

La estacionalidad apunta a tomas de beneficios

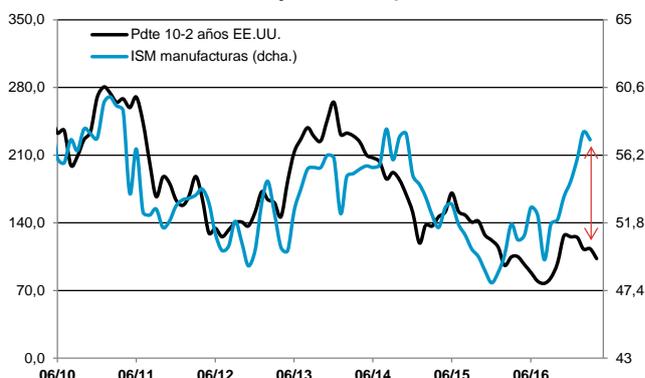
RESURGE EL RIESGO POLÍTICO EN COMBINACIÓN CON EL GEOPOLÍTICO

El contexto global geopolítico se ha enrarecido en las últimas semanas con la intervención de Estados Unidos en Siria, la prueba armamentística de Corea del Norte que ha derivado en una escalada de tensión con Estados Unidos y sus vecinos más próximos (Corea del Sur y China) y el atentado contra dos policías en París. **A esto se añade la mayor incertidumbre política en Europa.** En este sentido, el Parlamento británico ha apoyado la propuesta de la primera ministra, T. May, de **elecciones anticipadas** para el 8 de junio con el fin de tener un respaldo claro de la clase política de cara a la difícil negociación de la salida del **Reino Unido** de la UE. En cuanto a las elecciones presidenciales en **Francia**, el centrista, E. Macron sigue siendo el candidato favorito para alzarse con la victoria en la segunda ronda que se celebrará el 7 de mayo. Pero, ante el elevando porcentaje de indecisos (35%), cabría la posibilidad de que en primera ronda (este domingo 23 de abril) la candidata del Frente Nacional, M. Le Pen, obtuviera un resultado sensiblemente superior a lo que indican las encuestas (25%) o que JL. Melenchon (extrema izquierda, con fuerte subida en intención de voto hasta el 18%) pase a segunda vuelta junto con M. Le Pen. Estos resultados provocarían una **huida hacia la deuda alemana y un repunte de las primas de riesgo por encima de los máximos de este año. En bolsa, los índices más afectados serían los periféricos y entre los valores estarían los bancos y los de mayor exposición en ventas a Francia** (tabla abajo a la derecha).

Con este trasfondo, **los mercados han llegado a abril cargados de expectativas sobre las políticas de D. Trump pero la retirada de la reforma de la ley sanitaria** aprobada en la anterior legislatura (*Obamacare*) **ha sembrado dudas entre los inversores sobre la capacidad de la nueva administración americana de llevar a cabo el resto de reformas prometidas.** En este sentido, si bien el plan de infraestructuras, de financiación público-privada, contaría con el mayor consenso para su aprobación (incluyendo a los demócratas), la rebaja fiscal (ya atrasada más allá del verano) podría acabar siendo menos ambiciosa de lo previsto y no está del todo claro si el impacto neto sería positivo al contemplar un impuesto a la importación. Por último, la renegociación del acuerdo comercial con México y Canadá (NAFTA) y la desregulación del sector financiero parecen los cambios más difíciles. En todo caso, el 28 de abril es la próxima fecha clave cuando el Congreso debatirá la financiación para el período entre abril y septiembre. Con todo esto, **parece difícil pensar que a corto plazo podríamos volver a visitar los bajos niveles de volatilidad registrados por las bolsas en el primer trimestre de 2017.** Así, en la Eurozona la volatilidad (V2X del Euro STOXX 50) repuntó hasta 25,6% en abril desde los mínimos históricos de 11,5% en marzo y se sitúa ahora en torno a la media histórica desde 2010 de 23,4%. Mientras, en Estados Unidos el repunte en la volatilidad (VIX), ha sido marginal y se mantiene por debajo de su media histórica (17,6%). Por su parte, la renta fija estadounidense también nos indica mayor escepticismo con las políticas esperadas de la administración de D. Trump. En este sentido, el retroceso en la pendiente 10-2 años de Estados Unidos estaría adelantado caídas en los niveles de ISM Manufacturero (gráfico abajo a la izquierda) frente al repunte que han registrado en los últimos meses. Del mismo modo, a nivel global, gran parte del repunte en los PMI Manufactureros en emergentes podría revertirse en parte debido a la corrección en los precios de los metales industriales.

Más allá de estas cuestiones políticas y de sentimiento de mercado, **los indicadores de momentum de precios** de las acciones, en el que se miden las diferencias entre series de precios de largo plazo frente a series de corto plazo, **apuntan a que habría que estar en reduciendo exposición a las bolsas de Estados Unidos y la Zona Euro.** Entre Estados Unidos y Europa, el ciclo de *momentum* estarían más adelantado en el S&P 500 al haber entrado en una fase positiva con anterioridad (junio 2016) a Europa (Euro STOXX 50) donde esa fase positiva comenzó en septiembre 2016. **Todo lo anterior apuntaría a seguir cautos en bolsa durante lo que queda del mes de abril y mayo.**

Gráfico 1 y Tabla 1: pendiente 2-10 años frente a ISM Manufacturero y valores con exposición a Francia



	Mayor exposición	Menor exposición		
Francia	Vinci	63%	L'Oreal	<10%
	Vivendi	57%	Essilor	<10%
	Orange	47%	Danone	10%
	S. Générale	31%	LVMH	10%
	Saint Gobain	27%	Air Liquide	13%
	Axa	25%		
ES50	BNP	21%		
	Total	22%		
	Safran	21%		
	Allianz	10%		
	Siemens	8%		
España	Colonial	68%		
	Abertis	33%		
	Ebro	27%		
	Logista	27%		
	Europac	25%		
	Vidrala	10%		
Arcelor	8%			
Cellnex	7%			

Fuentes: Bloomberg y BS Análisis

PRÓXIMOS EVENTOS A TENER EN CUENTA

Reuniones y comunicados Bancos Centrales: En Europa, 27/04 reunión del BCE. En Estados Unidos: 03/05 reunión de la FED.

OTROS EVENTOS: 11/05 Boletín Económico del BCE; 22-23/05 Eurogrupo y ECOFIN en Bruselas; 24-26/05 Actas de la reunión del 27/04; 24/05 Actas de la FED de la reunión del 03/05; 25/05 cumbre de la OPEP en Viena.

LA MACRO DEL MES Y LA QUE VIENE

El FMI revisa ligeramente al alza la previsión de crecimiento del PIB 2017 hasta el 3,6% frente al 3,5% de enero por los países desarrollados con Reino Unido (2,0% frente a 1,5% anterior) y Japón (1,2% frente a 0,8%) a la cabeza seguidos de España (2,6% frente a 2,3%). Para 2018 el FMI mantiene la estimación del 3,6% a nivel global.

De los datos macro del mes en Estados Unidos destacó el descenso del ISM No Manufacturero de marzo hasta 55,2 frente a 57,6 en febrero aunque continúa en niveles elevados. En **Europa** la inflación de marzo se desaceleró medio punto porcentual hasta el 1,5% respecto al mes anterior y en **España** el número de desempleados del mismo mes descendió en cerca de -50.000 personas, cinco veces más que en febrero.

En mayo esperamos: Estados Unidos, Europa y España PIB 1T preliminar. **China**, PMI Manufacturero.

EVOLUCIÓN DE DIVISAS Y MATERIAS PRIMAS

En **divisas**, el **euro** se deprecia contra el dólar ante declaraciones del economista jefe del BCE de que la subida de tipos no será hasta que acabe el programa de compras de activos. Entre las **materias primas, las industriales** caen destacando el desplome del hierro por aumento de la oferta global. El **petróleo** sube un +3,9% en el mes con las presiones de Arabia Saudí para prorrogar el acuerdo actualmente vigente de la OPEP de recortar la producción. Por su parte, el **oro** se revaloriza ligeramente con la mayor incertidumbre.

