar de que el Tribunal Electoral ha desestimado las acusaciones de financiación ilegal en las elecciones de 2014.

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

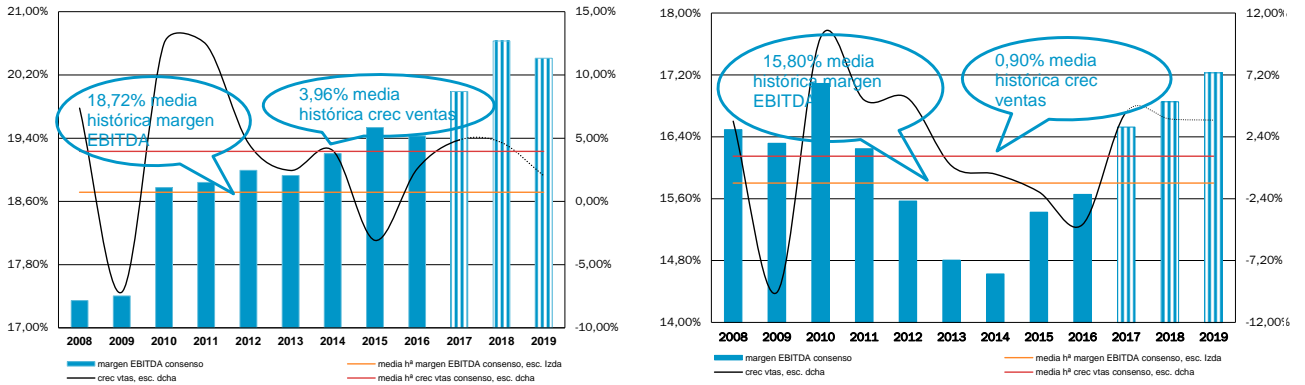


Fuente: BS Análisis

En Estados Unidos (S&P 500) así como en Europa (Euro STOXX) la mejora macro apunta a un mayor crecimiento de las ventas (respecto a 2016) y a márgenes al alza

Por el lado micro, la mejora macro a nivel global y más acompasada que en otras épocas ha permitido una aceleración de las expectativas del crecimiento de ventas en Estados Unidos hasta rozar el 5,0% frente al 2,6% alcanzado en 2016 y casi un punto porcentual por encima de la media desde 2008 y perspectivas de recuperación en Europa tras tres años de contracción. También los márgenes irían al alza, rozando el 20,0% en Estados Unidos, frente a una media del 18,7% desde 2008, y hasta el 16,5% en Europa, un punto porcentual más que en 2016 y 80 puntos básicos por encima de la media de los últimos 9 años.

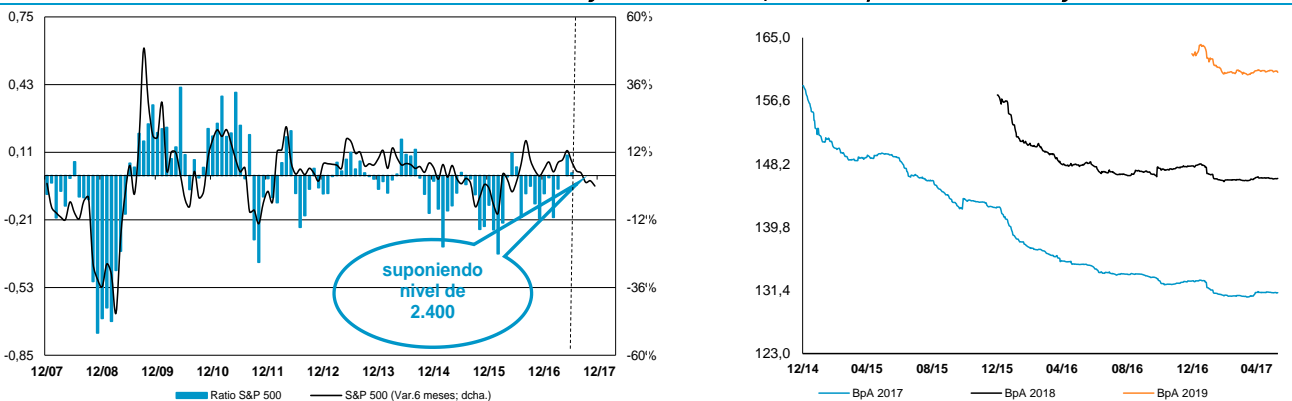
Gráficos 9 y 10: S & P 500 y Euro STOXX: evolución prevista del crecimiento de ventas y márgenes



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) se ha neutralizado y en el segundo semestre podría continuar en los niveles actuales ante cierto riesgo de que continúen las sorpresas macro negativas de los indicadores adelantados.

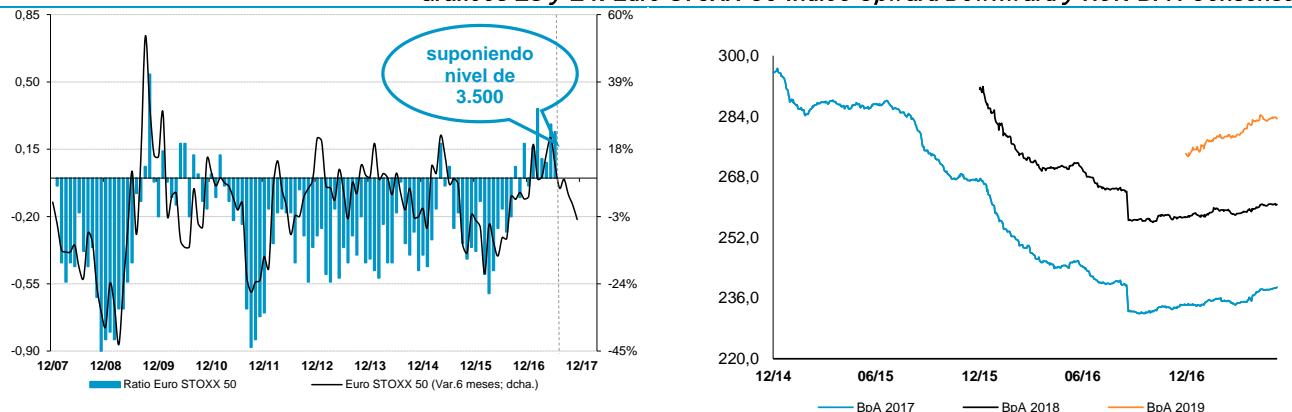
Gráficos 11 y 12: S & P 500, Índice Upward- Downward y Rev. BPA Consenso



Fuente: FactSet yBS Análisis

En el Euro STOXX 50 el índice *Upward-Downward* se mantiene en positivo pero podría neutralizarse (en torno a cero) a lo largo del segundo semestre de 2017 en caso de que la mejora macro en el Zona Euro haya sido sobrevalorada.

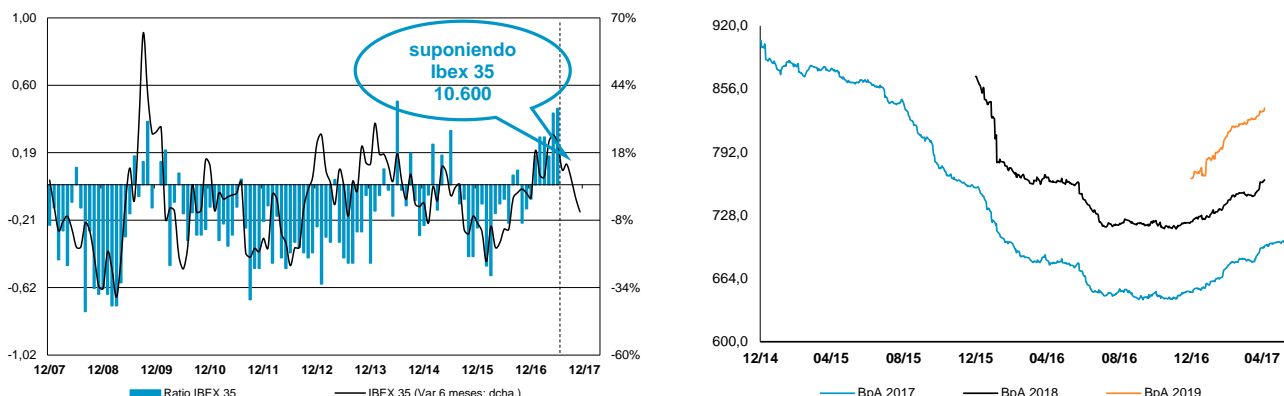
Gráficos 13 y 14: Euro STOXX 50 Índice Upward-Downward y Rev. BPA Consenso



Fuente: FactSet y BS Análisis

En el **IBEX 35**, el índice *Upward-Downward* continúa en positivo y al igual que el Euro STOXX 50, podría reducirse hasta quedar neutral en el segundo semestre de 2017.

Gráficos 15 y 16: 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. Revisamos a la baja nuestras estimaciones 2017/18 Bottom Up en Euro STOXX 50, las mantenemos en IBEX 35 y seguimos por encima de consenso en ambos

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. Revisamos nuestras estimaciones *Bottom Up* 2017-18 en Euro STOXX 50 y las mantenemos en el IBEX 35 y continuamos en ambos casos por encima del consenso.

Tabla 1: Estimaciones de beneficios ajustados S&P 500 2017 – 2019 y revisiones

		S&P 500					
		2017	Crecimiento	2018	Crecimiento	2019	Crecimiento
BS Análisis	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	130,0	5,7%	145,1	11,6%	160,0	10,3%
Bloomberg	Revisión 1 Mes	-0,3%		-0,3%		-0,9%	
	Revisión 3 Meses	-0,7%		-0,3%		-0,7%	
	Revisión 2017	-0,8%		-0,3%		-	
	Beneficios FactSet	131,1	10,5%	146,3	11,5%	160,6	9,8%
FactSet	Revisión 1 Mes	0,0%		-0,1%		0,0%	
	Revisión 3 Meses	0,4%		0,3%		0,2%	
	Revisión 2017	-1,2%		-1,1%		-1,4%	
	Beneficios Cíclicos Exfinan						
	Revisión 1 Mes (*)	0,0%		-0,1%		0,0%	
	Revisión 3 Meses (*)	0,4%		0,6%		0,7%	
	Revisión 2017 (*)	-1,0%		-0,8%		-2,7%	
	Beneficios Defensivos						
	Revisión 1 Mes (*)	-0,1%		-0,1%		-0,3%	
	Revisión 3 Meses (*)	-0,3%		-0,3%		-0,5%	
Revisión 2017 (*)	-2,4%		-2,7%		-3,8%		
Beneficios Financieros							
Revisión 1 Mes (*)	0,0%		-0,1%		-0,2%		
Revisión 3 Meses (*)	0,8%		0,4%		-0,3%		
Revisión 2017 (*)	1,0%		1,0%		1,8%		

Fuente: FactSet, Bloomberg y BS Análisis

Tabla 2: 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%	-	-
	Revisión frente a Mes Anterior	0,0%		0,0%			
	Beneficios Ex - financieros	448,1	7,9%	500,3	11,6%	-	-
Bloomberg	Revisión frente a Mes Anterior	0,0%		0,0%			
	Revisión 2017	3,1%		4,4%			
	Beneficios Bloomberg	708,4	25,6%	780,2	10,1%	855,7	9,68%
	Revisión 1 Mes	1,0%		1,1%		2,4%	
FactSet	Revisión 3 Meses	1,2%		0,0%		9,6%	
	Revisión 2017	1,3%		0,1%		-	
	Beneficios FactSet	701,0	18,3%	770,8	10,0%	842,3	9,27%
	Revisión 1 Mes	0,8%		0,6%		0,3%	
FactSet	Revisión 3 Meses	3,7%		3,5%		3,5%	
	Revisión 2017	7,4%		6,1%		9,4%	

Fuente: FactSet, Bloomberg y BS Análisis

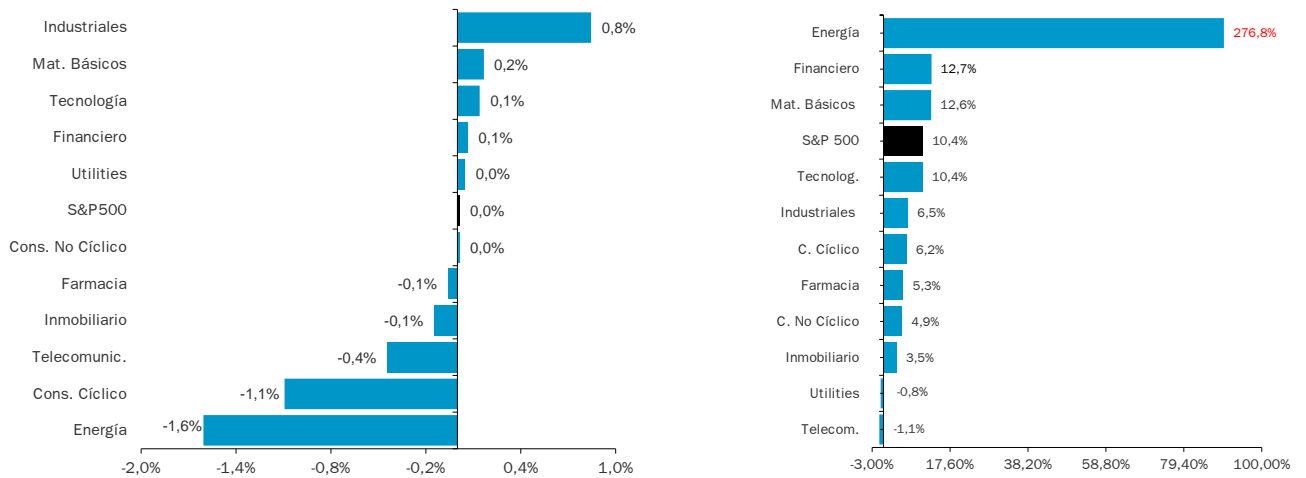
Tabla 3: Estimaciones de beneficios ajustados Euro STOXX 50 2017 – 2019 y revisiones

		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%	-	-
	Revisión frente a Mes Anterior	0,8%		1,0%			
	Beneficios Ex - financieros	204,3	16,4%	224,7	10,0%	-	-
Bloomberg	Revisión frente a Mes Anterior	0,8%		1,2%			
	Revisión 2017	0,6%		0,8%			
	Beneficios Bloomberg	234,8	16,1%	258,1	9,9%	280,1	8,5%
	Revisión 1 Mes	-0,5%		-0,5%		1,0%	
FactSet	Revisión 3 Meses	0,0%		-0,2%		2,1%	
	Revisión 2017	0,0%		-0,3%		-	
	Beneficios FactSet	238,7	12,2%	260,9	9,3%	283,9	8,8%
	Revisión 1 Mes	0,8%		0,5%		0,4%	
FactSet	Revisión 3 Meses	1,2%		0,7%		1,7%	
	Revisión 2017	1,9%		1,4%		3,6%	
	Beneficios Cíclicos Exfinan						
	Revisión 1 Mes (*)	0,5%		0,4%		0,4%	
	Revisión 3 Meses (*)	1,9%		1,3%		1,9%	
	Revisión 2017 (*)	3,2%		2,4%		5,7%	
	Beneficios Defensivos						
	Revisión 1 Mes (*)	0,0%		0,0%		0,8%	
	Revisión 3 Meses (*)	0,5%		0,4%		1,7%	
	Revisión 2017 (*)	0,7%		0,5%		2,9%	
Beneficios Financieros							
Revisión 1 Mes (*)	1,5%		1,0%		0,7%		
Revisión 3 Meses (*)	1,7%		2,2%		3,0%		
Revisión 2017 (*)	1,5%		1,2%		3,6%		

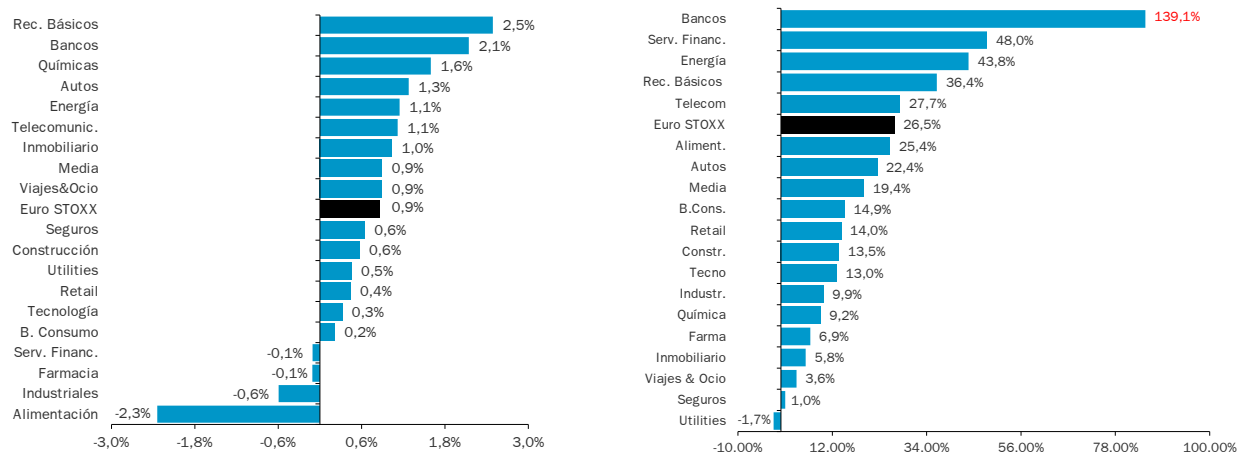
Fuente: FactSet, Bloomberg y BS Análisis

Por sectores, en **Europa** continúan las ligeras revisiones de beneficios en 2017 al alza (destacando las de Recursos Básicos y Bancos; ver gráficos izquierda abajo), mientras que en Estados Unidos se estabilizan (si bien destacan al alza Industriales y a la baja Energía). Para 2017 (ver gráficos derecha abajo) se esperan los mayores crecimientos en Europa en Bancos y Servicios Financieros y en Estados Unidos en Energía seguido de Financieros.