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 en torno al 0,20%, **mantenemos nuestra apuesta de neutralidad entre sectores y valores *growth* y *value* y también entre cíclicos y defensivos** ante expectativas (aún por materializarse y cada vez más retrasadas) 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 9.500, 3.250 y 2.300 puntos respectivamente**. Si bien la mayoría de las bolsas han retrocedido ligeramente en las últimas semanas los índices siguen sin contar con potencial alcista y la valoración de las bolsas seguiría siendo exigente con respecto a nuestro escenario macro y estarían descontando sustanciales revisiones de beneficios al alza que no contemplamos. **En este contexto, los riesgos** (políticos en Europa, de ejecución presupuestaria y cambios impositivos 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 neutralizada entre los mercados emergentes y los desarrollados**. Entre los emergentes **subimos la recomendación al Bovespa a Sobreponderar** desde Neutral y al **Mexbol a Neutral** desde Infraponderar. Entre los desarrollados, **bajamos la recomendación en el Nikkei a Infraponderar** desde Neutral y **en el S&P 500 a Neutral** desde Sobreponderar **manteniendo la preferencia por el Footsie** si bien la reciente convocatoria de elecciones y la evolución de la libra puede hacer que revisemos nuestra opinión. **En Europa, mantenemos en Neutral** Suiza junto con el Euro STOXX 50, el DAX y el CAC, mientras **los periféricos (IBEX 35 y MIB) continúan en Infraponderar**. Entre los **sectores, subimos a Neutral** Químicas y Utilities y **bajamos a Infraponderar** Farma. **Continúan en Sobreponderar Seguros** dentro de los financieros (bancos Neutral), **Energía e Industriales junto con Tecnología** entre los cíclicos y **Retail** entre defensivos.

Renta Fija: la mayor aversión al riesgo lleva al soberano core hasta mínimos del año

El **riesgo geopolítico**, las próximas **citas electorales en Europa** y el **retraso en las políticas fiscales de Trump** han marcado un mes en el que las rentabilidades soberanas core han vuelto a mínimos del año, mientras la periferia registró estrechamientos en menor intensidad. Así, el **10 años español encareció desde el 1,83% hasta el 1,65%** mientras que la **referencia italiana encarecía desde el 2,35% hasta el 2,26%**. Por otro lado, fue Portugal quien lideró los estrechamientos desde el 4,21% hasta el 3,77% descontándose que la agencia de calificación DBRS confirmará su grado de inversión.

En core, el 10 años alemán estrechó desde el 0,43% hasta el 0,20% tras tocar mínimos del año en el 0,17%, presionando al alza la **prima de riesgo española hasta los 146 puntos básicos** y la italiana hasta los 205 puntos básicos. En Francia, el 10 años estrechó desde el 1,11% hasta el 0,94% a medida que E. Macron lideraba las encuestas. En Estados Unidos la **rentabilidad del 10 años cotizó desde el 2,46% hasta el 2,22%** apoyado en una **moderación en la inflación** y en el **retraso de las políticas fiscales de Trump**. En la actualidad el mercado descuenta una tercera subida de tipos para diciembre'17 con el 41% de probabilidad.

No hay cambios de posicionamiento a pesar del menor apetito por el riesgo de las últimas semanas. Continuamos Infraponderando soberano euros frente a crédito. En concreto, seguimos sobreponderando deuda soberana americana frente a la core europea. Dentro de la periferia mantenemos en sobreponderar primas de riesgo española frente al resto por la mayor estabilidad política.

En **renta fija privada**, seguimos optando por el **HY e IG americano frente al europeo** (mayor diferencial de tipos y mejor entorno macro), **a pesar de la reciente corrección en el HY dólar**.

En cuanto a nuestros **emisores favoritos** mantenemos **Telefónica** (tanto senior como Telefónica Colombia en dólares), **Repsol, Gas Natural y ACS**. En **híbridos**, también mantenemos nuestra recomendación en **Telefónica en sobreponderar** esperando mayor despalancamiento y en **Repsol** a pesar del buen comportamiento registrado. Por su parte, en **Financieros**, seguimos Neutral en senior frente el Benchmark de crédito y continuamos **Sobreponderamos Subordinados e híbridos frente a Senior** en busca de rentabilidad y a pesar del peor comportamiento de este mes.

ENTORNO MACROECONÓMICO: TEMAS DESTACADOS DEL MES

**En Estados Unidos, aumentan las dudas sobre la capacidad de D. Trump para aprobar las reformas previstas
En Europa, el Reino Unido convoca elecciones generales anticipadas para junio tras invocar el artículo 50
En España, el Gobierno presenta los Presupuestos Generales del Estado 2017 en el Congreso**

En Estados Unidos, las Actas de la reunión del 16 de marzo de la FED reflejaron una mayor disposición de los miembros a comenzar una paulatina reducción del balance

En Estados Unidos y en relación a la política monetaria, las Actas de la reunión del 16 de marzo de la FED, en la que subió el tipo de interés de los fondos federales en 25 puntos básicos dejando la horquilla entre el 0,75% y el 1,0%, **reflejaron una mayor disposición por parte de sus miembros a comenzar una gradual reducción del balance**. En materia de tipos de interés, las Actas mostraron que la mayoría de los miembros seguía a favor de subir hasta 2 veces los tipos de interés en lo que resta de año, a las que se añadirían otras tres en 2018. En cuanto a la **macro**, las Actas reconocieron una clara mejoría en el mercado laboral con los riesgos sobre el crecimiento equilibrados destacando la fortaleza del consumo interno y la recuperación de la inversión tanto residencial como en bienes de capital. Con todo ello, el deflactor subyacente del consumo personal convergería gradualmente hacia el 2,0% lo que respaldaría el ajuste gradual de la política monetaria. En cuanto a la inflación, los miembros siguieron advirtiendo sobre un posible tensionamiento en el mercado laboral en 2017 que lleve a una tasa de paro aún mucho más abajo y alimente las tensiones inflacionistas. Por último, el informe destacó la elevada valoración de los índices bursátiles americanos.

La administración de D. Trump alerta de que podría retrasar la reforma impositiva más allá del verano. Al mismo tiempo, la visita del presidente de China, Xi Jinping, a Estados Unidos ha contribuido a mejorar el clima de entendimiento entre ambos países

Por el lado **político**, **D. Trump ha optado por retirar la reforma de la ley de sanidad por falta de apoyos dentro de su partido** (Republicano) quedando de momento vigente la legislación aprobada en la anterior legislatura. Al mismo tiempo, **la reforma impositiva podría retrasarse más allá del verano** debido a que el Senado todavía está trabajando en su propia propuesta y a que el gobierno aún no ha presentado la suya. Por otro lado, el presidente D. Trump sí ha dado inicio a la prometida desregulación medioambiental y ha rubricado normas para impulsar la producción de hidrocarburos y de energía nuclear. En cuanto a las **relaciones exteriores**, la visita del presidente de China, Xi Jinping, a Estados Unidos ha contribuido a mejorar el grado de confianza entre ambos países. Así, China podría ofrecer a Estados Unidos un mejor acceso al sector financiero y al mercado alimentario chinos a cambio de evitar una guerra comercial. Por su parte, D. Trump ha renunciado a declarar a China como manipulador de divisas tal y como había venido haciendo en la campaña electoral. También en la órbita de la política exterior, la nueva administración americana se ha mostrado más constructiva con la **OTAN** reconociendo el esfuerzo de la organización en la lucha contra el terrorismo aunque insistió que los miembros deben hacer frente a sus obligaciones de contribución.

Respecto a la macro del mes, los últimos indicadores de actividad económica publicados son positivos apuntando a un crecimiento en el primer trimestre en torno al 3,0% trimestral anualizado, por encima del 1,8% previsto por el consenso y del 2,1% alcanzado en el cuarto trimestre. Sin embargo, el gasto personal en términos reales se ha contraído en febrero y marzo en términos mensuales apuntando a una moderación del consumo privado hasta el 1,0% trimestral frente al 2,2% esperado por el consenso y al 3,5% del cuarto trimestre.

Las Actas de la reunión del 9 de marzo del BCE reflejaron que los miembros no contemplan una supresión del sesgo bajista en tipos de interés a corto plazo

Mientras tanto en la Euro Zona, las Actas correspondientes a la reunión del BCE del 9 de marzo mostraron que los miembros opinaron que era prematura la supresión del sesgo bajista en tipos de interés y que para una modificación era necesario esperar a que la inflación subyacente diera muestras de mayor dinamismo. Con todo, los miembros no descartaron que se volviera a retomar el debate sobre la normalización de la política monetaria si la recuperación macro continuaba y la inflación repuntaba consistentemente. En este sentido, M. Draghi confirmó en una conferencia a principios de abril que el programa de compras de activos está funcionando y que ya no se aprecia urgencia para tomar medidas expansivas adicionales.

En Europa, el Parlamento británico ha aprobado la propuesta de la primera ministra, T. May, de convocar elecciones anticipadas el 8 de junio tras haber invocado el artículo 50 del Tratado de Roma el pasado 29 de marzo

En el ámbito **político-institucional** en **Europa**, tras haber invocado por carta el artículo 50 del Tratado de Lisboa para la desconexión del Reino Unido de la UE, **el Parlamento británico ha dado el visto bueno a la inesperada propuesta de la primera ministra T. May de convocar elecciones generales anticipadas el 8 de junio** en un intento de obtener un mandato directo y claro para plantear las negociaciones con la UE. Ante la delicada situación interna del Partido Laborista, con el liderazgo de J. Corbyn muy cuestionado, entre otras razones por su ambivalente postura ante el referéndum del año pasado sobre el *Brexit*, **la premier británica estaría buscando la obtención de una mayoría absoluta en el Parlamento que le diera respaldo de cara a la dura negociación con la UE** ante las importantes discrepancias de partida y alargar su permanencia en el gobierno hasta 2022.

Por otro lado, en **Francia continúa la incertidumbre respecto a las elecciones presidenciales**. Así, el candidato del movimiento izquierdista “Francia Insumisa”, JL Melenchon, que inicialmente partía con muy pocas posibilidades de lograr un buen resultado, ha sido considerado como ganador del segundo debate entre los principales contendientes (además de él, M. Le Pen, F. Fillon, E. Macron y B. Hamon) y de forma inesperada ha aumentado la intención de voto hasta situarse en las encuestas para la primera ronda del próximo domingo 23 en el 18%, muy cerca de los principales candidatos que siguen siendo el centrista, E. Macron, y la presidenta del euroescéptico Frente Nacional, M. Le Pen. Aunque para la segunda ronda del 7 de mayo, el resultado más probable seguiría siendo la victoria de E. Macron, el ascenso en la recta final de la primera ronda de JL Melenchon supone una complicación del escenario político (por la posibilidad de que llegaran a la segunda ronda él y M. Le Pen) lo que ha provocado el **aumento de la prima de riesgo de la deuda francesa respecto a la alemana y de la volatilidad de las opciones sobre el euro**. Por su parte, en **Alemania**, la abrumadora victoria del CDU, el partido de la canciller A. Merkel, en las elecciones regionales del estado del Sarre, en las que ha sobrepasado al SPD en 10 puntos porcentuales, suponen un alivio para el gobierno en un momento en que las encuestas para los comicios federales del 24 de septiembre mostraban a los dos principales partidos (CDU y SPD) empatados.

Por otro lado, la controvertida y estrecha victoria del actual presidente de **Turquía**, R. Erdogan, en el referéndum constitucional celebrado el 16 de abril, que le va a permitir ampliar sus poderes ejecutivos y alargar hasta 2029 su presidencia al frente del país, **podría enturbiar aún más las relaciones de este país con la UE**. Así, a las desavenencias anteriores a la consulta por la negativa de Alemania y Holanda principalmente que el partido en el poder, el AKP, hiciera campaña electoral entre los ciudadanos turcos residentes en esos países, ahora se añade la petición de los principales líderes de la UE de que el reforzado presidente debería entablar conversaciones con **los líderes opositores**, quienes **están valorando la impugnación del resultado** del referéndum por posible defecto formal en un más de un millón de votos. Al mismo tiempo, los políticos europeos han advertido que medidas como la comentada reinstauración de la pena de muerte en Turquía sólo empeorarían (o eliminarían) las probabilidades de que este país se incorporara en el futuro a la UE.

En el **ámbito financiero**, los **resultados del informe de riesgos de la Autoridad Bancaria Europea (EBA) del cuarto trimestre de 2016 han sido mixtos**. Así, si bien el ratio de capital de las entidades financieras ha aumentado en 20 puntos básicos respecto al trimestre anterior hasta el 14,2%, el incremento ha sido gracias a la venta de activos de un reducido número de grandes entidades y a la disminución de los activos ponderados por riesgo y no por la mejora de resultados ordinarios. Al mismo tiempo, el ratio de morosidad se ha reducido en 30 puntos básicos hasta el 5,1% pero la rentabilidad, medida como proporción entre los costes y los ingresos, ha empeorado situándose el ratio de eficiencia en el 65,7% frente al 62,8% en el último trimestre de 2015.

Por el lado de la macro, los indicadores de confianza conocidos en abril han sido positivos con sorpresa al alza del índice de confianza del inversor de abril y ligero repunte del índice de clima económico de febrero. Con ello, los datos apuntarían a un crecimiento en el primer trimestre por encima del 1,6% interanual esperado.

En **España**, tras la **presentación en el Congreso del proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2017 el día 4 de abril**, el primer debate sobre la totalidad de los mismos está previsto para el 25 y 26 de abril. Entre el 3 y el 4 de mayo se presentarían las enmiendas parciales y se votarían pero hasta el 22 de junio no se celebraría el debate final en el Pleno del Congreso.

En cuanto a **datos macro, éstos han sido flojos**. Así, tanto el PMI de Manufacturero como el PMI de Servicios de marzo defraudaron aunque se mantienen en niveles altos y las ventas al por menor de febrero quedaron planas. No obstante, **el Banco de España ha elevado sus previsiones de crecimiento del PIB para 2017/18/19 hasta el 2,8%/2,3%/2,1%** frente a los niveles de 2,5%/2,1%/2,0% que esperaba en diciembre de 2016 y el FMI sitúa el PIB 2017 en 2,6% frente al 2,3% anterior.

Por último, en los países emergentes, los datos de China han sido positivos. Así, tanto el PMI Manufacturero de marzo como el PMI de Servicios han aumentado y las cifras de producción industrial y de ventas al por menor han batido las previsiones. De igual forma, las exportaciones han crecido más de lo previsto y las importaciones se han recuperado tras la contracción de febrero del -1,3% interanual dando lugar a un superávit comercial que contrasta con el déficit anterior.

En España, el gobierno presentó el 4 de abril los Presupuestos Generales del Estado 2017 y se abre un período de votaciones que terminaría el 22 de junio

DIVISAS Y MATERIAS PRIMAS

El dólar y el euro se deprecian frente a las divisas emergentes

El euro se deprecia frente al dólar y la libra gana terreno frente al euro pese a la convocatoria de elecciones anticipadas

El yen se aprecia frente al dólar y la libra gana terreno frente al euro pese a la convocatoria de elecciones anticipadas

El real brasileño se deprecia frente al dólar

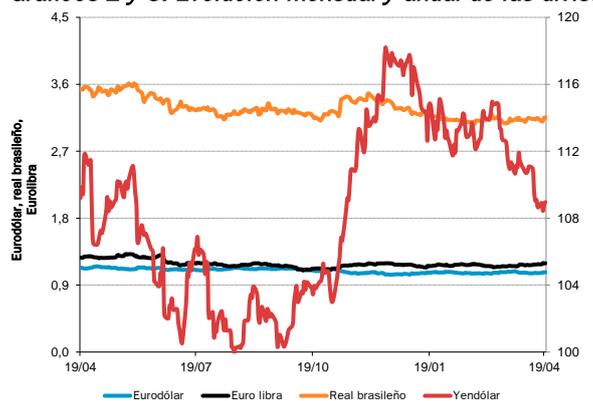
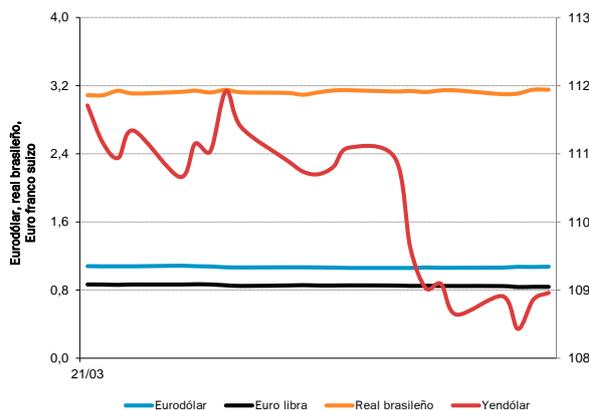
El dólar y el euro pierden terreno frente a la mayoría de las divisas emergentes destacando el rublo ruso y el peso chileno.