Gráficos 17 y 18: S&P 500: Revisión beneficios 2017e 1 mes y estimaciones 2017 por sectores



Gráficos 19 y 20: 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 4: Selección geográfica y sectorial y cambios en el último mes

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

Fuente: BS Análisis

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

Mantenemos nuestra recomendación de Bolsas en VENDER puesto que no queda potencial y existen riesgos a corto plazo

Mantenemos nuestra recomendación de la Bolsa en VENDER.

En las últimas semanas las bolsas han continuado ligeramente al alza impulsadas por la liquidez sobre todo y con **buena parte de las noticias positivas ya puestas en precio** al mismo tiempo que algunas incertidumbres no se han despejado como la reforma fiscal en Estados Unidos que ha sido visto como un factor fundamental para la aceleración del crecimiento económico en ese país (con efecto en el resto) o el desarrollo de las negociaciones del Brexit después de que el Partido Conservador de T. May perdiera la mayoría absoluta y la dejara en una posición débil para encarar este proceso negociador.. Con ello, pensamos que en adelante el riesgo de corrección es creciente **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 estacionalidad juega en contra con pérdida del *momentum* de precios.

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.

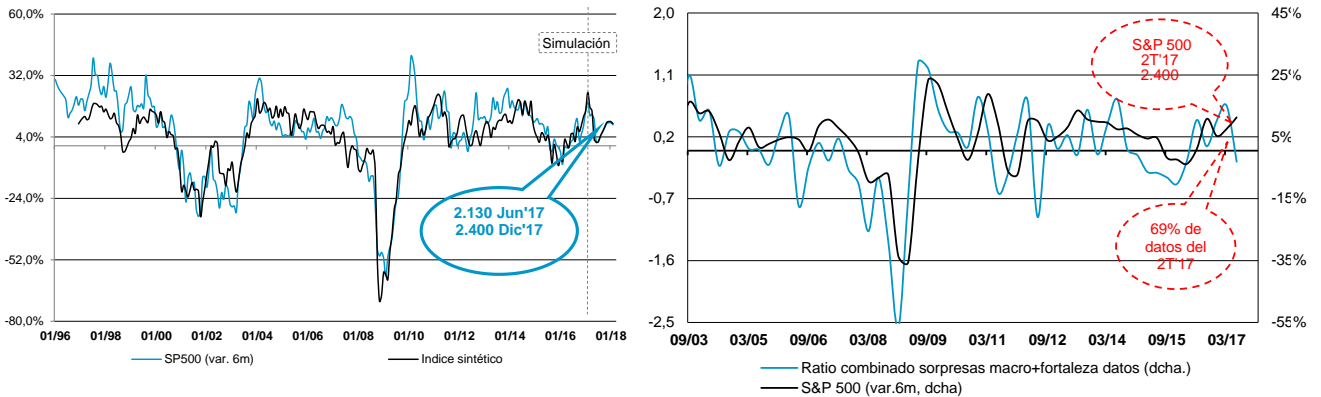
Así, **mantenemos las valoraciones para el IBEX 35, el Euro STOXX 50 y el S&P 500** y con las ligeras subidas del último mes **quedaría aún menos potencial para finales de 2017...**

- (I) **IBEX 35 -9,8%** 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 -5,6%** con la valoración a diciembre 2017 en 2.300 puntos.

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

En **Estados Unidos** el índice sintético macro sería compatible con niveles de del S&P 500 de 2.400 puntos, nivel que ya ha sido alcanzado sin que sea respaldado por los indicadores de actividad actuales. Además, las sorpresas macro continúan estando en niveles negativos y apuntarían a niveles entorno a 2.000.

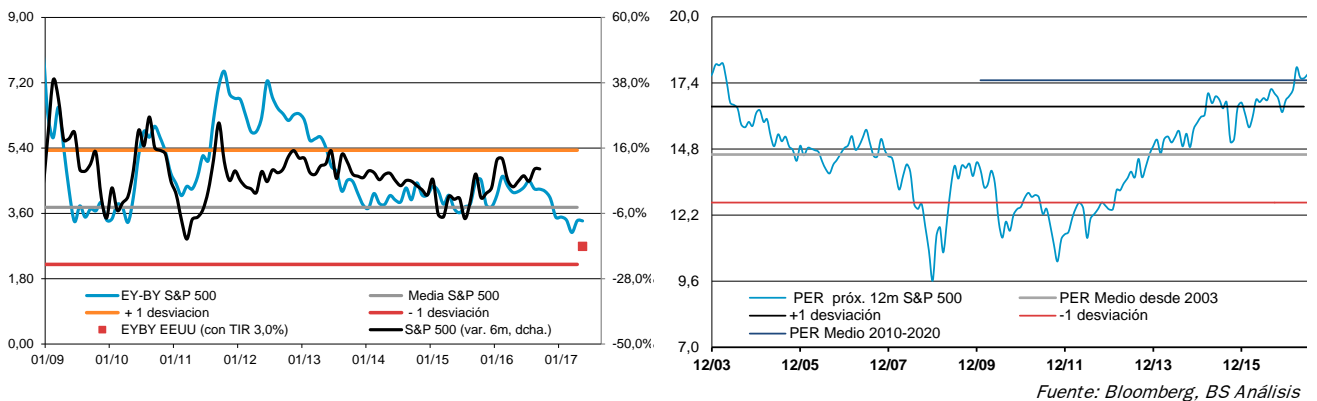
Gráficos 21 y 22: S&P 500: frente a índice sintético macro y ratio sorpresas macro



Fuente: Bloomberg, BS Análisis

En cuanto a la comparativa de la rentabilidad de la bolsa con la deuda ésta se encuentra cerca de la media histórica (y cerca del suelo marcado por la media menos una desviación típica considerando una rentabilidad de la deuda a largo plazo americana del 3,0%) mientras que el ratio PER calculado con los beneficios esperados para los próximos 12 meses está por encima de la media esperada para el período 2010-20.

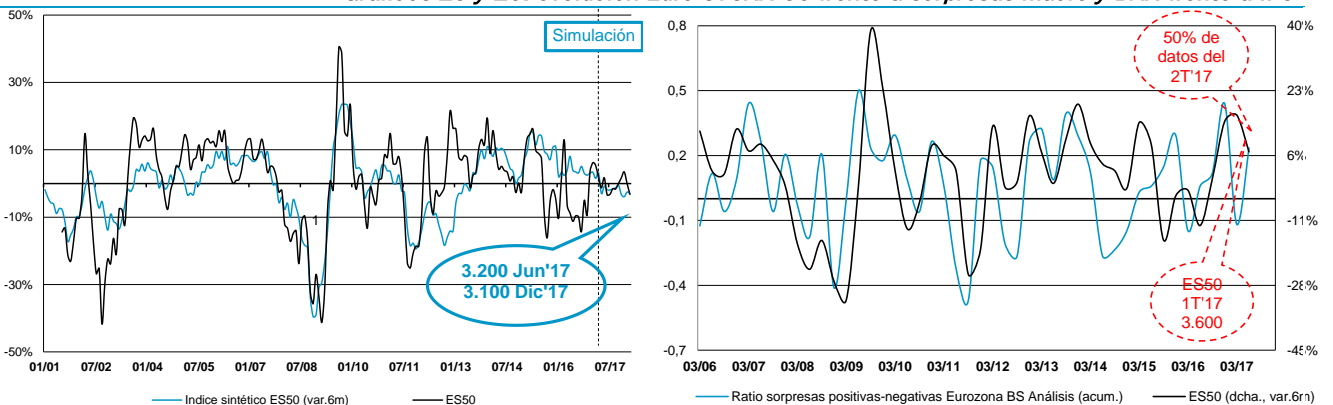
Gráficos 23 y 24: Estados Unidos: diferencia rentabilidad entre bolsa y renta fija y PER



Fuente: Bloomberg, BS Análisis

En cuanto a **Europa (Euro STOXX 50)**, el índice sintético macro sería acorde con niveles de 3.100 puntos a cierre de año frente a niveles superiores a 3.500 actualmente. Por lo que se refiere a las sorpresas macro, con la mitad de datos del segundo trimestre ya conocidos, las sorpresas continúan siendo positivas aunque el mercado ya lo tendría descontado. Otro factor de riesgo sería una inesperada apreciación del euro porque lastraría las sorpresas macro.

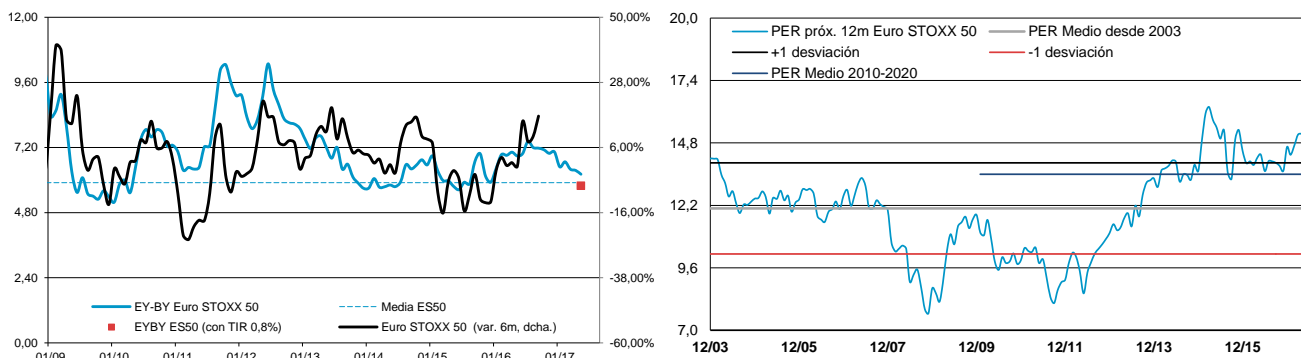
Gráficos 25 y 26: evolución Euro STOXX 50 frente a sorpresas macro y DAX frente a IFO



Fuente: FactSet, BS Análisis

Enfrentando la rentabilidad del Euro STOXX 50 con la de la deuda soberana a 10 años, ésta se encuentra prácticamente en línea con la media histórica y el PER obtenido con los beneficios esperados por el consenso para los próximos 12 meses se sitúa por encima de la media 2010-2002 ajustada por niveles de rentabilidad más bajos.

Gráficos 27 y 28: Euro STOXX 50: diferencia rentabilidad entre bolsa y renta fija y PER

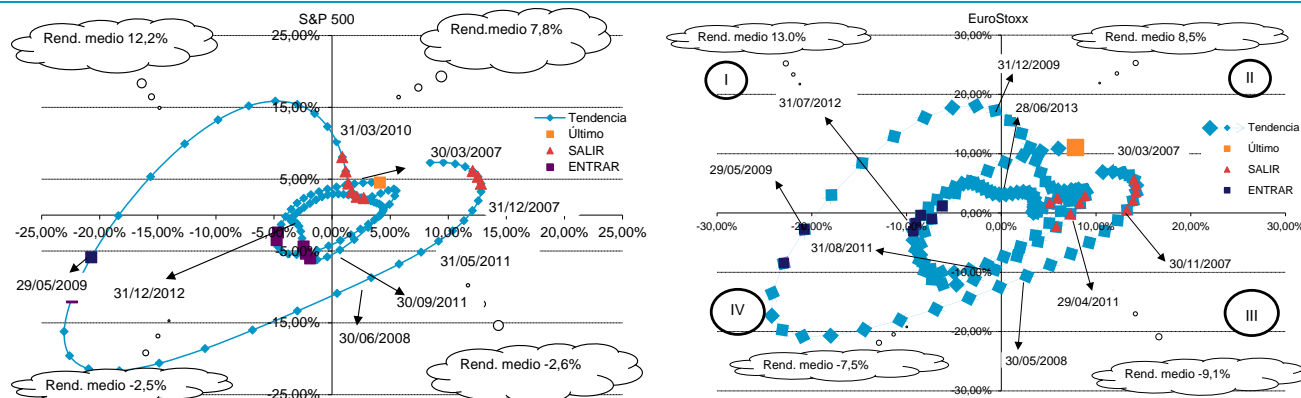


Fuente: FactSet, BS Análisis

...y el momentum de precios no acompaña

Así, en un contexto (cerca del verano) en el que la estacionalidad de las bolsas sigue siendo un riesgo aumenta el riesgo de corrección de cara a los próximos 2-3 meses. A medida que se van perdiendo catalizadores/apoyos el momentum de precios se agota. En este sentido, el reloj *momentum* tanto para el S&P 500 como para el Euro STOXX 50 estaría en fase tardía y en el caso del primer acumularía subidas por encima del promedio histórico desde el cambio de cuadrante en diciembre 2016 mientras que el segundo (que entró en esta fase en enero 2017) no habría rebasado la media histórica.

Gráficos 29 y 30: S&P 500 y Euro STOXX 50: reloj momentum



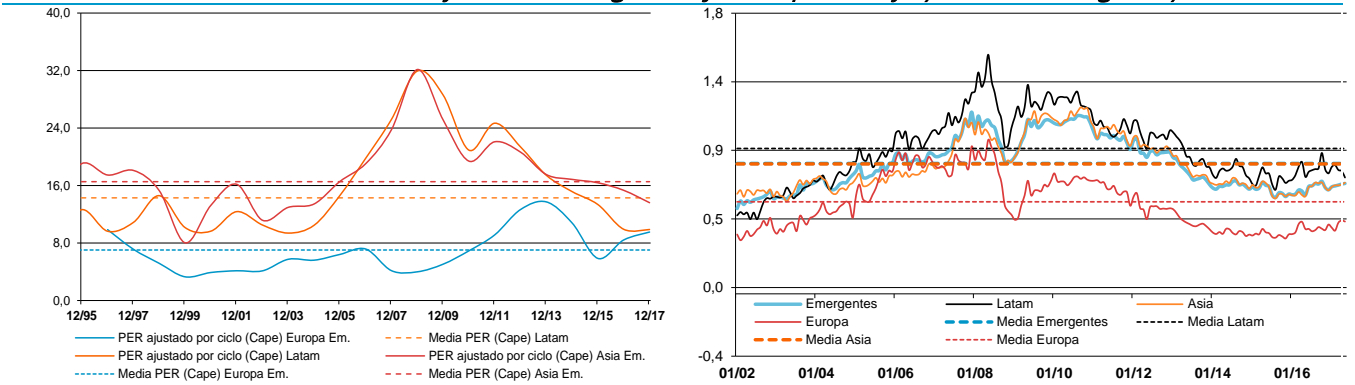
Fuente: FactSet, BS Análisis

Recomendaciones geográficas: mantenemos nuestra preferencia en el Footsie en Desarrollados. Mantenemos como preferidos a los Emergentes

Mantenemos en Sobreponderar los Emergentes frente a Desarrollados. Mantenemos nuestra preferencia por compañías de menor capitalización en Estados Unidos, en línea con Europa y España

Mantenemos nuestra recomendación de Sobreponderar en Emergentes frente a Desarrollados. Así, en caso de una toma de beneficios en el mercado, los emergentes aguantarían mejor una toma de beneficios que no fuera acompañada de un repunte de rentabilidades. 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 serían más atractivos con una perspectiva a medio largo plazo. Así, el CAPE del MSCI emergente se encuentra por debajo su media histórica mientras que en el MSCI de desarrollados estaría casi en línea. En LatAm la diferencia es mayor que en Asia mientras que en Europa emergente está por encima.