La divisa americana se ha apreciado en el mes frente al euro ligeramente (+0,6%) aunque llegó a recuperar un 2,0% con la ampliación del diferencial de rentabilidades entre la deuda americana a 10 años y la alemana del mismo plazo de hasta 7 puntos básicos tras las declaraciones del economista jefe del BCE, P. Praet, en el sentido de que la Autoridad Monetaria no subiría los tipos de interés hasta que finalizara el programa de compras de activos y que, además, el BCE no estaría todavía preparado para señalar un cambio de su política monetaria. El euro, por su parte, se ha visto debilitado por la fuerte moderación de la inflación de marzo y la mayor incertidumbre política ante el acercamiento de las elecciones francesas.

El **yen** se ha apreciado un +2,4% frente al dólar hasta los 108,96 yenes/dólar al actuar en su condición como activo refugio por el mayor riesgo político y geopolítico tras el bombardeo de Estados Unidos a Siria y la última prueba nuclear de Corea del Norte en una escalada de tensión con Estados Unidos. La **libra esterlina** contra el euro se aprecia un +3,2% en el mes a pesar de la convocatoria de elecciones anticipadas por parte del Gobierno conservador de T. May y ante el mensaje del Banco de Inglaterra de que el repunte de la inflación sería temporal por lo que no se vería en la necesidad de subir los tipos de interés.

Por su parte, el **real brasileño** se ha depreciado un -2,1% ante la nueva bajada del tipo *Selic* de 100 puntos básicos hasta el 11,25% y la revisión a la baja de las expectativas del consenso de mercado del tipo *Selic* para finales de año que ahora se sitúan en el 8,5% frente al 9,0% de hace un mes. Además, las Actas de la última reunión han seguido apuntando a descenso de tipos al señalar que aunque la economía se está estabilizando, la recuperación será más lenta de lo esperado.

Gráficos 2 y 3: Evolución mensual y anual de las divisas

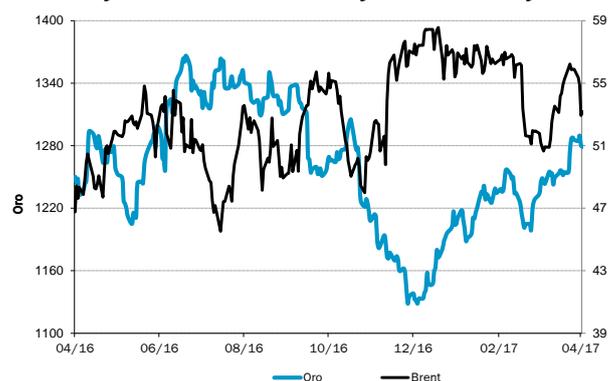
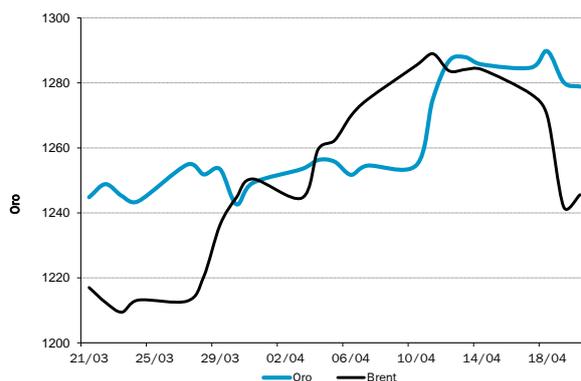


Fuente: BS Análisis

En el mes, los metales industriales caen y el petróleo rebota; el oro sube ante la mayor incertidumbre

En cuanto a **commodities**, los **metales industriales** pierden un -5,5% en el mes por el enfriamiento de expectativas sobre el programa de infraestructuras en Estados Unidos, destacando el desplome de un -30% del mineral de hierro ante el aumento de la oferta a nivel mundial. Por su parte, el **Brent** sube +3,9% en el mes por las presiones de Arabia Saudí para alargar los recortes de producción en la reunión de la OPEP de mayo. Por último, el **oro** sube un 2,7% ante el mayor nivel de incertidumbre global que ha pesado más que la apreciación del dólar.

Gráficos 4 y 5: Evolución mensual y anual del oro y el Brent



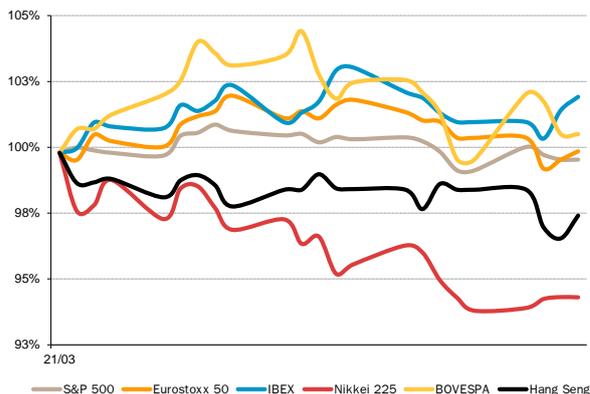
Fuente: BS Análisis

RENTA VARIABLE: EVOLUCIÓN DEL MES, REVISIÓN BENEFICIOS, RECOMENDACIONES ESTRATEGIA
Bolsas mixtas en abril

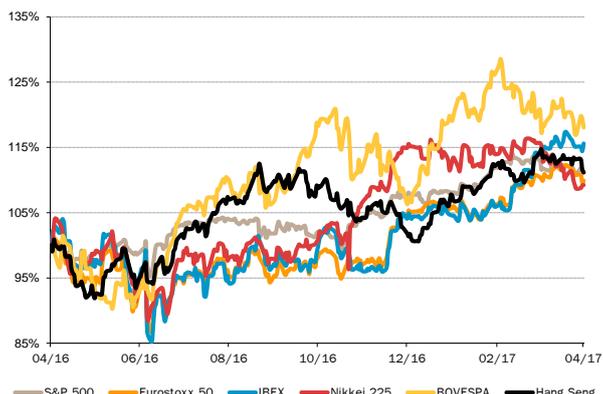
Buena parte de las bolsas bajo nuestra cobertura han acabado cediendo algo de terreno al final del mes o han finalizado el período con pérdidas afectadas por los mayores riesgos políticos en Europa y estratégicos a nivel global y por la **falta de avance en Estados Unidos en cuanto a la aprobación de las reformas anunciadas** en la campaña electoral (ver portada). Con esta demora, se ha diluido en cierta medida el escenario de mayor crecimiento e inflación que los inversores venían cotizando desde la victoria de D. Trump en las elecciones presidenciales de noviembre 2016 y que habían servido de impulso a las bolsas. El impacto en las rentabilidades de la deuda pública a nivel global ha sido un retroceso generalizado a lo que también ha contribuido la fuerte moderación de la inflación de marzo tanto en Estados Unidos como en la Euro Zona. En este escenario de mayor incertidumbre el yen ha actuado como activo refugio apreciándose frente al dólar. Con esto, el **Nikkei** ha experimentado la mayor caída (-5,3%) de los índices que cubrimos. Dentro de los **desarrollados**, el **S&P 500** ha cedido un -0,5% con las mayores pérdidas en el sector financiero (-4,5%) seguido de Telecom (-3,8%). Por el contrario, Inmobiliario y Utilities han conseguido las mayores ganancias (+4,1% y +0,8%, respectivamente) beneficiados por el descenso de las rentabilidades.