Gráficos 31 y 32: PER emergentes ajustado por ciclo y P/VC MSCI Emergentes/Desarrollados



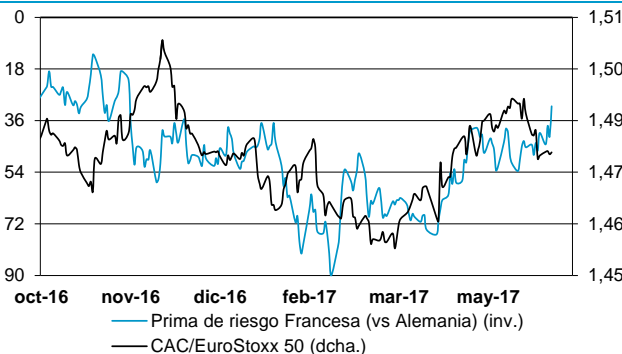
Fuente: Bloomberg, BS Análisis

En Desarrollados, subimos a sobreponderar el CAC y mantenemos la preferencia por el Reino Unido. Mantenemos Estado 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 el CAC (Francia) y mantenemos nuestra preferencia por 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) así como Japón (Nikkei).

Subimos a Sobreponderar el CAC (Francia) desde Neutral por (i) la valoración atractiva en relativo al haber quedado rezagado frente a otros índices, (ii) elevada diversificación sectorial con compañías con importante exposición internacional, (iii) panorama político estable tras haber alcanzado el partido del presidente E. Macron, *En Marche*, la mayoría absoluta en la Asamblea Nacional lo que le permitiría impulsar reformas estructurales tanto en el mercado laboral (con reducción de las contribuciones sociales para los salarios más bajos, recorte del coste de despido) como en el ámbito fiscal (reducción del impuesto de sociedades del 33% al 25%).

Gráfico 33 y Tabla 5: prima riesgo Francia frente a ratio CAC/Euro STOXX 50 y distribución sectorial índices europeos

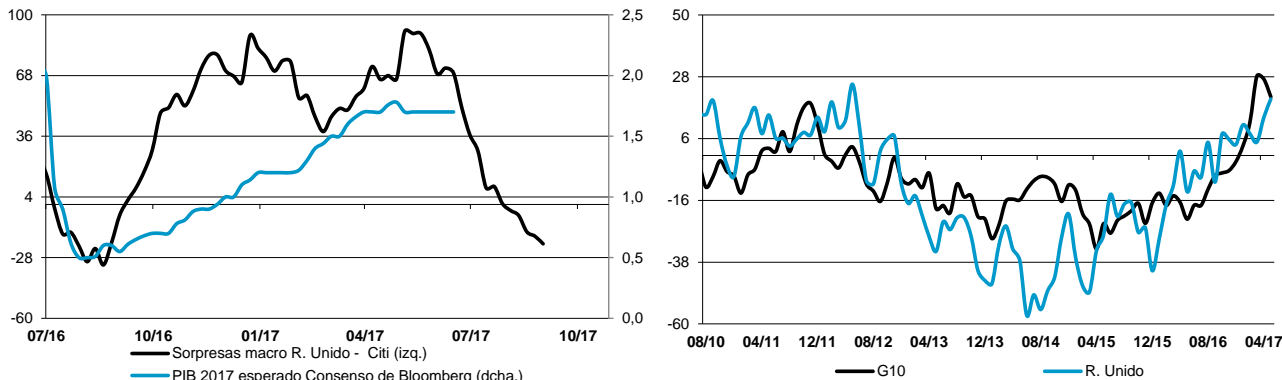


Sectores	Euro					
	DAX	CAC STOXX 50	MIB	Ibex	Footsie	
Materiales/Energía	13%	19%	12%	18%	6%	23%
Industriales	14%	17%	15%	11%	14%	8%
C. Cíclico	19%	16%	11%	12%	13%	9%
Tecnología	11%	4%	7%	3%	4%	1%
C. No Cíclico	3%	11%	11%	1%	1%	18%
Farmacia	15%	11%	10%	1%	2%	11%
Telecom	5%	3%	5%	3%	10%	4%
Utilities	2%	2%	5%	14%	14%	4%
Financieros	17%	17%	23%	37%	36%	22%
Cíclicos	57%	45%	40%	26%	32%	27%
Defensivos	27%	30%	32%	19%	28%	38%

Fuente: FactSet, BS Análisis

Mantenemos en Sobreponderar el Footsie (Reino Unido) por la depreciación de la libra a medio plazo (al aumentar la probabilidad de un *Brexit* desordenado tras el resultado de las elecciones generales anticipadas), su elevada exposición exterior (lo que contrarrestará el impacto diferido en crecimiento por la salida de la UE), la elevada correlación de los beneficios con el tipo de cambio efectivo nominal y la menor probabilidad de subida de tipos de interés tras las declaraciones del gobernador del Banco de Inglaterra subrayando que no son necesarias.

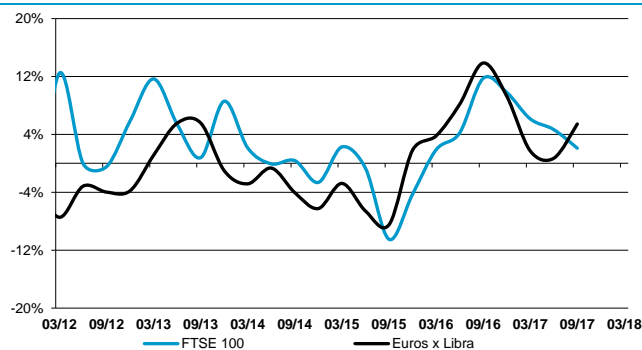
Gráficos 34 y 35: Reino Unido: sorpresas macro frente a PIB esperado y sorpresas inflación frente a índice G-10 (Citi)



Fuente: Bloomberg, BS Análisis

Otro catalizador para el Footsie sería la mejor evolución de las materias primas que esperamos para finales de año con subidas de entre el +1,0% y el +5,0% para el índice de metales industriales de acuerdo de nuestro modelo.

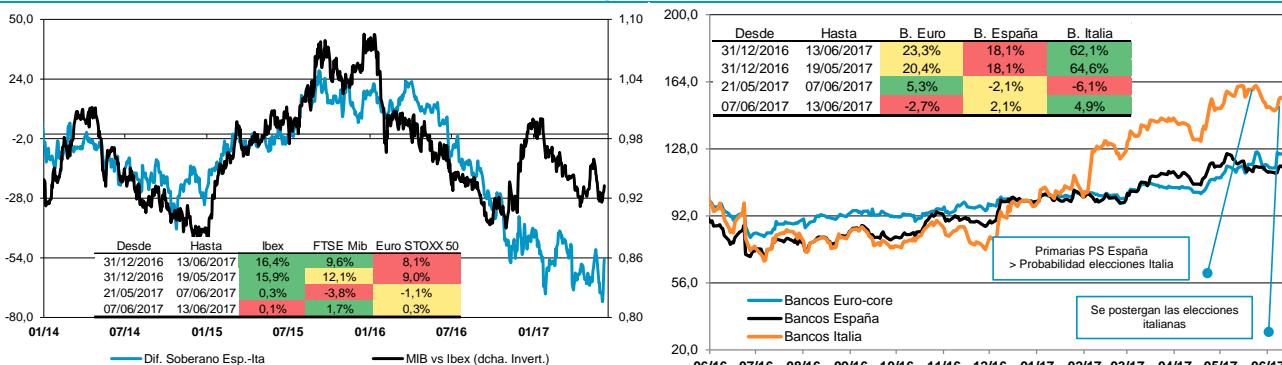
Gráfico 36: euro libra frente al ratio Footsie



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, la solución de la recapitalización de los bancos regionales de Veneto estaría cada vez más próxima (**el banco Intesa San Paolo se ha declarado dispuesto a quedarse con activos de estos bancos con condiciones**) pero ya recogida en precio (+62% bancos italianos en 2017) y el sector bancario italiano continuará lastrado por la elevada mora y el bajo crecimiento macro y del crédito.

Gráficos 37 y 38: Italia: diferencial prima riesgo-bolsa MIB/IBEX y evolución bancos Italia/España/Eurozona



Fuente: FactSet, BS Análisis

En cuanto a estilos, mantenemos nuestra preferencia por compañías de menor capitalización tanto en Estados Unidos como en Europa y España. Así, en Estados Unidos las pequeñas se han comportado en 2017 peor que las grandes mientras que el PER relativo entre pequeñas y grandes cotiza por encima de su media y en el caso del PVC por debajo. En la Eurozona, las pequeñas ceden en 2017 frente a las grandes (suben en España) en tanto que el PER relativo entre pequeñas y grandes cotiza por debajo de su media (en mayor medida en España) y en el caso del PVC también es menor que su media (en línea en España). Con esto, esperaríamos a un recorte en bancos para modificar la preferencia a Grandes en España.

Gráficos 39 y 40: Estados Unidos y Europa: pequeñas contra grandes (frente a PER/ PVC)

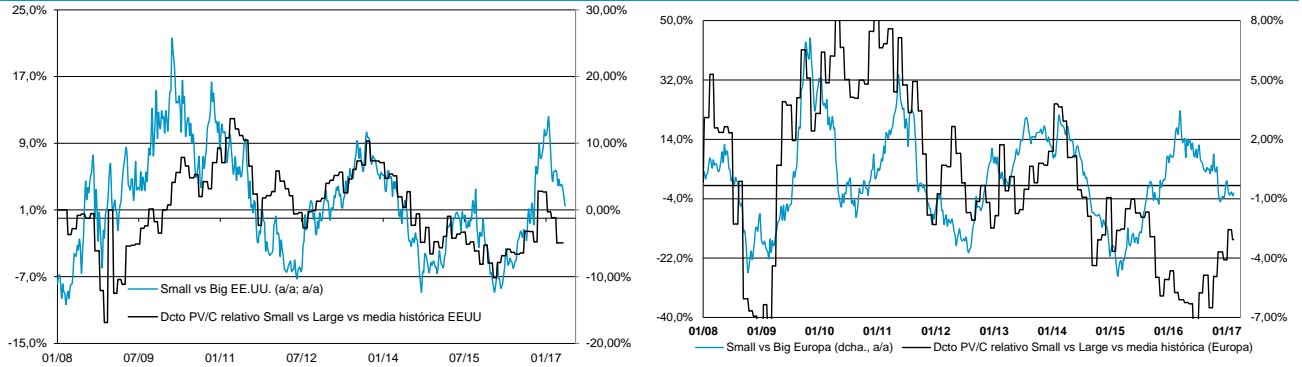
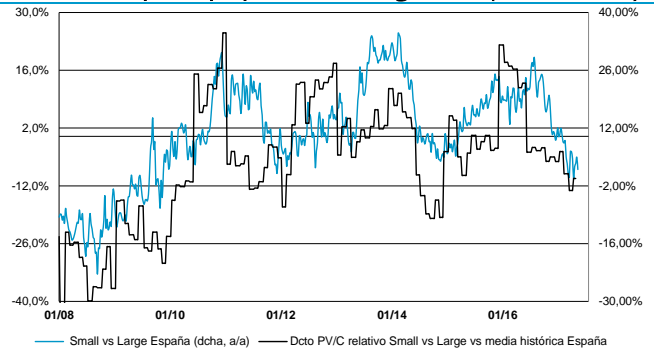


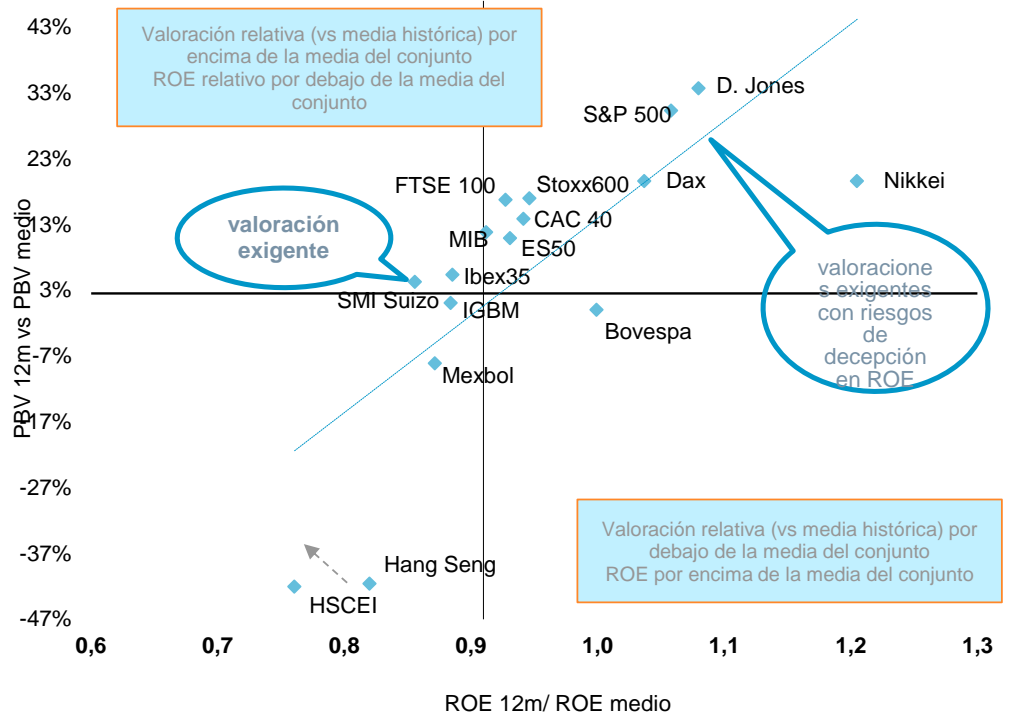
Gráfico 41: España: pequeñas contra grandes (frente a PVC)



Fuente: Bloomberg, BS Análisis

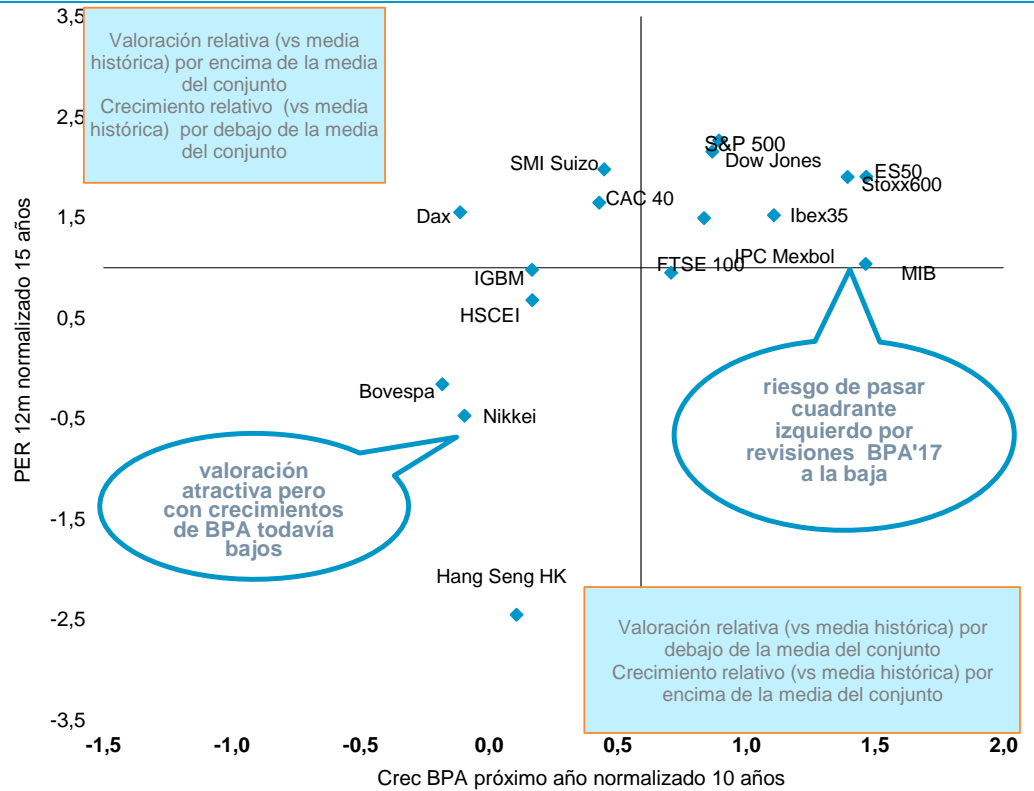
En los 4 gráficos siguientes mostramos los niveles de distintos ratios por índices.

Gráfico 42: Precio/Valor Contable frente a ROE 12m/ROE medio



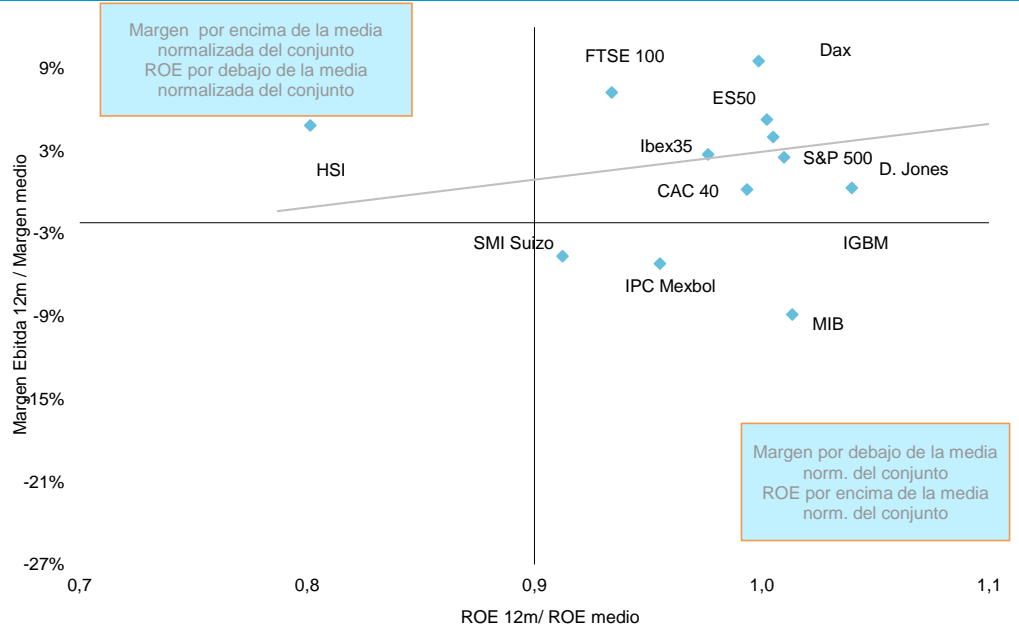
Fuente: FactSet y BS Análisis

Gráfico 43: PER/Crecimiento de beneficio por acción



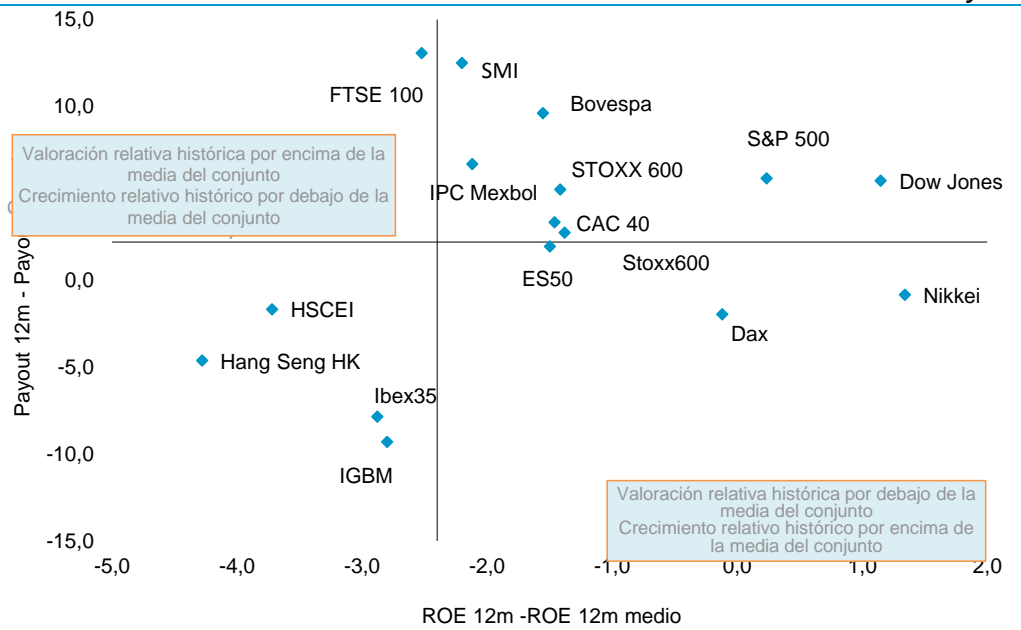
Fuente: FactSet y BS Análisis

Gráfico 44: Margen EBITDA frente a ROE



Fuente: FactSet y BS Análisis

Gráfico 45: ROE frente a Payout



Fuente: FactSet y BS Análisis

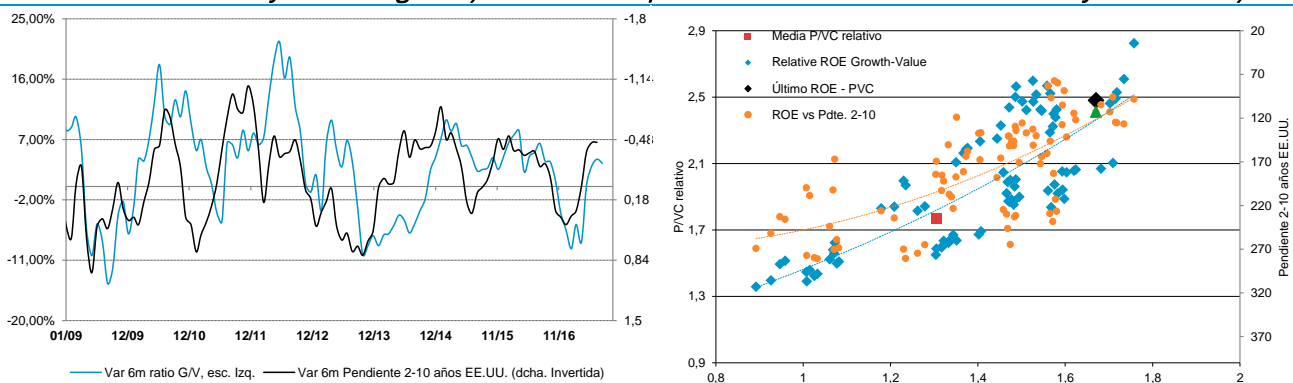
Recomendaciones sectoriales: Neutrales entre *growth* / *value* y cíclicos/defensivos, más peso en financieros

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 el aplanamiento de pendiente perjudica al *value*. En este sentido, en la Eurozona los buenos datos macro apoyan el *value*: con mejoras en crecimiento tiene margen de mejora. En cuanto a la comparativa entre el PVC-ROE relativo de *growth*/*value* con la pendiente 10-2 años, aunque existe margen para un deterioro adicional en el ROE relativo en 2017, parece difícil alcanzar niveles medios con los niveles de pendiente 10-2 años esperados. Mientras, el PVC relativo se mantendrá en niveles elevados.

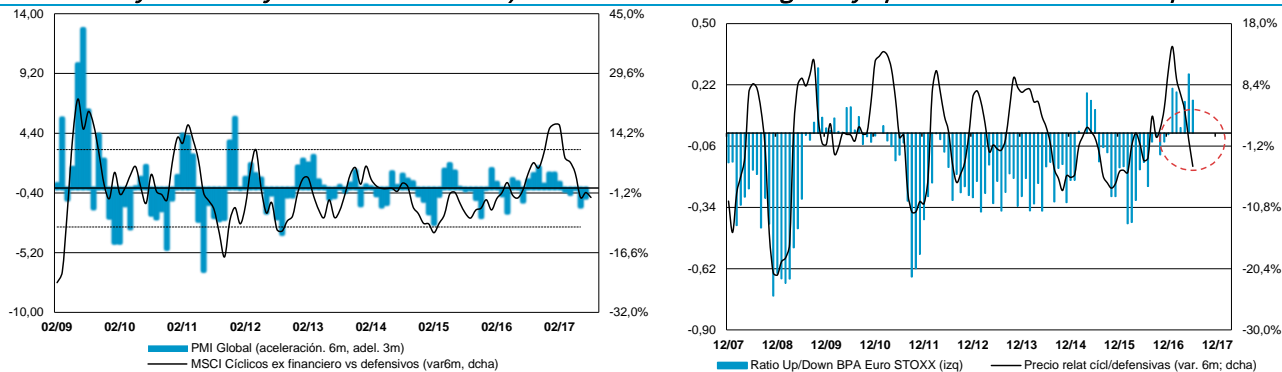
Gráficos 46 y 47: Ratio *growth*/*value*: frente a pendiente 2-10 años de Estados Unidos y frente a PVC/ROE



Fuente: FactSet, BS Análisis

También **mantenemos la equiparación entre cíclicos y defensivos** dado que se ha producido un repunte excesivo de los cíclicos a nivel global si lo comparamos con la evolución de los indicadores macro. Por otro lado, en Europa el relativo continúa descontando una estabilización en las estimaciones de beneficios (que conllevaría un ratio *up-downward* plano frente a positivo actualmente) con el relativo de precio en negativo. De continuar las revisiones al alza sería un apoyo para los cíclicos.

Gráficos 48 y 49: MSCI y Euro STOXX: cíclicos/ defensivos frente PMI global y up-downward de beneficios por acción



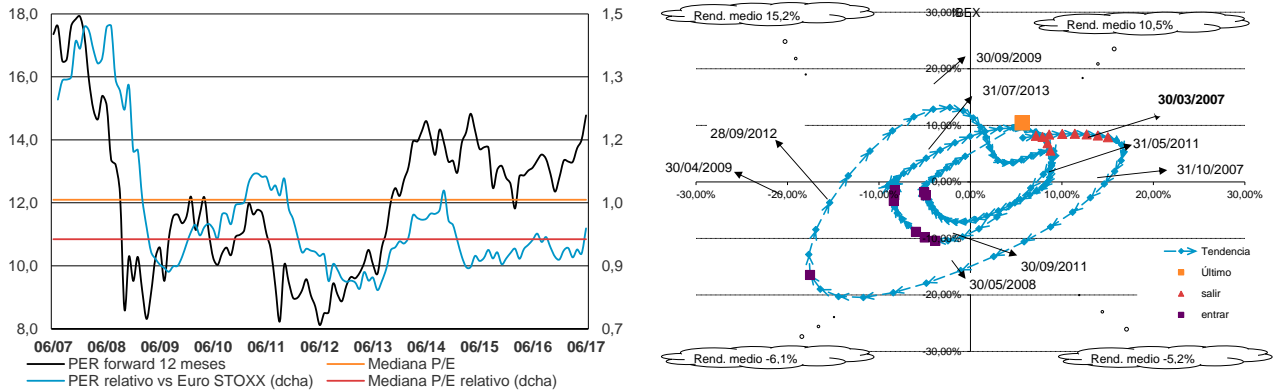
Fuente: FactSet, BS Análisis

Así, a nivel de recomendaciones sectoriales destacamos:

Subimos a Sobreponderar Utilities por (i) revisiones de beneficios al alza que podrían continuar, (ii) mejora regulatoria (sentencia del Tribunal Constitucional alemán 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) el sector todavía tiene mucho que recuperar después de haber perdido un -8% frente al Euro STOXX en los últimos 12 meses y un -18% desde diciembre 2015.

Además, Utilities es uno de los pocos sectores donde el momentum de precios está todavía mejorando .

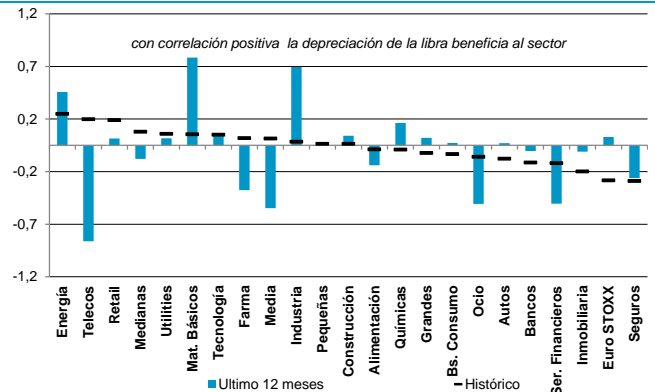
Gráficos 50 y 51: Utilities: PER forward 12 meses frente al Euro STOXX y reloj momentum



Fuente: FactSet, BS Análisis

Bajamos a Infraponderar Viajes y Ocio por la correlación negativa con la libra por la elevada exposición a la divisa de las aerolíneas y de los hoteles.

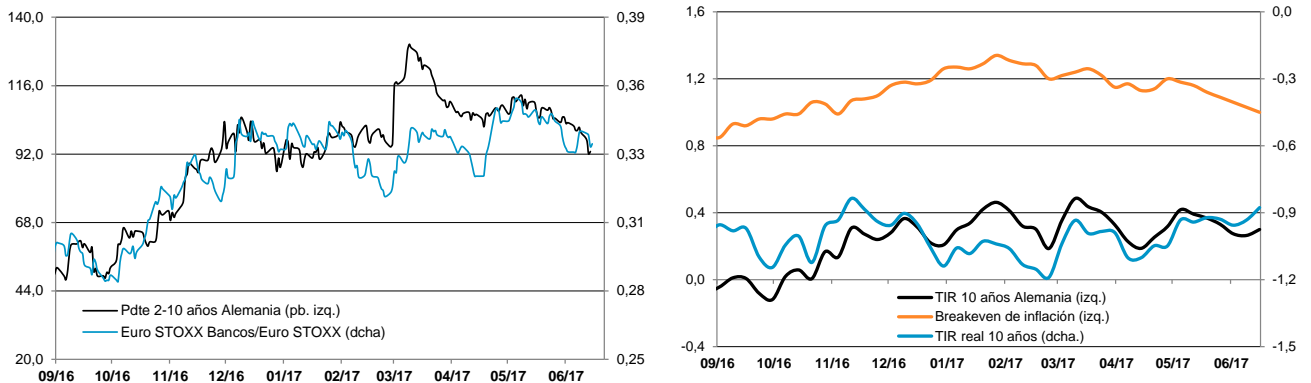
Gráfico 52: correlación Euro STOXX frente a la cotización de la eurolibra



Fuente: FactSet, BS Análisis

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 para 2018 ya ha avisado de que hará otras tres. Por otro lado, seguimos en Neutral en **Bancos** a la espera de mejores niveles de entrada. En este sentido, el rebote a corto plazo del sector sería limitado tras los decepcionantes datos de inflación y el mensaje cauto de los Bancos Centrales que han provocado un aplanamiento de la pendiente.

Gráficos 53 y 54: Bancos/Euro STOXX contra pendiente 2-10 años alemana y expectativas inflación/rentabilidades



Fuente: FactSet, BS Análisis

Mantenemos en Sobreponderar Energía por (i) un posible nuevo acuerdo de reducción de la producción de la OPEP que se añadiría al que existe entre el cártel y Rusia, el cual podría extenderse más allá de marzo 2018, (ii) el comienzo de la temporada estival que en Estados Unidos debería llevar a una reducción de inventarios tras haberse situado en máximos, (iii) elevada correlación positiva con la cotización del crudo, que debería recuperar desde los niveles actuales (en torno a los 45 dólares/barril).

Mantenemos en Sobreponderar Tecnología por (i) mantenimiento de márgenes y beneficios por acción en niveles altos ante la maduración de las innovaciones (*cloud*) que continúan ganando peso en la cuenta de resultados (como se ha vuelto a poner de manifiesto en los resultados del primer trimestre), (ii) visibilidad de resultados hasta 2020, (iii) vinculación a capex de mantenimiento y mejoras de productividad (en lugar de ampliación de capacidad), (iv) endeudamiento moderado.

Mantenemos en Sobreponderar Industriales por (i) mejores perspectivas de algunas de las principales compañías del sector (Deutsche Post), (ii) mejora en la estructura operativa por positiva gestión de costes y recuperación de ventas con márgenes al alza de otras (Siemens), (iii) operaciones corporativas (Safran).

Mantenemos la Sobreponderación en Retail por (i) la positiva y duradera dinámica del consumo, (ii) perfil *growth*.