Por el contrario, **y siguiendo dentro de los desarrollados**, ha destacado la subida **IBEX 35** (+2,0%) impulsado por las ganancias de Abertis (+10,9%) ante los rumores de que estaría negociando una operación corporativa con la compañía italiana Atlantia y sobre la que estarían de acuerdo los principales accionistas tanto de la concesionaria española (La Caixa) como de la italiana (Sintonia, Familia Benetton), Aena (+9,9%) con los buenos datos de tráfico aeroportuario del primer trimestre (+7,0% respecto a los tres primeros meses de 2016) y la sentencia del Tribunal Supremo reconociendo que la compañía no está obligada a cerrar la tercera pista de Barajas como exigían los vecinos de la zona, Grifols (+8,4%) que ha terminado la refinanciación de su deuda con una emisión de 1.000 millones de euros con un ahorro próximo a los 100 puntos básicos e Inditex (+6,8%) beneficiándose de los problemas de su competidora H&M en la gestión de existencias. No obstante, cabe destacar los desplomes de Banco Popular (-27,6%) ante el déficit de provisiones de 600 millones de euros en las cuentas de 2016 y de Arcelor Mittal (-16,7%) por las circunstancias comentadas en la parte de materias primas (página 5). Por su parte, el **Euro STOXX 50** ha quedado plano con las revalorizaciones de Safran (+8,3%) por la posibilidad de que revise las condiciones de compra de Zodiac (incluso retirando la oferta), Inditex y Vivendi (+3,9%) pese a que el regulador italiano le ha comunicado que debe reducir su participación en Telecom Italia (posee el 24%), compensadas por las caídas de Ahold (-7,4%), Daimler (-6,6%) y Orange (-4,8%).

Entre los **emergentes** el comportamiento ha sido dispar. Así, el **Bovespa** ha subido un +0,7% con la superación de la crisis del sector cárnico y a pesar de que el Tribunal Supremo ha ampliado la imputación por el escándalo de corrupción Carwash a varios miembros del gobierno lo que ha supuesto una nueva caída de la popularidad del presidente, M. Temer. También el **Mexbol** ha ido al alza, +0,5% ante el menor riesgo percibido por el Banco Central de que la economía se pudiera ver impactada por un escenario negativo externo (en referencia a Estados Unidos). Por el contrario, el **Hang Seng** ha retrocedido un -2,3% arrastrado por el sector financiero (-3,5%) y un control más estricto de los reguladores para evitar posibles irregularidades.



Gráficos 6 y 7: Evolución mensual y anual de las bolsas



Fuente: BS Análisis

En Estados Unidos (S&P 500) ha empezado la campaña de resultados del primer trimestre con unas expectativas más exigentes que en el cuarto trimestre 2016 (+9,8% crecimiento esperado frente al +5,7% real)

Por el lado micro, la campaña de resultados del primer trimestre de 2017 ha comenzado en Estados Unidos con la publicación de los grandes bancos de inversión que han superado las previsiones de los analistas en un +5,4%. Para el primer trimestre las expectativas del consenso son más exigentes que para el cuarto trimestre de 2016 con un crecimiento esperado de los beneficios del S&P 500 del +9,8% interanual frente a un incremento en el cuarto del +5,7%. Por sectores, destaca la mejora prevista en financieros (+17,6% frente a +11,7% en el primer trimestre de 2016) mientras que el incremento de los beneficios de los defensivos y los cíclicos sin incluir Energía (cuyos beneficios caerían fuertemente frente a los tres primeros meses de 2016) se moderarían ligeramente en comparación con lo publicado en el último trimestre de 2016.

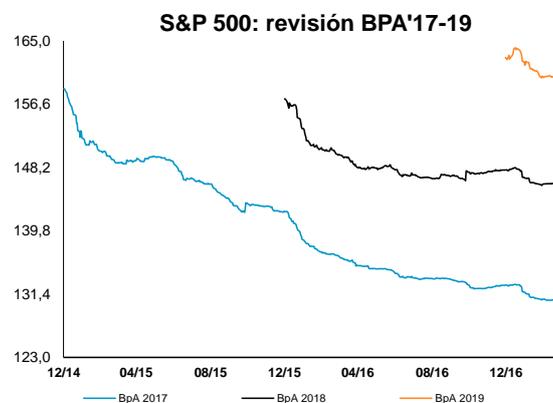
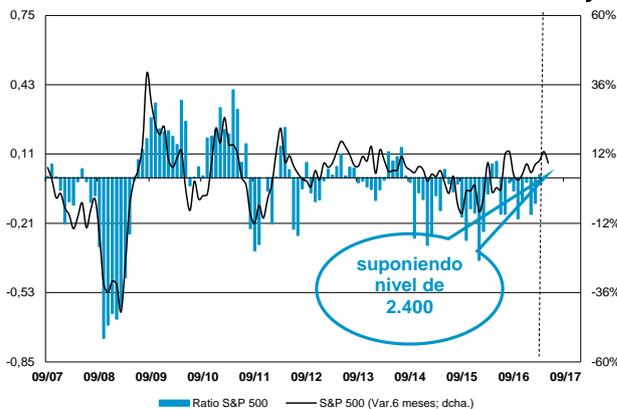
Tabla 2: S & P 500: expectativas de crecimiento de beneficios del primer trimestre 2017 frente a reales de 2016

Sectores/Índice	BPA'1T 16/ BPA'1T 15	BPA'2T 16/ BPA'2T 15	BPA'3T 16/ BPA'3T 15	BPA'4T 16/ BPA'4T 15	BPA'1T 17/ BPA'1T 16
Energía	-112,4%	-85,8%	-64,7%	4,9%	-610,5%
Industriales	0,1%	2,2%	3,4%	-2,2%	-5,8%
Consumo Cíclico	18,4%	13,0%	6,5%	3,4%	-1,2%
Materiales Básicos	-11,1%	-8,9%	6,0%	5,1%	10,0%
Tecnología	-6,8%	1,5%	11,3%	11,2%	13,9%
S&P 500	-6,6%	-2,1%	4,3%	5,7%	9,8%
Farmacia	7,5%	5,7%	7,3%	5,5%	1,4%
Consumo No Cíclico	0,7%	-0,3%	6,4%	5,7%	2,8%
Utilities	-7,3%	2,4%	13,2%	10,6%	-0,8%
Telecomunicaciones	7,9%	-0,5%	-1,1%	-28,4%	-3,6%
Financieras	-11,4%	-1,3%	12,1%	11,7%	17,6%

Fuente: FactSet y BS 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) está en negativo. A los niveles actuales de cotización el S&P 500 descuenta un ratio de revisiones de beneficios al alza frente a las últimas revisiones a la baja.

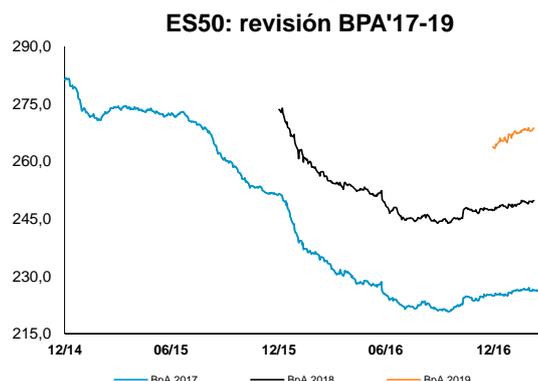
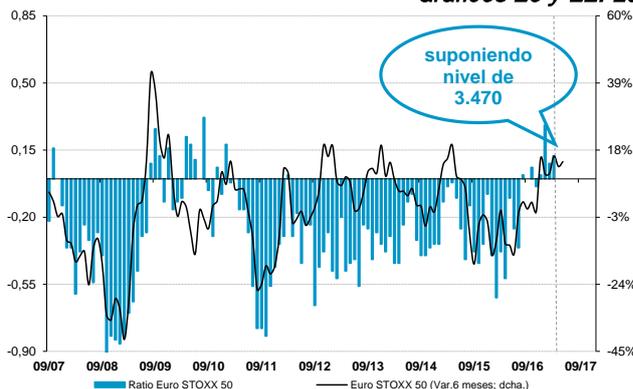
Gráficos 8 y 9: S & P 500, Índice Upward-Downward y Rev. BPA Consenso



Fuente: FactSet yBS Análisis

En el Euro STOXX 50 el índice Upward-Downward está ligeramente positivo pero podría deteriorarse (tornarse negativo) a lo largo del segundo trimestre de 2017.