Nuestro modelo de *scoring* sigue mostrando cierta preferencia por los cíclicos. Cabe destacar el empeoramiento del *momentum* de buena parte de los sectores por la estabilización/caída de las cotizaciones. **A nivel fundamental no incorporamos estas propuestas.**

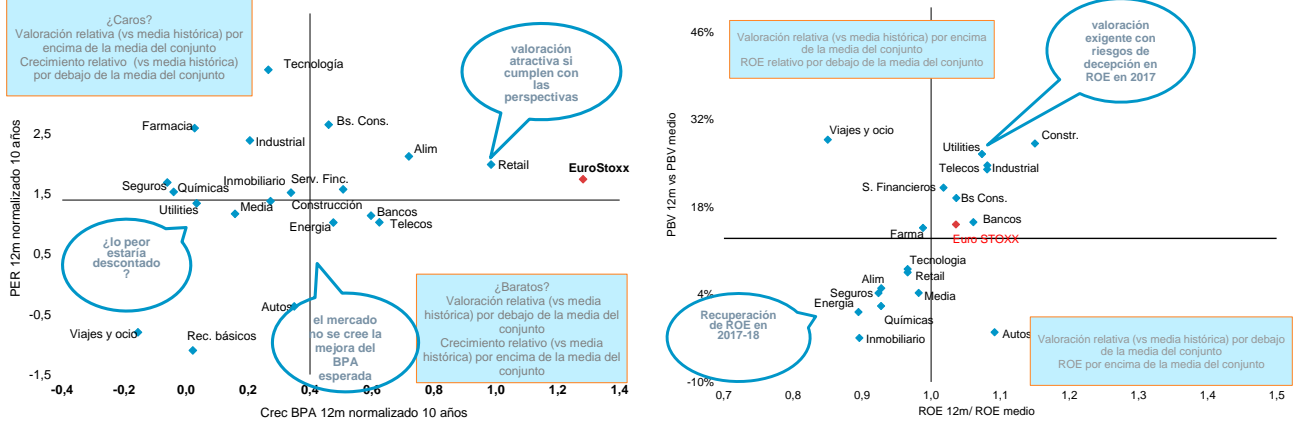
Tabla 6: Resumen modelo selección sectorial por múltiplos

Sector	Criterios													
	Múltiplos				Resultados				Deuda		Dividend			
	Cons	Mtum	Volat	Ratios	PER relativo	Historico	PBVROE relativo	Historico	Crto. % BPA 12m	Rev. % BPA (3M)	DNE/EBITDA relativo	Historico	Yield	
Defensivos (beta <0,9)	B. consumo	●	●	●	●	1,5	1,5	1,5	1,5	13,4	2,0	0,2	0,1	2,0
	Alimentación	●	●	●	●	1,5	1,4	1,5	1,4	13,9	-6,6	2,7	1,7	2,6
	Farma	●	●	●	●	1,2	1,2	1,2	1,2	10,0	0,9	1,0	0,9	2,1
	Viajes&Ocio	●	●	●	●	1,0	1,1	1,0	1,1	15,5	8,3	0,4	0,3	1,8
	Media	●	●	●	●	1,2	1,2	1,2	1,2	11,3	0,0	1,0	0,9	3,4
	Utilities	●	●	●	●	0,9	0,9	0,9	0,9	11,7	4,9	2,0	1,9	4,7
Neutrales (0,9<beta<1,05)	Telecom	●	●	●	●	1,2	1,1	1,2	1,1	4,9	-3,0	2,0	1,8	3,4
	Inmobiliario	●	●	●	●	1,2	1,3	1,2	1,3	11,3	-0,6	7,4	7,0	4,3
	Retail	●	●	●	●	1,4	1,4	1,4	1,4	10,5	1,4	0,2	0,4	2,5
	Tecnología	●	●	●	●	1,4	1,4	1,4	1,4	15,9	1,8	-0,2	-0,4	1,5
	Seguros	●	●	●	●	0,7	0,7	0,7	0,7	4,0	0,1	0,9	1,1	5,2
	Químicas	●	●	●	●	1,0	1,1	1,0	1,1	10,1	3,0	0,9	0,9	2,8
Cíclicos (beta >1,05)	Serv. Financieros	●	●	●	●	1,0	1,0	1,1	1,0	17,0	9,1	0,9	0,9	3,0
	Industriales	●	●	●	●	1,2	1,1	1,2	1,1	20,0	0,4	0,8	0,8	2,7
	Autos	●	●	●	●	0,5	0,6	0,5	0,6	22,0	5,1	-0,4	-0,3	3,5
	Construcción	●	●	●	●	1,1	1,1	1,1	1,1	12,4	2,1	1,2	1,5	2,8
	Bancos	●	●	●	●	0,7	0,8	0,7	0,8	10,7	5,7	-	-	4,1
	Energía	●	●	●	●	0,9	0,9	0,9	0,9	-1,8	2,6	0,6	0,7	4,5
Euro STOXX										17,52	4,30			3,14

Fuente: FactSet, BS Análisis

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 55 y 56: 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 7: Posicionamiento estratégico geográfico con pesos de los diferente índices y evolución en el último mes

	recomendación		evol. dsd.	evol.	peso	peso	var. peso	pond.	ult.	evol. rel.
		-2,00%	17/05/17	2017	bech.	rec.	rec.	s/bench.	cambio	frente a bech.
S&P 500	Neutral		3,4%	8,9%	8,1%	8,1%		100%	Abr'17 (↓)	0,8%
Euro STOXX 50	Neutral		-1,1%	7,8%	8,5%	8,5%		100%	Nov'15 (↓)	-7,4%
DAX	Neutral		1,4%	11,5%	8,7%	8,7%		100%	Nov'15 (↓)	3,4%
CAC 40	↑ Sobreponderar		-1,4%	7,8%	8,4%	10,1%	1,8%	121%	Mar'16 (↓)	-2,2%
MIB 30	Infraponderar		-1,5%	9,0%	8,7%	7,8%	-0,2%	90%	Mar'16 (↓)	-7,5%
Ibex 35	Infraponderar		-0,1%	15,2%	9,0%	8,1%	-0,2%	90%	Ene'16 (↓)	-0,3%
FTSE	Sobreponderar		-0,4%	4,6%	8,1%	9,8%	-0,7%	121%	Ene'17 (↑)	-4,1%
SMI Suiza	Neutral		-1,7%	7,7%	8,4%	8,4%		100%	Ene'17 (↓)	-1,8%
Nikkei	Infraponderar		0,3%	4,0%	8,0%	7,2%	-0,3%	90%	Abr'17 (↓)	3,1%
Bovespa	Neutral		-1,7%	2,8%	7,5%	7,6%		100%	May'17 (↓)	-7,8%
IPC Mexico	Neutral		1,1%	8,0%	8,1%	8,1%		100%	Abr'17 (↑)	-2,6%
HS Index	Infraponderar		2,3%	17,6%	8,5%	7,6%	-0,2%	90%	Feb'16 (↓)	5,6%
benchmark			-0,51%	8,74%						
cartera			-0,52%	8,46%				(evolución S&P500/ES50/Ibex desde...)	Mar'16 (↓)	18,2%
Bolsas: infraponderar										
Estilos vender	Emergentes vs Desarrollados		1,6%	-4,4%	(MSCI EM/MSCI)					
	Europa: Pequeñas/Mediana frente a Grandes		1,5%	5,03%	(MSCI Eur Small/MSCI Eur Large)					
	España Pequeñas/Mediana frente a Grandes		-2,8%	-7,00%	(MSCI Sp Small/MSCI Sp Large)					
	Estados Unidos. Peq/Mediana frente a Grandes		0,5%	-3,27%	(MSCI US Small/MSCI US)					

Fuente: BS Análisis

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

Tabla 8: Selección sectorial Europa y cambios en el último mes

	recomendación	evol. dsd.														
		17/05/17		YTD		peso bech.		peso rec.		var. peso rec.		pond. ult. cambio		evol. rel. vs bech.		
		-10,00%	-5,00%	0,00%	5,00%	10,00%										
Rec. Básicos	Neutral						-0,7%	-2,5%	1,1%	1,1%	0,3%	100%	Feb'16 (↓)	-0,5%		
Químicas	Neutral						2,5%	10,1%	8,5%	8,5%		100%	Abr'17 (↑)	0,0%		
B y Serv. Industr.	Sobreponderar						1,7%	12,3%	12,4%	14,5%	-1,0%	117%	Sep'16 (↑)	1,8%		
Construcción	Neutral						1,7%	11,8%	3,8%	3,8%		100%	Oct'15 (↓)	12,2%		
Viajes y Ocio	↓ Infraponderar						4,0%	15,9%	1,1%	0,7%		65%	Ene'17 (↓)	4,2%		
Autos	Infraponderar						-2,7%	2,4%	5,9%	3,9%	-0,3%	65%	Sep'16 (↓)	-3,0%		
Bs de Consumo	Neutral						0,9%	17,9%	7,9%	7,9%	2,3%	100%	Nov'16 (↓)	1,1%		
Media	Neutral						2,5%	8,5%	2,5%	2,5%		100%	Abr'16 (↑)	-13,4%		
Bancos	Neutral						-3,2%	10,0%	11,9%	11,9%		100%	Nov'16 (↑)	4,2%		
Seguros	Sobreponderar						1,5%	4,0%	5,8%	6,8%	-0,5%	117%	Nov'16 (↑)	-6,1%		
Serv. Financieros	Neutral						-0,9%	16,3%	1,1%	1,1%		100%	Dic'14 (↓)	15,8%		
Inmobiliario	Neutral						1,5%	8,4%	2,1%	2,1%		100%	Ene'15 (↑)	-4,5%		
Tecnología	Sobreponderar						-0,2%	15,8%	6,7%	7,8%	-0,6%	117%	Nov'15 (↑)	18,0%		
Energía	Sobreponderar						-7,0%	-7,5%	5,0%	5,8%	-0,3%	117%	Nov'16 (↑)	-10,9%		
Retail	Sobreponderar						-0,3%	9,6%	2,9%	3,4%		117%	Mar'16 (↑)	0,2%		
Telecos	Infraponderar						-1,4%	7,2%	4,5%	2,9%	-0,2%	65%	Nov'16 (↓)	0,5%		
Utilities	↑ Sobreponderar						5,5%	16,7%	5,5%	6,4%	0,9%	117%	Abr'17 (↑)	5,7%		
Alimentación	Neutral						-2,4%	9,3%	4,4%	4,4%		100%	Nov'16 (↓)	-4,9%		
Farmacia	Infraponderar						-1,4%	13,0%	6,8%	4,4%	-0,4%	65%	Abr'17 (↓)	0,5%		
Euro STOXX							-0,20%	9,67%								
cartera							-0,10%	9,57%								
Estilos inversión:	Defensivos = Financieros/Cíclicos						0,30%	1,97%				(ponderación rec cíclicos vs bench 1,00)				
	Growth = Value						1,90%	5,81%				(MSCI Eur Val/MSCI Eur Growth)				

Fuente: BS Análisis

POSICIONAMIENTO EN CARTERAS Y RECOMENDACIONES DE VALORES

CARTERAS ESPAÑA

ULTIMOS CAMBIOS VALORES EN CARTERAS

Cartera Modelo

Entra Arcelor Mittal ya que creemos que ha sido castigada en exceso en las últimas semanas y donde prevemos que las noticias operativas sigan siendo positivas en los próximos meses. También entra en cartera **BBVA** tras nuestro cambio de recomendación a COMPRAR.

Con respecto a los pesos, bajamos peso en **Acerinox** (nos gusta pero así equilibramos el peso en el sector, que ya está muy sobreponderado) e **Iberdrola** (tras su positiva evolución: en el último mes ha sacado al IBEX un +5%) También reducimos el peso de **Telefónica** un -2% (vemos poco newsflow de venta de activos a corto plazo), y un -1 % en **Bankia** y **Caixabank**, ya que preferimos repartir el peso entre los globales españoles y los domésticos. Con esto, el peso en financieras respecto al Ibex 35 queda en 218%, aún infraponderado.

La beta histórica de 250 sesiones (un año) de la cartera es 0,90x y de 30 sesiones en 0,52x frente a 0,84x y 0,50x 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, Ence, Iberpapel, Atresmedia, Neinor, Sacyr y Talgo.

Sin cambios desde nuestro anterior informe.

CARTERAS EUROPEAS

ULTIMOS CAMBIOS VALORES

Cartera Modelo

Sin cambios desde nuestro anterior informe.

La beta histórica de 250 sesiones (un año) de la cartera se sitúa en el 0,97x y la beta histórica calculada en 30 sesiones en 1,01x frente a 0,99x y 0,97x anteriores respectivamente.

Carteras reducidas

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

Sin cambios desde nuestro anterior informe.

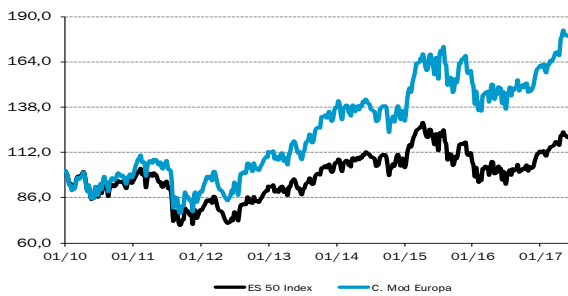
Tabla 9 : Evolución de nuestras carteras

	% 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%	-1,5%	5,0%	23,4%	14,8%	-2,0%	8,3%	1,8%	2,3%
CARTERA MODELO ESPAÑOLA	-0,7%	-0,7%	5,8%	26,1%	15,9%	3,1%	12,9%	8,3%	6,5%
<i>vs Ibex</i>	-0,4%	0,8%	0,7%	2,1%	0,9%	5,2%	4,2%	6,4%	4,1%
CARTERA 5 VALORES	-1,6%	-1,9%	2,6%	12,3%	10,3%	-6,7%	1,9%	0,5%	2,0%
<i>vs Ibex</i>	-1,3%	-0,4%	-2,2%	-9,0%	-4,0%	-4,8%	-5,9%	-1,3%	-0,3%
CARTERA HIGH YIELD	-0,5%	-0,6%	7,0%	21,9%	14,7%	0,7%	10,3%	8,6%	8,2%
<i>vs Ibex</i>	-0,1%	0,9%	1,9%	-1,2%	-0,2%	2,7%	1,8%	6,7%	5,7%
C. Small&Mid	-0,5%	0,2%	8,9%	38,6%	16,6%	11,7%	19,6%	19,4%	13,5%
<i>vs Ibex</i>	-0,2%	1,7%	3,7%	12,3%	1,5%	14,0%	10,4%	17,3%	10,9%
Eurostoxx50	0,2%	-0,9%	3,9%	19,3%	8,0%	0,7%	1,0%	2,2%	1,9%
BS ES50 Modelo	0,5%	0,1%	7,7%	22,4%	11,8%	1,9%	9,2%	12,5%	8,0%
<i>vs ES50</i>	0,3%	1,0%	3,6%	2,6%	3,5%	1,2%	8,1%	10,1%	6,0%
BS High Yield ES50	1,2%	1,9%	9,8%	27,0%	13,3%	5,7%	13,0%	19,9%	12,7%
<i>vs ES50</i>	1,0%	2,8%	5,7%	6,5%	4,9%	5,0%	11,9%	17,3%	10,6%

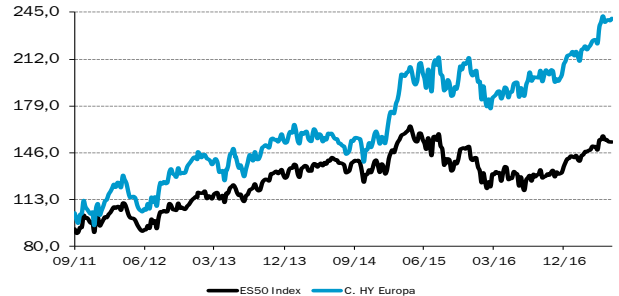
Fuente: BS Análisis

Gráficos 57 a 60: Evolución de nuestras carteras

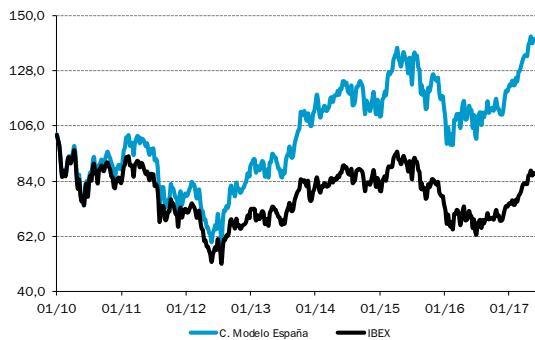
Cartera Modelo frente a ES50 (Base 100 = 28/10/2005)



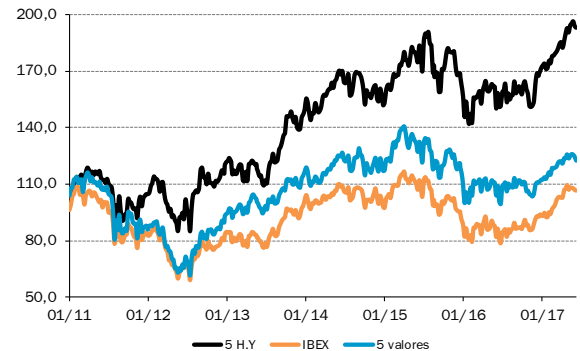
Cartera HY frente a ES50 (Base 100 = 18/08/2011)



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 10: 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	29,1%	11,33	4,2%	-4,3%	8,09%	8,55%	9,0%	
Cellnex	21,50	10,6%	52,45	0,5%	10,3%	0,48%	0,64%	4,0%	
Consumo Cíclico						12,1%	14,7%	18,0%	
Inditex	43,10	23,1%	28,54	1,9%	-3,0%	9,20%	11,67%	14,0%	
IAG	8,00	16,5%	6,74	3,8%	-2,6%	1,85%	2,61%	4,0%	
Consumo No Cíclico						6,8%	6,0%	9,0%	
Dia	6,70	22,5%	13,57	4,1%	1,4%	0,65%	0,61%	5,0%	
Abertis	17,50	6,4%	23,10	4,9%	-0,8%	2,06%	2,90%	4,0%	
Energía						3,1%	3,7%	9,0%	
Repsol	16,80	22,5%	10,09	5,7%	-9,0%	2,96%	3,66%	9,00%	
Financieras						39,2%	35,1%	28,0%	
Santander	6,30	7,7%	13,31	3,6%	-0,4%	17,98%	15,20%	14,0%	
Bankia	4,70	15,9%	14,08	0,9%	-3,5%	0,98%	1,25%	2,0%	
Caixabank	BR	n.a.	14,46	3,5%	-3,1%	3,13%	4,41%	2,0%	
BBVA	8,30	13,1%	12,23	4,4%	-2,0%	10,16%	8,72%	4,0%	
Colonial	8,15	8,4%	8,48	2,2%	3,7%	0,34%	na	3,0%	
Neinor	21,46	16,9%	2.740,81	0,0%	3,7%	na	na	3,0%	
Industriales						9,8%	9,9%	5,0%	
Acciona	89,00	5,2%	16,25	3,7%	3,0%	0,51%	0,69%	5,0%	
Utilities						14,3%	15,1%	11,0%	
Iberdrola	7,40	2,8%	16,48	4,5%	3,5%	7,72%	8,01%	9,0%	
Enagás	25,69	-3,1%	12,87	5,5%	2,6%	1,33%	1,13%	2,0%	
Materias Primas						1,0%	1,1%	7,0%	
Acerinox	15,50	33,7%	15,45	3,9%	-4,6%	0,34%	0,46%	5,0%	
ArcelorMittal	28,50	56,4%	7,52	0,0%	-9,1%	0,27%	0,66%	2,0%	

Fuente: BS Análisis

Tabla 11 :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					9,2%	12,9%		
Air Liquide	117,0	3,9%	20,6	2,31%	1,8%	8,67%	1,9%	
Bayer**	BR	n.a.	22,5	2,31%	4,2%	4,26%	3,5%	
Industriales					14,7%	23,6%		
Siemens	142,0	14,1%	16,0	3,48%	3,8%	4,12%	-2,0%	
Safran	BR	1,5%	20,4	1,96%	1,2%	2,13%	7,1%	
Deutsche Post	36,0	10,8%	15,2	3,21%	1,3%	8,28%	2,8%	
Saint Gobain	52,0	7,5%	19,7	2,57%	1,0%	4,86%	-3,4%	
Vinci	BR	n.a.	19,8	2,21%	1,7%	4,17%	3,9%	
Bs. Consumo					24,3%	25,3%		
Daimler	82,0	25,3%	8,4	4,78%	2,7%	3,72%	-1,0%	
Unilever	52,0	3,8%	24,7	2,77%	3,8%	3,33%	0,5%	
Lvmh	252,0	8,7%	24,6	2,05%	2,6%	7,94%	2,1%	
Inditex	43,1	23,1%	28,5	1,93%	1,6%	5,19%	-3,0%	
AB Inbev	125,6	22,8%	23,0	3,93%	3,4%	5,09%	-3,1%	
Petróleo y Gas					6,0%	4,4%		
Total	53,0	19,4%	12,3	6,18%	4,5%	4,43%	-7,8%	
Tecnología					5,2%	9,9%		
SAP	105,0	10,3%	27,1	1,52%	3,7%	9,86%	0,3%	
Financieras					22,6%	20,5%		
Santander	6,3	7,7%	13,3	3,59%	3,5%	5,46%	-0,4%	
Intesa Sanpaolo	3,0	17,5%	10,5	8,16%	1,5%	3,30%	-3,4%	
BNP Paribas	68,0	9,4%	11,0	4,51%	2,9%	4,37%	-7,0%	
Allianz	189,0	8,0%	10,7	4,66%	3,3%	3,96%	2,2%	
AXA	28,5	18,5%	9,6	5,05%	2,4%	3,36%	0,3%	
Farmacia					6,4%	1,9%		
Essilor	126,0	6,2%	30,0	1,26%	1,0%	1,88%	-0,5%	
Telecomunicaciones					6,2%	0,0%		
Utilities					5,1%	1,6%		
Iberdrola	7,4	2,8%	16,5	4,47%	1,8%	1,64%	3,5%	

Fuente: BS Análisis

CAMBIOS DE VALORACIÓN Y RECOMENDACIONES RECIENTES EN VALORES EN COBERTURA

ESPAÑA

ARCELOR

Castigo injustificado a tenor de la evolución operativa y las perspectivas. COMPRAR.

Ha caído un -25% en 2 meses por China y el precio de las materias primas. Mientras las minas sólo son ~13% de su EBITDA, ven una demanda de acero fuerte en Estados Unidos y Europa. La clave es el precio del acero, pues **determinará el impacto neto de las materias primas en su EBITDA** y por ahora el ajuste es moderado y deja margen para mantener/mejorar rentabilidad (el +7% del precio en China en mayo invita al optimismo). **Revisamos al alza el EBITDA '17e (+2,7%) y prevemos que alcance la expectativa del mercado. Con el contrasplit el precio objetivo es 28,5 euros/acción.**

TALGO

Se adjudica la opción por los segundos 15 AVE. COMPRAR.

Renfe ha aprobado en su consejo de administración celebrado el 30/05 **activar el segundo lote del contrato de suministro de 15 nuevos trenes AVE** y su posterior mantenimiento por 30 años **por un importe de 495 millones de euros** (243 millones de euros fabricación y 252,3 millones de euros mantenimiento). **Renfe recibirá estos trenes en el primer semestre de 2020.** Tras resultados del primer trimestre 2017, en base a comentarios hechos por el gobierno en este sentido, incluimos en nuestra valoración (con un impacto positivo en precio objetivo de +15% hasta 6,70 euros/acción) este segundo lote por 470 millones asumiendo que el mismo finalizaría en 2021. La confirmación del contrato es positiva, por más importe y anterior en el tiempo, aunque esto tiene un impacto reducido en nuestra valoración. Próximo newsflow sería la posibilidad en trenes regionales (sin detalle de importe) aunque en estos CAF partiría con ventaja.

ENCE

Optimistas vista la fortaleza en la pulpa. COMPRAR

El precio de la pulpa se ha recuperado un +25% hasta 816 dólares/tonelada y parece que la tendencia positiva no está agotada en vista de los últimos anuncios de los productores (860 dólares/tonelada a partir de junio). **El medio plazo también ha mejorado** porque no han salido nuevos proyectos y se espera tensionamiento a favor de los productores en 2019. **Mejoramos EBITDA '17 un +24%** tras asumir un precio de la pulpa de 750 dólares/tonelada y pensamos que el consenso tiene que mejorar un +21%. **Para 2020 y en adelante: (i) +4% en EBITDA por el precio de la pulpa; (ii) +6%** por incluir los 40 Mw de biomasa adjudicados en España. **Mejoramos nuestro precio objetivo un +16% hasta 4,00 euros/acc.**

ATRESMEDIA MEDIASET ESPAÑA

Turbulencias en el corto plazo. COMPRAR/VENDER

El mercado publicitario continúa mostrando una elevada volatilidad y escasa visibilidad. Creemos que la debilidad del segundo trimestre de 2017 (caída del -3,1% frente a +4,7% estimado previo) **podría conllevar revisiones a la baja del consenso**. Nosotros rebajamos estimaciones en el mercado hasta un crecimiento del +2% en 2017 lo que se traslada a un impacto del -3% para el EBITDA de Atresmedia y un -2% para Mediaset España en el periodo 2017-19e. **El impacto en precio objetivo sería del -6% para Atresmedia** (hasta 12,2 euros/acción) **y del -4% para Mediaset España**, (quedando en 12,0 euros/acción). **Mantenemos recomendaciones en ambas: Atresmedia COMPRAR y VENDER para Mediaset España: (i)** tras el mejor performance de Mediaset España en 2017 tiene menos potencial por valoración, **(ii)** los múltiplos son más ajustados.

LIBERBANK

Prohibición de cortos en Liberbank durante un mes.

La CNMV ha suspendido desde el 12/06/2017 y durante un mes los cortos en Liberbank por el miedo a que el efecto contagio de la resolución de Popular continúe causando una caída en la cotización de Liberbank, que cayó un -38% en la semana pasada.

Noticia de impacto limitado. Las anteriores prohibiciones de posiciones cortas que se realizaron en España estuvieron asociadas siempre a una situación que afectaba a todo el sector (2008, 2010) y no por la situación particular de una compañía, como ocurre con Liberbank en la actualidad.

Concretamente, **el riesgo en Liberbank es que la compañía tenga que reforzar sustancialmente sus provisiones para equipararse a la cobertura de Santander + Popular**, aumentando significativamente el riesgo de dilución. El coste de elevar su cobertura de deteriorados desde el 40% actual a niveles del 60% supondría más de 1.000 millones de euros frente a una capitalización de unos 630 millones de euros y un capital de c.2.200 millones de euros (la media de cobertura en el sector se sitúa en el 52%). La operación de Santander y Popular no debería tener una consecuencia inmediata de provisiones para el resto del sector **pero sin duda aumentará la presión sobre los bancos que muestren una mayor divergencia, siendo Liberbank el más claro.** Tras la fuerte caída de la acción cambiamos nuestra valoración a Bajo Revisión desde 1,19 euros/acción anterior.

INDITEX

Revisamos al alza precio objetivo hasta 43,1 euros/acción. Reiteramos COMPRAR. Esperamos que el buen comportamiento de las ventas comparables continúe en 2017 **cuando, además, deberíamos ver un efecto tipo de cambio positivo** (al contrario de lo que pasó en 2016). **Hemos revisado al alza estimaciones un +1% en ventas y un +2% en EBITDA'17e. Pero sobre todo revisamos al alza estimaciones a largo plazo. La buena evolución de la plataforma online nos lleva a situar las estimaciones de crecimiento LfL a 10 años vista en el +5,5% desde +5,0% anual anterior. También subimos margen EBITDA recurrente en +20 punto básicos hasta el 24,1%. Todo esto tiene un efecto positivo en nuestro precio objetivo de +12% hasta 43,1 euros/acción.**

SANTANDER BBVA

Reiteramos COMPRAR en SANTANDER y CAMBIAMOS BBVA A COMPRAR. SANTANDER y BBVA ofrecen un potencial interesante en el medio plazo con una oferta equilibrada en emergentes en los que tenemos una visión menos pesimista que a principios de año. **En Brasil** esperamos una depreciación del real pero la división generará crecimientos y rendimientos de doble dígito. **México está comportándose mejor de lo que esperábamos a principios de año**, pero la divisa continuará frenando la evolución de los resultados. **Turquía** también se verá afectada por la divisa **pero los datos de confianza se han recuperado desde mínimos** motivando un repunte del crecimiento del crédito. **En España somos optimistas** por la expectativa de tipos al alza y costes de riesgo reducidos, dejando un TACC'16-18 del BDI de alrededor del 20% en ambos casos (ex Popular). **Las dos opciones cotizan a 1,2x P/TE'18 frente a 1x de comparables** para una ROTE superior, del 11,5% frente al 10% de dichos competidores. **Elevamos nuestro precio objetivo hasta 6,8 euros/acc. en SAN y 8,3 euros/acc. en BBVA. Reiteramos COMPRAR en SAN, que sigue siendo nuestro favorito y cambiamos nuestra recomendación de BBVA a COMPRAR**, por una visión menos pesimista en Turquía y México.

CELLNEX

Revisamos estimaciones al alza tras incluir Sunrise. Mantenemos COMPRAR. Actualizamos estimaciones al alza tras incluir la compra de Sunrise (Suiza) que le permite afianzarse como el #4 operador independiente de torres a nivel mundial (y #1 en Europa). Estimamos unas ventas creciendo un +8,8% en el periodo 2016-2019 y un EBITDA ajustado +13,4% y establecemos un nuevo precio objetivo de 21,5 euros/acción. Mantenemos visión positiva desde el punto de vista fundamental por su capacidad para consolidar el mercado de torres en Europa, así como por la visibilidad y solidez del negocio, y generación de caja sólida y estable. **Y no descartamos el potencial del M&A, por el interés de las compañías de Estados Unidos.**

EUROPA

SAP

La buena evolución operativa nos da confianza en la mejora de Cloud. COMPRAR Elevamos nuestro precio objetivo a 105,0 euros/acción tras revisar nuestras estimaciones al alza, fundamentada en los buenos volúmenes que estamos viendo en Cloud y en la mejoría que esperamos en márgenes operativos que se verá reflejada en una mayor **TACC'16-22e en EBIT del +11,3%**. A los niveles actuales, la cotización descontaría un crecimiento de las ventas del +5%, claramente por debajo de lo estimado por SAP de +6%/+8,5% a largo plazo. Así seguimos manteniendo nuestra **visión positiva en el valor y recomendamos COMPRAR.**

INTESA SAN PAOLO

Sólidos drivers de crecimiento. Nuevo precio objetivo 3,05 euros/acción. COMPRAR.

El *investment case* de Intesa San Paolo no cambia: crecimiento orgánico con retribución al accionista y la "best in class" en el capital. La mejora operativa observada (mayores comisiones y reducción de costes) unido a que empleamos en valoración una RoTE sostenible'17-19 de un 8,1% se traduce en un precio objetivo **de 3,05 euros/acción. Además, Intesa San Paolo no está cara cotizando a un P/TE de 0,94x, para una RoTE'17 de c.7,1% pero con un CT1'17 de 12,5% y con un payout'17 garantizado de c.100% . Asumiendo el CT1 medio del sector, la RoTE'19 alcanzaría un c.11%, justificando una prima. Así, el dividendo no debería estar cuestionado.**

RENTA FIJA: EVOLUCIÓN DEL MES Y RECOMENDACIONES

La ausencia de presiones inflacionistas y la falta de noticias del tapering del BCE provocaron nuevos estrechamientos en soberanos

El apetito por el riesgo, la **ausencia de presiones inflacionistas** y la **caída en el precio del crudo** hasta mínimos del año provocó fuertes caídas en las rentabilidades soberanas. El 10 años español estrechó desde el 1,60% hasta el 1,35%, mientras el **italiano cedió desde el 2,13% hasta el 1,89% apoyada en una menor incertidumbre política**. Por su parte el 10 años portugués recogió la mejora de perspectiva por parte de Fitch y las mejores estimaciones de crecimiento para los dos próximos años, registrando estrechamientos desde el 3,14% hasta el 2,84%.

En core, la caída en el precio del crudo presionó **a la baja las expectativas de inflación** en Alemania a 10 años hasta mínimos de octubre'16 y con ello el **10 años alemán desde el 0,39% hasta el 0,24%**. Las primas de riesgo cayeron hasta los 111 puntos básicos la española y hasta los 164 puntos básicos la italiana (mínimos del año). Por su parte el 10 años francés terminó en el 0,58% apoyado en la mayoría de E. Macron en las elecciones legislativas. En **Estados Unidos** a pesar de la subida de tipos y del sesgo más *hawkish* de la Fed, el **10 años americano estrechó desde el 2,29% hasta el 2,14%**.

Tras las dudas del mes anterior, los activos con mayor riesgo (especialmente AT1 financieros) volvieron a liderar los estrechamientos

En **crédito**, el **tramo financiero senior** recogió estrechamientos en Santander, BBVA, Bankia y CaixaBank, siendo el gran ganador la **deuda senior de Popular al estrechar -270 puntos básicos** tras quedar fuera de la amortización en la adjudicación al Santander. En el **tramo subordinado, continuaron los estrechamientos** y la demanda en los **híbridos de BBVA y Santander** cerrando cada vez más el diferencial con los Subordinados. En **bonos corporativos**, el tramo senior siguió registrando buen comportamiento gracias al **soporte de las compras mensuales del Banco Central Europeo**, pero fueron los híbridos de Telefónica, Iberdrola y en menor medida Repsol los que mayores caídas de rentabilidad registraron.