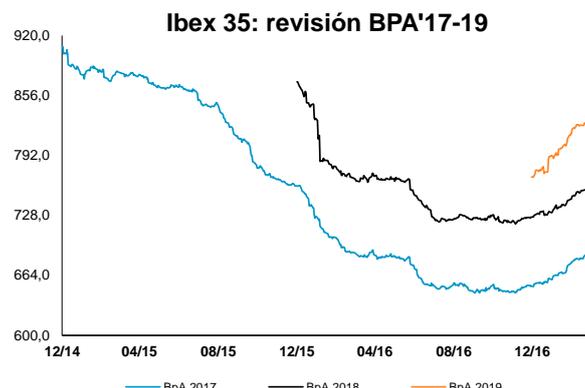
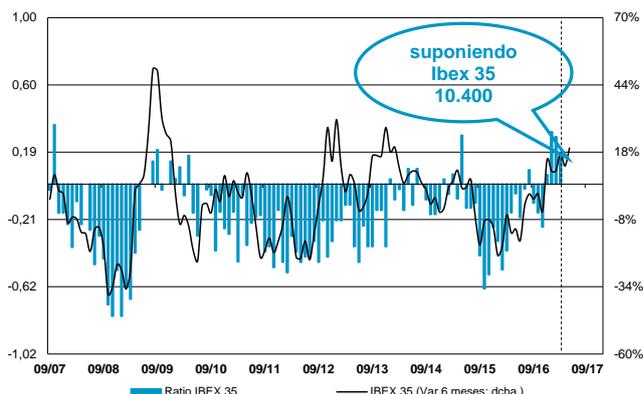
Gráficos 10 y 11: Euro STOXX 50 Índice Upward-Downward y Rev. BPA Consenso



Fuente: FactSet y BS Análisis

En el **IBEX 35**, el índice *Upward-Downward* está en positivo y apunta a revisiones de beneficios al alza que vemos poco sostenibles para 2017.

Gráficos 12 y 13: IBEX Índice Upward-Downward y Rev BPA Consenso



Fuente: FactSet y BS Análisis

Mantenemos nuestras estimaciones *Top Down* para 2017-19 en IBEX 35, Euro STOXX 50 y S&P 500. Revisamos a la baja nuestras estimaciones 2017/18 *Bottom Up* en IBEX 35 y mantenemos en Euro STOXX 50 y seguimos por encima de consenso en ambos

En las tablas siguientes mostramos las estimaciones de BPA y las últimas revisiones y 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, España y Europa y seguimos ligeramente por debajo del consenso en el IBEX 35, el Euro STOXX 50 y en el S&P 500 (salvo en IBEX para 2019). Revisamos a la baja nuestras estimaciones *Bottom Up* 2017-18 en IBEX 35 y mantenemos sin apenas cambios en Euro STOXX 50 y continuamos en ambos casos por encima del consenso.

Tabla 3: 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	125,5	5,5%	134,9	7,5%	142,3	5,5%
	Revisión frente a Mes Anterior	0,0%		0,0%		-	
	Beneficios Bottom Up	n.a.		n.a.		n.a.	
	Revisión frente a Mes Anterior	n.a.		n.a.		n.a.	
	Revisión 2017	n.a.		n.a.		n.a.	
	Beneficios Ex - financieros	n.a.		n.a.		n.a.	
Revisión frente a Mes Anterior	n.a.		n.a.		n.a.		
Revisión 2017	n.a.		n.a.		n.a.		
Bloomberg	Beneficios Bloomberg	130,0	5,7%	145,1	11,6%	160,5	10,6%
	Revisión 1 Mes	-0,3%		-0,3%		-0,9%	
	Revisión 3 Meses	-0,7%		-0,3%		-	
	Revisión 2017	-0,7%		-0,3%		-	
FactSet	Beneficios FactSet	130,5	10,0%	146,1	11,9%	160,0	9,6%
	Revisión 1 Mes	-0,1%		0,1%		-0,1%	
	Revisión 3 Meses	-1,6%		-1,3%		-1,8%	
	Revisión 2017	-1,6%		-1,3%		-1,8%	
	Beneficios Cíclicos Exfinan						
	Revisión 1 Mes (*)	-0,3%		0,3%		0,3%	
	Revisión 3 Meses (*)	-1,4%		-1,0%		-3,9%	
	Revisión 2017 (*)	-1,4%		-1,0%		-3,9%	
	Beneficios Defensivos						
	Revisión 1 Mes (*)	-0,3%		-0,2%		-0,2%	
	Revisión 3 Meses (*)	-2,3%		-2,6%		-3,6%	
	Revisión 2017 (*)	-2,3%		-2,6%		-3,6%	
	Beneficios Financieros						
Revisión 1 Mes (*)	0,2%		0,3%		-0,3%		
Revisión 3 Meses (*)	0,7%		1,3%		2,5%		
Revisión 2017 (*)	0,7%		1,3%		2,5%		

Fuente: BS Análisis

Tabla 4: Estimaciones de beneficios ajustados IBEX 35 2017 – 2019 y revisiones
Ibex 35

		2017	Crecimiento	2018	Crecimiento	2019	Crecimiento
BS Análisis	Beneficios Top Down	638,3	9,5%	721,3	13,0%	833,0	15,5%
	Revisión frente a Mes Anterior	0,0%		0,0%			
	Beneficios Bottom Up	721,8	21,3%	791,9	9,7%	-	-
	Revisión frente a Mes Anterior	-3,6%		-2,4%			
	Revisión 2017	4,5%		3,0%			
	Beneficios Ex - financieros	450,1	9,4%	499,7	11,0%	-	-
Revisión frente a Mes Anterior	0,7%		1,5%				
Revisión 2017	3,6%		4,3%				
Bloomberg	Beneficios Bloomberg	702,0	24,5%	774,1	10,3%	895,3	15,66%
	Revisión 1 Mes	1,0%		-0,4%		2,4%	
	Revisión 3 Meses	1,2%		2,9%		15,0%	
	Revisión 2017	1,2%		2,9%		-	
FactSet	Beneficios FactSet	701,8	28,0%	777,5	10,8%	859,2	10,51%
	Revisión 1 Mes	0,7%		0,8%		2,5%	
	Revisión 3 Meses	2,7%		2,3%		7,5%	
	Revisión 2017	2,7%		2,3%		7,5%	

Fuente: BS Análisis

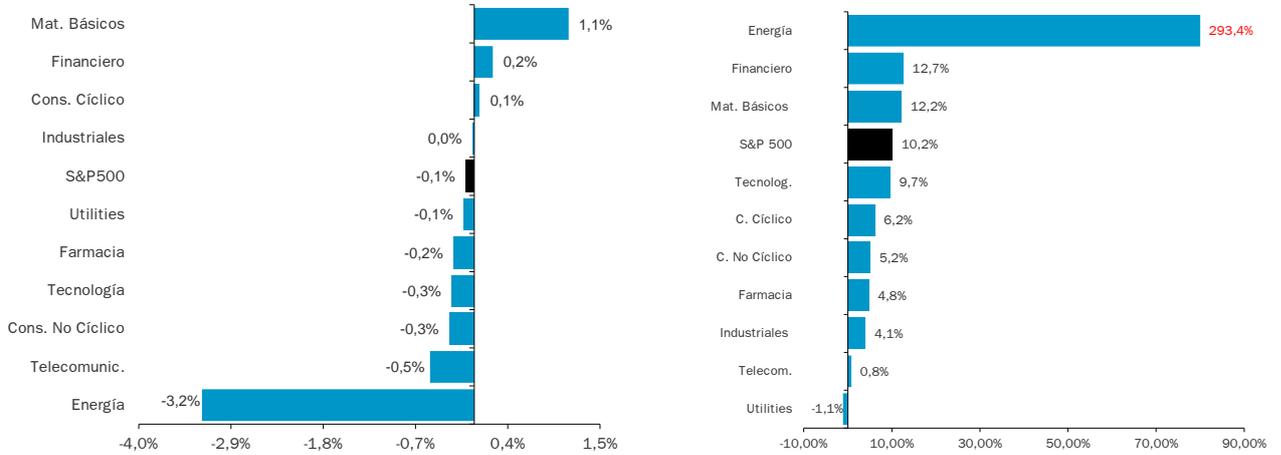
Tabla 5: Estimaciones de beneficios ajustados Euro STOXX 50 2017 – 2019 y revisiones
Euro STOXX 50