En **subastas**, el Tesoro cumple con el 49% del programa de letras y con el 65% de bonos. En **primario, emitieron Red Eléctrica, FADE, Cajamar y Aqualia (FCC)**. En ratings, **Fitch** revisó al alza la perspectiva de **Portugal (BB+)** de estable a positivo y **Moody's** redujo su perspectiva de **Brasil (Ba2)** hasta negativo.

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).

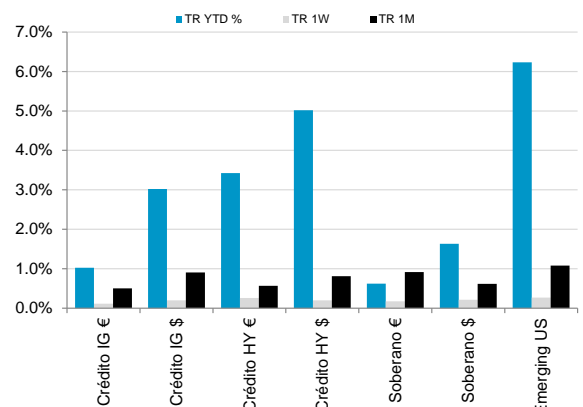
DEUDA FINANCIERA: Seguimos Neutral en senior frente al Benchmark de crédito y Sobreponderamos Subordinados e Híbridos frente a Senior.

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

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

EVOLUCION MENSUAL DE LOS ACTIVOS DE RENTA FIJA

Gráfico 61: 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	4,9%	GAS NATURAL	20,20	8,6	4,6%
ACCIONA	89,00	8,2	3,7%	GRIFOLS	18,50	16,9	1,2%
ACERINOX	15,50	7,2	3,8%	HISPANIA	BR	17,8	3,8%
ACS	BR	6,4	3,2%	IAG	8,00	3,9	3,7%
ADVEO	4,60	3,9	0,0%	IBERDROLA	7,40	10,0	4,5%
AENA	121,00	14,5	1,9%	IBERPAPEL	32,90	8,9	2,5%
ALMIRALL	17,00	9,9	1,5%	INDITEX	43,10	16,9	1,9%
AMADEUS	BR	14,3	1,7%	INDRA	11,10	8,4	0,0%
APPLUS	9,70	10,8	1,2%	LAR ESPAÑA	9,05	20,0	8,6%
ATRESMEDIA	12,20	11,8	9,1%	LIBERBANK	BR	n/a	3,1%
ARCELOR MITTAL	28,50	3,9	0,0%	LOGISTA	24,80	3,6	3,8%
AXIARE	BR	27,9	1,3%	MAPFRE	2,80	n/a	4,8%
BANKIA	4,70	n/a	0,9%	MERLIN PROPERTIES	11,62	24,9	4,3%
BANKINTER	7,90	n/a	3,4%	NEINOR HOMES	21,46	315,3	0,0%
BARÓN DE LEY	124,00	10,6	0,0%	NH HOTELES	4,40	10,1	0,0%
BBVA	8,30	n/a	3,6%	OHL	BR	7,4	4,9%
CAF	42,00	8,3	2,9%	PRISA	BR	5,4	0,0%
CAIXABANK	BR	n/a	3,5%	RED ELECTRICA	18,26	10,4	4,6%
C. OCCIDENTE	40,50	n/a	2,3%	REN	2,70	8,2	6,0%
CELLNEX	21,50	18,4	0,5%	REPSOL	16,80	5,5	5,8%
COLONIAL	8,15	36,9	2,2%	ROVI	17,00	16,3	1,5%
DIA	6,70	6,6	3,1%	SACYR	2,84	14,3	0,0%
D.FELGUERA	1,54	3,0	9,1%	SANTANDER	6,80	n/a	3,6%
EBRO FOODS	22,12	10,1	2,9%	MELIÁ Hotels	14,50	11,7	1,1%
EDP	3,50	7,5	6,3%	DEOLEO	0,17	14,0	0,0%
EDP Renovaveis	8,20	8,5	1,0%	TALGO	6,70	7,5	1,4%
ENAGAS	25,69	12,0	5,5%	T. REUNIDAS	33,13	8,2	4,1%
ENCE	4,00	5,5	4,2%	MEDIASET ESPAÑA	12,00	14,2	5,2%
ENDESA	19,40	8,7	6,1%	TELEFÓNICA	12,30	6,1	4,2%
EUSKALTEL	10,60	9,0	3,7%	TUBACEX	2,00	9,8	1,6%
EUROPAC	7,20	6,3	4,4%	TUBOS REUNIDOS	0,64	19,4	0,0%
FCC	8,10	9,3	0,5%	VIDRALA	55,94	10,3	1,5%
FERROVIAL	20,20	19,0	3,5%	VISCOFAN	BR	11,6	2,6%
GAMESA	16,40	7,9	1,3%	VOCENTO	1,70	6,5	0,0%
				ZARDOYA OTIS	7,90	18,3	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	23,5	0,9%	INTESA SAN PAOLO	3,05	n/a	7,0%
AIRBUS	78,00	7,6	1,8%	LOREAL	BR	20,0	1,6%
AIR LIQUIDE	117,00	10,8	2,3%	LVMH	252,00	14,1	1,7%
ALLIANZ	189,00	n/a	4,4%	MUNICH RE	167,00	n/a	4,8%
ANHEUSER-BUSCH INBEV	125,60	12,7	3,9%	ORANGE	17,00	5,9	4,2%
AXA	28,50	n/a	4,7%	SAFRAN	BR	11,4	1,9%
BAYER	BR	11,6	2,1%	SAINT GOBAIN	52,00	8,4	2,6%
BBVA	8,30	n/a	4,4%	SANOFI	BR	11,2	3,5%
BNP PARIBAS	68,00	n/a	4,4%	SANTANDER	6,80	n/a	3,4%
BMW	89,00	3,7	4,0%	SAP	105,00	16,5	1,3%
DAIMLER	82,00	3,2	3,8%	SIEMENS	142,00	15,1	2,9%
DANONE	78,30	11,6	2,5%	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	54,00	n/a	4,7%
DEUTSCHE BANK	16,00	n/a	0,0%	TELEFÓNICA	12,30	9,3	5,8%
DEUTSCHE POST	36,00	10,0	2,6%	TOTAL	53,00	5,9	6,1%
DEUTSCHE TELEKOM	BR	6,5	3,6%	UNICREDIT	19,70	n/a	0,0%
ENEL	BR	6,7	3,7%	UNILEVER NV	52,00	16,8	2,5%
ENI	16,40	3,7	5,9%	VINCI	BR	10,4	2,2%
ESSILOR	126,00	16,9	1,3%	VIVENDI	17,20	16,2	9,8%
IBERDROLA	7,40	10,5	4,4%	VOLKSWAGEN	165,00	1,6	4,2%
INDITEX	43,10	22,1	1,7%				

Fuente: BS Análisis

ANEXO 2: EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS

	22/06/2017	Var %1 Día	31/05/2017	Var %MTD	31/12/2016	YTD 2017	22/06/2016	Var %12M
1. BOLSAS								
IBEX 35	10.709,90	-0,29	10.880,00	-1,56	9.352,10	14,52	8.885,30	20,54
FRÁNCFORT	12.794,00	0,15	12.615,06	1,42	11.481,06	11,44	10.257,03	24,73
Londres	7.439,29	-0,11	7.519,95	-1,07	7.142,83	4,15	6.338,10	17,37
París	5.281,93	0,15	5.283,63	-0,03	4.862,31	8,63	4.465,90	18,27
Euro Stoxx 50	3.555,76	0,04	3554,59	0,03	3290,52	8,06	3037,86	17,05
TOKIO-NIKKEI 225	20.137,28	0,13	19.650,57	2,48	19.114,37	5,35	16.238,35	24,01
TOKIO-TOPIX	1.611,78	0,09	1.568,37	2,77	1.518,61	6,14	1.298,71	24,11
TOKIO-NIKKEI 300	320,21	0,16	311,96	2,64	304,09	5,30	261,09	22,64
SHANGHAI COMPOSITE	3.124,23	-0,74	3.117,18	0,23	3.103,64	0,66	2.891,96	8,03
DOW JONES	21.397,29	-0,06	21.008,65	1,85	19.762,60	8,27	18.011,07	18,80
NASDAQ	6.236,69	0,04	6.198,52	0,62	5.383,12	15,86	4.910,04	27,02
S&P 500	2.434,50	-0,05	2.411,80	0,94	2.238,83	8,74	2.113,32	15,20
RUSSELL 2000	1.404,54	0,38	1370,21	2,51	1357,13	3,49	1.172,22	19,82
BRAZIL BOVESPA	61.272,21	0,84	62.711,47	-2,30	60.227,29	1,73	51.559,82	18,84
MEXICO BOLSA	49.017,43	0,07	48788,44	0,47	45642,90	7,39	46.145,92	6,22
MSCI EMERGING	54.067,96	0,20	53.534,26	1,00	47.650,99	13,47	45.546,98	18,71
MSCI WORLD	543,06	0,04	539,00	0,75	500,35	8,54	467,15	16,25
VIX (Volat.Sintética S&P500)	10,48	-2,51	10,41	0,67	14,04	-25,36	17,25	-39,25
V2TX (Volat.Sintética Eurostoxx 50)	14,03	-1,03	14,55	-3,58	18,12	-22,57	32,06	-56,22
VDAX (Volat.Sintética DAX)	12,74	-1,88	13,44	-5,20	17,85	-28,60	30,41	-58,11
2. DIVISAS								
EUR/USD	1,1156	0,08	1,1237	-0,72	1,0547	5,77	1,1353	-1,74
EUR/JPY	124,1800	0,02	124,3600	-0,14	123,0400	0,93	120,0500	3,44
EUR/GBP	0,8807	0,01	0,8718	1,03	0,8545	3,07	0,7666	14,89
USD/JPY	111,3200	-0,04	110,6700	0,59	116,6400	-4,56	105,7400	5,28
GBP/USD	1,2667	0,06	1,2890	-1,73	1,2345	2,61	1,4810	-14,47
EUR/CHF	1,0844	-0,12	1,0878	-0,32	1,0729	1,07	1,0888	-0,41
USD/CAD	1,3238	-0,73	1,3514	-2,04	1,3450	-1,58	1,2784	3,55
AUD/USD	0,7544	-0,04	0,7436	1,45	0,7217	4,53	0,7593	-0,65
USD/BRL	3,3274	-0,14	3,2507	2,36	3,2546	2,24	3,3553	-0,83
USD/MXN	18,1100	-0,61	18,6559	-2,93	20,6436	-12,27	18,3289	-1,19
USD/CLP	663,77	-0,20	672,1800	-1,25	670,23	-0,96	669,09	-0,80
USD/ARS	16,21	-0,45	16,14	0,39	15,8798	2,06	14,2699	13,58
3. MATERIAS PRIMAS								
Petróleo (Brent)	45,22	0,89	50,31	-10,12	56,82	-20,42	50,91	-11,18
CRB	167,42	-1,32	179,77	-6,87	192,51	-13,03	193,52	-13,49
Oro	1.250,86	0,44	1.269,85	-1,50	1.153,06	8,48	1.262,70	-0,94
Gasoil	412,25	-0,24	445,50	-7,46	501,00	-17,71	449,25	-8,24
Trigo	475,25	-0,89	443,75	7,10	447,75	6,14	532,25	-10,71
Cobre	5.717,50	1,55	5.657,75	1,06	5.523,00	3,52	4.692,50	21,84
Aluminio	1.822,25	-0,56	1.835,00	-0,69	1.795,50	1,49	1.809,50	0,70
4. CREDITO								
iTraxx Europa 5y (EU Inv.Grade)	54,09	-0,17	62,34	-8,24	72,04	-17,95	75,19	-21,09
iTraxx Crossover 5y (Bonos Basura)	234,01	0,05	252,75	-18,74	288,70	-54,69	322,32	-88,31
CDX US.Inv. Grade	61,91	0,00	61,75	0,16	67,47	-5,56	76,41	-14,50
CDX Hvol 5y (US. High Yield)	106,80	0,00	107,52	-0,72	106,15	0,65	103,32	3,48
SECTORIALES								
iTraxx Sen-Financials 5Y	122,52	0,00	121,88	0,52	119,88	2,20	119,11	3,41
iTraxx Sub-Financials 5Y	139,13	-12,43	157,52	-11,68	221,61	-37,22	205,17	-66,05
CDS PAÍSES								
Alemania 5Y	15,23	0,08	14,90	0,33	21,78	-6,55	18,74	-3,51
Francia 5Y	24,58	0,50	27,97	-3,39	37,01	-12,43	36,08	-11,50
España 5Y	65,34	-1,02	74,74	-9,41	75,62	-10,28	99,96	-34,63
Portugal 5Y	195,87	11,85	198,87	-3,00	274,01	-78,14	293,17	-97,30
Irlanda 5Y	39,71	-0,44	39,71	0,00	63,75	-24,04	64,71	-25,00
5. BONOS								
FGBL c1 (Futuro 10 ALE)	165,09	0,12	162,32	2,77	164,15	0,94	164,23	0,86
USc1 (Futuro 10 USA)	126,67	0,00	126,56	0,11	124,28	2,39	130,81	-4,14

	22/06/2017	Var p.b.	31/05/2017	Var p.b. mes	31/12/2016	Var p.b. año	22/06/2016	Var 12M p.b.
6. MERCADOS DE DEPÓSITOS								
EURIBOR								
D/D	-0,36	0,00	-0,35	-1,40	-0,33	-3,30	-0,34	0,60
1M	-0,37	-0,10	-0,37	0,10	-0,37	-0,50	-0,36	-1,00
3M	-0,33	0,00	-0,33	0,00	-0,32	-1,00	-0,27	-5,30
6M	-0,27	0,00	-0,25	-1,70	-0,22	-5,00	-0,16	-6,20
12M	-0,16	-0,20	-0,13	-3,00	-0,08	-7,90	-0,03	-5,30
ESTADOS UNIDOS								
D/D	1,18	0,00	0,93	24,72	0,69	48,40	0,39	30,20
1M	1,22	0,00	1,06	15,52	0,77	44,39	0,45	32,09
3M	1,29	0,22	1,21	7,94	1,00	29,16	0,64	35,60
6M	1,45	0,54	1,42	2,62	1,32	12,73	0,93	38,65
12M	1,74	-0,06	1,72	1,17	1,69	4,97	1,25	43,32
7. TIPOS SWAP								
EURO								
3 AÑOS	-0,10	0,70	-0,07	-2,65	-0,11	1,20	-0,15	4,43
5 AÑOS	0,13	-0,40	0,17	-3,55	0,08	5,30	-0,01	8,45
10 AÑOS	0,71	0,10	0,78	-6,90	0,66	4,85	0,54	12,15
30 AÑOS	1,35	-0,05	1,45	-9,95	1,24	11,60	1,07	16,55
DÓLAR								
3 AÑOS	1,53	-0,34	1,51	2,23	1,46	7,66	0,91	55,00
5 AÑOS	1,81	-0,10	1,83	-2,20	1,96	-14,98	1,21	74,75
10 AÑOS	2,11	-0,35	2,15	-3,81	2,32	-21,13	1,61	71,24
30 AÑOS	2,38	-1,23	2,43	-5,13	2,57	-19,28	2,07	49,50
8. DEUDA PÚBLICA								
ESPAÑA								
2 AÑOS	-0,28	1,40	-0,28	-0,40	-0,28	-0,10	-0,01	-27,30
5 AÑOS	0,20	1,90	0,35	-15,20	0,27	-7,00	0,49	-22,40
10 AÑOS	1,39	1,60	1,55	-16,70	1,38	0,20	1,50	-11,30
30 AÑOS	2,63	-1,20	2,88	-24,40	2,62	1,80	2,66	-4,60
ALEMANIA								
2 AÑOS	-0,63	0,40	-0,71	8,50	-0,77	13,80	-0,59	-18,00
5 AÑOS	-0,38	-0,60	-0,43	4,90	-0,53	15,00	-0,46	-7,50
10 AÑOS	0,25	-1,30	0,30	-5,20	0,21	4,40	0,06	14,70
30 AÑOS	1,04	-1,70	1,16	-12,30	0,94	9,20	0,65	29,20
ESTADOS UNIDOS								
2 AÑOS	1,34	0,41	1,28	6,24	1,19	15,59	0,78	40,95
5 AÑOS	1,76	0,33	1,75	0,99	1,93	-16,59	1,26	66,98
10 AÑOS	2,15	0,50	2,20	-5,01	2,44	-29,16	1,75	69,85
30 AÑOS	2,72	0,58	2,86	-14,13	3,07	-34,30	2,55	51,04
JAPÓN								
2 AÑOS	-0,11	-0,70	-0,16	5,20	-0,18	7,40	-0,23	4,50
5 AÑOS	-0,07	-0,60	-0,11	4,00	-0,11	3,50	-0,23	12,00
10 AÑOS	0,06	-0,10	0,05	0,80	0,05	1,10	-0,14	18,60
30 AÑOS	0,25	0,00	0,28	-2,40	0,24	1,00	-0,01	25,30
9. DIFERENCIALES								
TIPOS DEUDA 10 AÑOS								
ESPAÑA-ALEMANIA	1,13	2,90	1,25	-11,50	1,18	-4,2	1,44	-26,00
ESPAÑA-FRANCIA	0,79	1,90	0,82	-3,30	0,70	8,80	1,08	-37,70
ESPAÑA-ITALIA	-0,52	1,60	-0,65	12,90	-0,43	-9,00	0,06	-49,30
EE.UU-ALEMANIA	1,90	1,80	1,90	0,19	2,24	-33,56	1,68	55,15
10. PENDIENTES DE LA CURVA								
ESPAÑA								
10 AÑOS-2 AÑOS	1,67	0,20	1,83	-16,30	1,66	0,30	1,50	16,00
30 AÑOS-10 AÑOS	1,25	-2,80	1,33	-7,70	1,23	1,60	1,17	6,70
30 AÑOS-2 AÑOS	2,91	-2,60	3,15	-24,00	2,89	1,90	2,67	22,70
ALEMANIA								
10 AÑOS-2 AÑOS	0,88	-1,70	1,02	-13,70	0,97	-9,40	0,65	32,70
30 AÑOS-10 AÑOS	0,78	-0,40	0,85	-7,10	0,74	4,80	0,59	14,50
30 AÑOS-2 AÑOS	1,66	-2,10	1,87	-20,80	1,71	-4,60	1,24	47,20
ESTADOS UNIDOS								
10 AÑOS-2 AÑOS	0,81	0,09	0,92	-11,25	1,26	-44,75	0,97	28,90
30 AÑOS-10 AÑOS	0,57	0,08	0,66	-9,12	0,62	-5,14	0,81	-18,81
30 AÑOS-2 AÑOS	1,38	0,17	1,58	-20,37	1,88	-49,89	1,78	10,09

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
13/6/17	FONCIERE DES REGIONS	500	1.50	21/6/27	98.98	MS+85	EUR		BBB	
14/6/17	UPCB FINANCE	600	3.625	15/6/29	100.00	B+320	EUR	Ba3	BB	BB
14/6/17	LAGARDERE SCA	300	1.625	21/6/24	99.33	MS+135	EUR	NR	NR	NR
15/6/17	NUOVO TRASPORTO	550	E+350	1/6/23	100.00	E+350	EUR	NR		
16/5/17	HOIST FINANCE	80	3.875	19/5/27	100.00	MS+365.7	EUR	Ba1		
16/5/17	GROUPE BRUXELLES LAMBE	500	1.375	23/5/24	99.66	MS+95	EUR	NR	NR	NR
16/5/17	WELLS FARGO	1500	1.50	24/5/27	99.27	MS+75	EUR	A2	A	AA-
16/5/17	BFCM	1250	1.25	26/5/27	99.26	MS+50	EUR	Aa3	A	A+
16/5/17	HYPO TIROL	250	0.50	23/5/24	99.51	MS+8	EUR	Aa2		
16/5/17	HAMB SPARKASSE	500	0.375	23/5/24	99.92	MS-10	EUR	Aaa		
17/5/17	COMMERZBANK	500	1.125	24/5/24	99.48	MS+75	EUR	Baa1	BBB	BBB+
17/5/17	KBC	750	E+55	24/11/22	100.00	E+55	EUR	Baa1	BBB+	A
22/5/17	RABOBANK	1000	1.25	31/5/32	99.15	MS+9	EUR	Aaa		
22/5/17	RABOBANK	1500	0.25	31/5/24	99.21	MS-11	EUR	Aaa		
22/5/17	SAMPO	500	1.25	30/5/25	99.26	MS+75	EUR	Baa1	A-	
22/5/17	SPAREBK SOR BOLIGKREDIT	500	0.125	30/5/22	99.51	MS flat	EUR	Aaa		
23/5/17	BPER BANCA	500	5.125%	31/5/27	100.00	5.125%	EUR	B1		BB-
23/5/17	CM ARKEA	500	1.25	31/5/24	99.36	MS+88	EUR		BBB+	
23/5/17	BCP	1000	0.75	31/5/22	99.39	MS+65	EUR	A3	BBB+	A
23/5/17	JYSKE BANK	500	E+35	2/6/20	100.00	E+35	EUR		A-	
23/5/17	SG SFH	750	0.50	2/6/25	99.52	MS-5	EUR	Aaa		AAA
24/5/17	NN GROUP NV	600	1.625	1/6/27	99.40	MS+85	EUR		BBB+	A-
24/5/17	NN GROUP NV	300	0.25	1/6/20	99.93	MS+30	EUR		BBB+	A-
24/5/17	NYKREDIT	300	E+57	2/6/22	100.00	E+57	EUR		BBB+	A
30/5/17	BPCE SFH	1000	1.00	8/6/29	99.70	MS+12	EUR	Aaa	AAA	
30/5/17	LBBW	1000	0.50	7/6/22	99.84	MS+37	EUR	A1		A-
30/5/17	OP BANK	1000	0.75	7/6/27	99.64	MS+1	EUR	Aaa	AAA	
30/5/17	MORE BOLIGKREDITT	250	0.125	7/6/22	99.42	MS+7	EUR	Aaa		
31/5/17	US BANCORP	1000	0.85	7/6/24	99.97	MS+45	EUR	A1	A+	AA
31/5/17	INTESA SANPAOLO	1000	1.125	16/6/27	99.74	MS+38	EUR	Aa2		

Emisores Españoles

Fecha	Emisor	Volumen (M€)	Cupón	Vto.	Re-offer	Spread	Divisa	Moody's	S&P	Fitch
6/6/17	FADE	1000	0.031	17/6/20	100.00	SPGB+14	EUR	Baa2	BBB+	BBB+
31/5/17	AQUALIA	650	2.629	8/6/27	100.00	MS+185	EUR			BBB-
31/5/17	AQUALIA	700	1.413	8/6/22	100.00	MS+125	EUR			BBB-
13/6/17	RED ELECTRICA	200	1.00	21/4/26	99.45	MS+43	EUR		A-	A
31/5/17	BANCO DE CREDITO SOCIAL	300	7.75	7/6/27	100.00	MS+759.1	EUR			B+

Agencias

Fecha	Emisor	Volumen (M)	Cupón	Vto.	Re-offer	Spread	Divisa	Moody's	S&P	Fitch
16/5/17	KBN	1000	0.875	24/5/27	99.91	MS+4	EUR	Aaa	AAA	
22/5/17	SNCF MOBILITES	300	1.50	2/2/29	102.63	OAT+25	EUR	A3	AA-	AA
23/5/17	FMO	500	0.125	1/6/23	99.61	MS-16	EUR		AAA	AAA
23/5/17	KOMMUNEKRED	500	0.75	18/5/27	99.36	MS-2	EUR	Aaa	AAA	
24/5/17	DEXIA	2000	0.25	2/6/22	99.69	MS+9	EUR	Aa3	AA	AA-
31/5/17	KfW	1000	1.50	11/6/24	109.60	MS-29	EUR	Aaa	AAA	AAA
31/5/17	NEDWATERSCHAPS	500	1.25	7/6/32	99.95	MS+9	EUR	Aaa	AAA	
31/5/17	NEDWATERSCHAPS	1500	0.25	7/6/24	99.80	MS-13	EUR	Aaa	AAA	
31/5/17	HSH FINANZFONDS	750	0.50	9/6/25	99.69	MS-1	EUR	Aa1		AAA
7/6/17	BPIFRANCE FINANCEMENT	1000	0.00	25/11/22	99.76	OAT+20	EUR	Aa2		AA
7/6/17	ERSTE ABWICKLUNGSANST/	1000	0.00	12/6/20	100.90	MS-22	EUR	Aa1	AA-	AAA
12/6/17	BNG	1000	0.625	19/6/27	99.38	MS-6	EUR	Aaa	AAA	AA+
13/6/17	UNEDIC	250	0.625	3/3/26	101.04	OAT+10	EUR	Aa2		AA
13/6/17	CANADA PENSION PLAN	2000	0.375	20/6/24	99.38	MS+7	EUR	Aaa	AAA	AAA
14/6/17	RENTENBANK	150	0.25	15/7/24	100.00		EUR	Aaa	AAA	AAA

Emisores No Financieros Europeos

Fecha	Emisor	Volumen (M)	Cupón	Vto.	Re-offer	Spread	Divisa	Moody's	S&P	Fitch
14/6/17	CDP	1000	1.50	21/6/24	99.31	MS+123	EUR	Baa2	BBB-	BBB
16/5/17	RALLYE	350	4.371	23/1/23	100.00	B+454.8	EUR	NR	NR	NR
16/5/17	LVMH	1200	0.75	26/5/24	99.84	MS+30	EUR		A+	
16/5/17	LVMH	800	0.375	26/5/22	99.80	MS+20	EUR		A+	
16/5/17	LVMH	1250	0.00	26/5/20	99.74	MS+12	EUR		A+	
16/5/17	LVMH	1250	E+10	26/11/18	100.40	E+6.8	EUR		A+	
16/5/17	IBM	1000	1.50	23/5/29	99.79	MS+50	EUR	A1	A+	A+
16/5/17	IBM	1000	0.95	23/5/25	99.83	MS+37	EUR	A1	A+	A+
16/5/17	DEUTSCHE TELEKOM	750	1.125	22/5/26	99.09	MS+50	EUR	Baa1	BBB+	BBB+
17/5/17	K&S AG	225	2.625	6/4/23	102.73	B+233.6	EUR		BB+	
17/5/17	APPLE	1250	1.375	24/5/29	99.38	MS+45	EUR	Aa1	AA+	
17/5/17	APPLE	1250	0.875	24/5/25	99.82	MS+33	EUR	Aa1	AA+	
17/5/17	MERLIN PROPERTIES	600	1.75	26/5/26	99.42	MS+125	EUR	Baa2	BBB	
17/5/17	MYLAN	500	E+50	24/5/20	100.00	E+50	EUR	Baa3	BBB-	BBB-
17/5/17	UNIBAIL	500	2.00	29/5/37	98.62	MS+72	EUR	A	A+	
17/5/17	UNIBAIL	500	1.50	29/5/29	99.83	MS+52	EUR	A	A+	
17/5/17	BERTELSMANN	500	0.25	26/5/21	99.69	MS+25	EUR	Baa1	BBB+	
18/5/17	IRON MOUNTAIN	300	3.00	15/1/25	100.00	B+297	EUR	Ba3	BB-	
18/5/17	KEMIRA OYJ	200	1.75	30/5/24	99.48	MS+140	EUR	NR	NR	NR
19/5/17	GROUPE EUROTUNNEL	223	3.748	30/6/50	100.00	MS+230	EUR	Baa2	BBB+	BBB
19/5/17	GROUPE EUROTUNNEL	528	2.706	30/6/50	100.00	MS+190	EUR	Baa2	BBB+	BBB
19/5/17	GROUPE EUROTUNNEL	425	1.1761	30/6/50	100.00	MS+155	EUR	Baa2	BBB+	BBB
19/5/17	BAXTER INTERNATIONAL	600	1.30	30/5/25	99.86		EUR	Baa2	A-	BBB+
19/5/17	EXPERIAN	500	1.375	25/6/26	99.85	MS+70	EUR	Baa1	A-	
22/5/17	SCHIPHOL-AIRPORT	100	2.00	5/10/26	107.28	MS+40	EUR	A1	A+	
22/5/17	PEUGEOT SA	100	2.00	23/3/24	101.11	MS+137.6	EUR	Ba2		BB+
22/5/17	GROUPE SEB	500	1.50	31/5/24	99.89	MS+105	EUR	NR	NR	NR
22/5/17	AKELIUS	600	1.75	25/2/25	99.48	MS+127	EUR		BBB-	
22/5/17	G4S	500	1.50	2/6/24	99.40	MS+112	EUR		BBB-	
23/5/17	BECTON DICKINSON	700	0.368	6/6/19	100.00	MS+50	EUR	Ba1	BBB	BBB-
24/5/17	GLOBAL SWITCH	500	2.25	31/5/27	99.61	MS+145	EUR	Baa2	BBB	BBB+
24/5/17	GLOBAL SWITCH	500	1.50	31/1/24	99.75	MS+110	EUR	Baa2	BBB	BBB+
24/5/17	ANSALDO ENERGIA	350	2.75	31/5/24	100.00	MS+227.3	EUR	NR	NR	NR
24/5/17	ALLERGAN	550	2.125	1/6/29	99.47	MS+115	EUR	Baa3	BBB	
24/5/17	ALLERGAN	700	1.25	1/6/24	99.36	MS+87	EUR	Baa3	BBB	
24/5/17	ALLERGAN	750	0.50	1/6/21	99.54	MS+52	EUR	Baa3	BBB	
24/5/17	ALLERGAN	700	E+35	1/6/19	100.10	DM+30	EUR	Baa3	BBB	
30/5/17	CASINO G-P	550	1.865	13/6/22	100.00	MS+170	EUR		BB+	BB+
31/5/17	METSO CORPORATION	300	1.125	13/6/24	99.59	MS+77	EUR		BBB	
31/5/17	NESTE OIL	400	1.50	7/6/24	99.95	MS+110	EUR	NR	NR	NR
31/5/17	STORA ENSO	300	2.50	7/6/27	99.83	MS+175	EUR	Ba2	BB	
31/5/17	SAINT-GOBAIN	750	1.375	14/6/27	99.94	MS+62	EUR	Baa2	BBB	
31/5/17	RENAULT	750	E+67	14/3/22	100.00	E+67	EUR	Baa1	BBB	
31/5/17	APRR	500	1.625	13/1/32	98.47	MS+60	EUR		A-	BBB+
31/5/17	DEUTSCHE BAHN	500	1.50	8/12/32	99.77	MS+33	EUR	Aa1	AA-	
1/6/17	OTTO GROUP	300	1.875	12/6/24	99.51	MS+152	EUR	NR	NR	NR
1/6/17	LEONARDO	600	1.50	7/6/24	99.15	MS+120	EUR	Ba1	BB+	BB+
1/6/17	AEROPORT ROMA	500	1.625	8/6/27	99.31	MS+90	EUR	Baa1	BBB+	BBB+
1/6/17	AHLSTROM OYJ	250	1.875	9/6/22	99.77	MS+175	EUR	NR	NR	NR
2/6/17	KONECRANES	250	1.75	9/6/22	99.70	MS+165	EUR	NR	NR	NR
6/6/17	HEIDELBERG CEMENT	500	1.50	14/6/27	98.89	MS+85	EUR	Baa3	BBB-	BBB-
7/6/17	AT&T	1750	3.15	4/9/36	99.74	MS+185	EUR	Baa1	BBB+	A-
7/6/17	AT&T	1500	2.35	4/9/29	99.76	MS+140	EUR	Baa1	BBB+	A-
7/6/17	AT&T	1750	1.80	4/9/26	99.84	MS+115	EUR	Baa1	BBB+	A-
7/6/17	AT&T	750	1.05	4/9/23	99.71	MS+80	EUR	Baa1	BBB+	A-
7/6/17	AT&T	1250	E+85	4/9/23	100.00	E+85	EUR	Baa1	BBB+	A-
7/6/17	UPC HOLDING BV	635	3.875	15/6/29	100.00	B+344	EUR	B2	B	B
7/6/17	VOLKSWAGEN	2000	3.875	Perpetual	100.00	B+312	EUR	Baa2	BBB-	
7/6/17	VOLKSWAGEN	1500	2.75	Perpetual	99.76	MS+254	EUR	Baa2	BBB-	
7/6/17	DAIMLER	300	E+35	22/6/20	100.15	DM+30	EUR		A	
8/6/17	SUPERIOR INDUSTRIES	250	6.00	15/6/25	100.00	B+604	EUR	Caa1	B-	
9/6/17	KOJAMO	500	1.50	19/6/24	99.56	MS+117	EUR	Baa2		
12/6/17	TENNET	500	1.375	26/6/29	99.75	MS+45	EUR	A3	A-	
12/6/17	TENNET	500	0.75	26/6/25	99.27	MS+33	EUR	A3	A-	
12/6/17	HEMSO FASTIGHETS	300	1.75	19/6/29	99.48	MS+85	EUR		A-	

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
José Ignacio Carrión: CarrionJ@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 (SOBREPONDERAR en índices y sectores de renta variable y emisores de renta fija), VENDER (INFRAPONDERAR) 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.