		2017	Crecimiento	2018	Crecimiento	2019	Crecimiento
BS Análisis	Beneficios Top Down	232,4	9,0%	252,2	8,5%	269,8	7,0%
	Revisión frente a Mes Anterior	0,0%		0,0%			
	Beneficios Bottom Up	244,4	14,4%	266,6	9,1%	-	-
	Revisión frente a Mes Anterior	0,1%		-0,2%			
	Revisión 2017	0,9%		0,3%			
	Beneficios Ex - financieros	202,8	14,6%	222,1	9,5%	-	-
Revisión frente a Mes Anterior	0,7%		0,1%				
Revisión 2017	-0,2%		-0,4%				
Bloomberg	Beneficios Bloomberg	232,9	15,2%	256,5	10,2%	281,6	9,8%
	Revisión 1 Mes	-0,5%		-0,5%		1,0%	
	Revisión 3 Meses	0,0%		-0,2%		2,1%	
	Revisión 2017	0,0%		-0,2%		-	
FactSet	Beneficios FactSet	225,7	10,8%	248,8	10,2%	269,6	8,4%
	Revisión 1 Mes	-0,3%		-0,1%		0,3%	
	Revisión 3 Meses	0,3%		0,6%		2,1%	
	Revisión 2017	0,3%		0,6%		2,1%	
FactSet	Beneficios Cíclicos Exfinan						
	Revisión 1 Mes (*)	0,3%		0,2%		0,2%	
	Revisión 3 Meses (*)	1,6%		1,2%		3,8%	
	Revisión 2017 (*)	1,6%		1,2%		3,8%	
	Beneficios Defensivos						
	Revisión 1 Mes (*)	1,1%		0,9%		0,9%	
Revisión 3 Meses (*)	1,2%		0,9%		2,1%		
Revisión 2017 (*)	1,2%		0,9%		2,1%		
FactSet	Beneficios Financieros						
	Revisión 1 Mes (*)	-1,0%		-0,3%		0,5%	
	Revisión 3 Meses (*)	-1,5%		-0,5%		2,1%	
	Revisión 2017 (*)	-1,5%		-0,8%		1,8%	

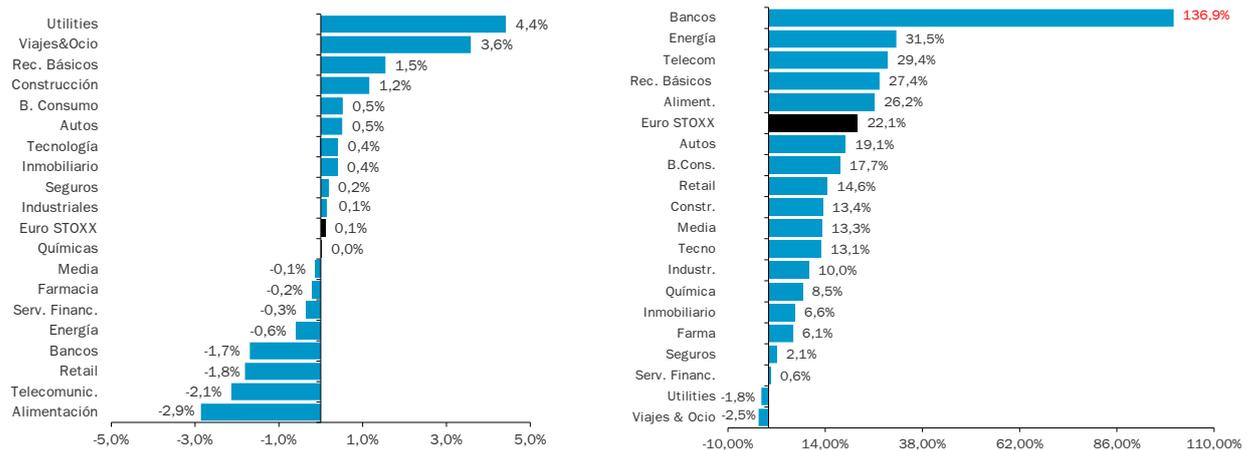
Fuente: BS Análisis

Por sectores, en **Europa** los beneficios 2017 por parte del consenso se revisan ligeramente al alza (destacan las revisiones de Utilities y Viajes y Ocio; ver gráficos izquierda abajo) mientras que en Estados Unidos se revisan a la baja (destacan Energía y Telecom). Para 2017 (ver gráficos derecha abajo) se esperan los mayores crecimientos en Europa en Bancos y Energía y en Estados Unidos también es Energía donde se prevé el mayor aumento, seguido de Financieros.

Gráficos 14 y 15: S&P 500: Revisión beneficios 2017e 1 mes y estimaciones 2017 por sectores



Gráficos 16 y 17: Euro STOXX: Revisión beneficios 2017e 1 mes y estimaciones 2017 por sectores



Fuente: BS Análisis

RECOMENDACIONES GEOGRÁFICAS Y SECTORIALES Y ÚLTIMOS CAMBIOS

Tabla 6: Selección geográfica y sectorial y cambios en el último mes

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

Como esperábamos, en las últimas semanas el flujo de noticias ha comenzado a deteriorarse: (i) repunte del riesgo político en Europa, tanto en el Reino Unido como en Francia (ver la parte macro, página 3), (ii) fuerte moderación de la inflación general y algo menor de la subyacente que ha contribuido a relajar las rentabilidades a niveles mínimos de este año, (iii) importante diferencia negativa entre algunos indicadores macro adelantados y los datos de actividad publicados que se sitúan por debajo de las previsiones, (iv) aumento del riesgo geopolítico. En adelante esperamos que el mercado continúe afectado por una mayor incertidumbre asociada tanto a eventos políticos como a que los niveles de sorpresas macro alcanzados son difícilmente sostenibles y por las dudas sobre la capacidad de la administración de D. Trump de aprobar los estímulos fiscales en Estados Unidos prometidos en la campaña. **Con todo ello, y con los índices cotizando por encima de los niveles de valoración de diciembre 2017 seguimos manteniendo nuestra recomendación de VENDER considerando: (i) no hay margen de valoración que ya estaría muy ajustada, (ii) los indicadores de sentimiento están en riesgo.**

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.

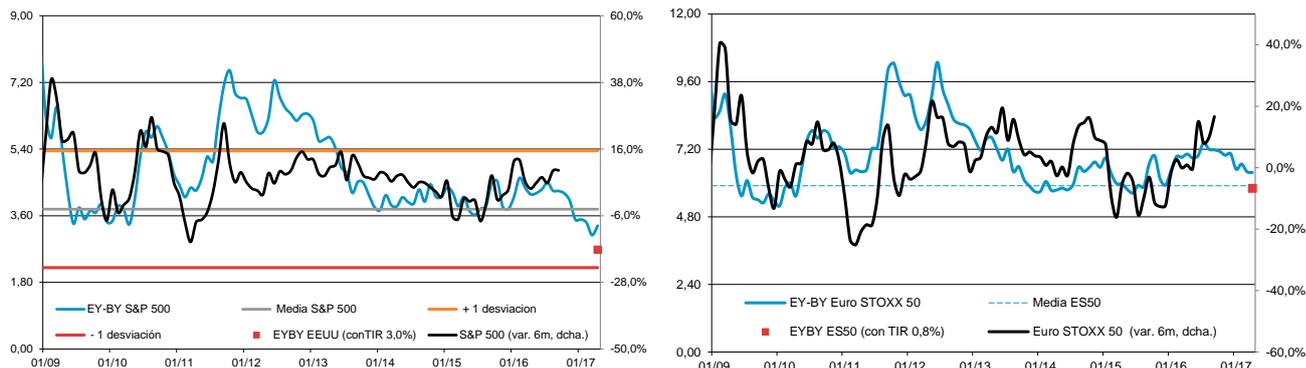
Así, mantenemos las valoraciones para el IBEX 35, el Euro STOXX 50 y el S&P 500 y a pesar del comportamiento mixto de las bolsas del último mes **no restaría potencial para finales de 2017...**

- (I) IBEX 35 -8,7% con la valoración a diciembre 2017 de 9.500 puntos.
- (II) Euro STOXX 50 -5,2% con la valoración para diciembre 2017 en 3.250 puntos.
- (III) S&P 500 -1,6% con la valoración a diciembre 2017 en 2.300 puntos.

...la valoración continúa siendo ajustada y no deja margen de subidas...

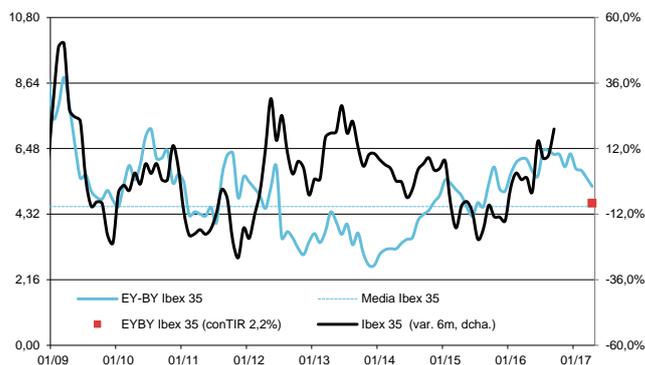
En efecto, si **consideramos la diferencia entre la rentabilidad de la bolsa y la de la deuda**, los niveles actuales apuntarían a un estancamiento de las bolsas a pesar de los bajos niveles de rentabilidades de la deuda. En este sentido, a menos que volvamos a la situación macro con una combinación de inflación, crecimiento económico y rentabilidades de la deuda previa a 2007, las bolsas ya no tendrían margen de revalorización sin una fuerte revisión de beneficios al alza o nuevos retrocesos de rentabilidades. En concreto, en Estados Unidos la diferencia entre las rentabilidades de la bolsa y la deuda (por debajo de la media) apunta a caídas a 12 meses mientras que tanto en el Euro STOXX 50 como en el IBEX 35 (cerca de su media histórica en ambos casos) perfilan un estancamiento de las cotizaciones bursátiles.

Gráficos 18 y 19: S&P 500 y Euro STOXX 50: diferencia de rentabilidad entre la bolsa y los bonos



Fuente: FactSet, BS Análisis

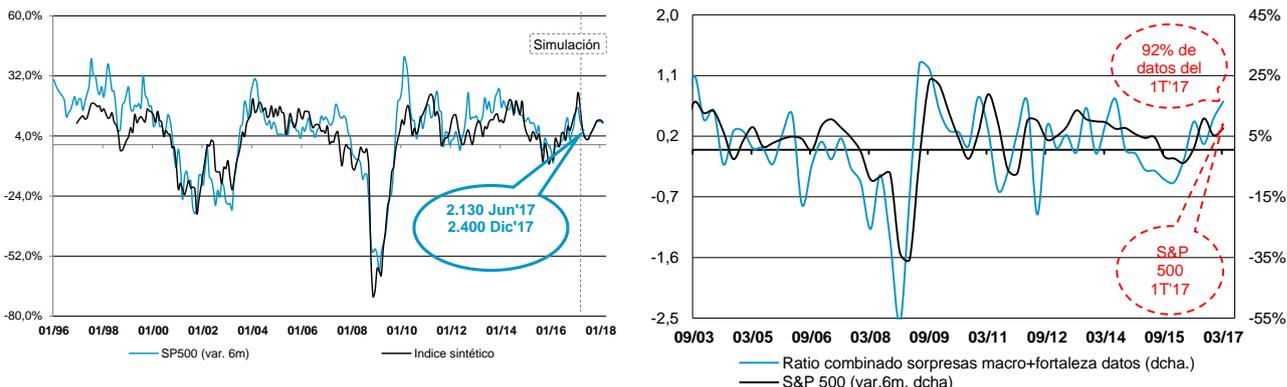
Gráfico 20: IBEX 35: diferencia de rentabilidad entre la bolsa y los bonos



Fuente: FactSet, BS Análisis

Teniendo en cuenta la **valoración macro**, el buen comportamiento del **S&P 500** ya recogería la positiva evolución de la macro. En este sentido, los indicadores adelantados de actividad, cerca de máximos, y la buena evolución del diferencial de crédito mejoraron las perspectivas para el primer trimestre 2017 pero sin nuevos repuntes en los indicadores adelantados (difíciles desde estos niveles) nuestro índice apunta a niveles de 2.130 a junio 2017 y 2.400 a diciembre. De igual forma, el ratio de sorpresas positivas está cerca de máximos y tampoco parece probable que se mantenga ahí.

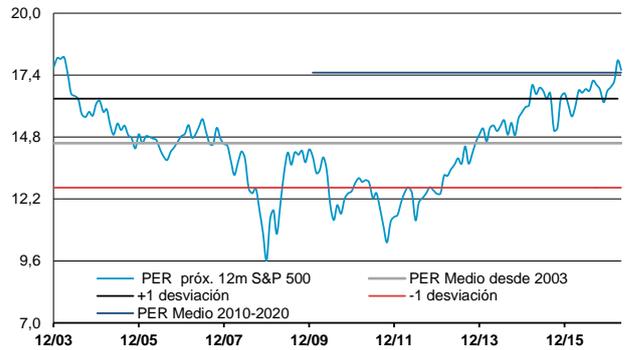
Gráficos 21 y 22: S&P 500: índice sintético macro y ratio sorpresas positivas



Fuente: FactSet, BS Análisis

Siguiendo con el S&P 500, y teniendo en cuenta el PER en su comparativa con los beneficios, el colchón para absorber revisiones de beneficios a la baja se agota con los múltiplos del índice en máximos.

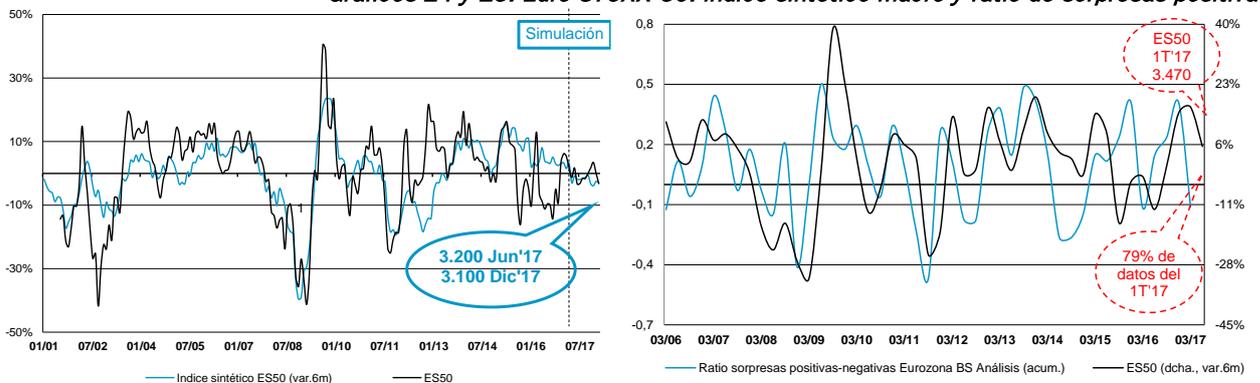
Gráfico 23: S&P 500: PER 12 meses



Fuente: FactSet, BS Análisis

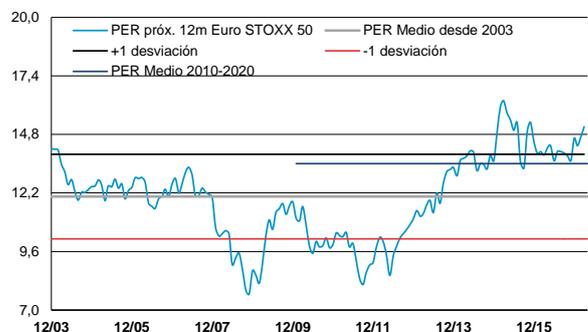
En el **Euro STOXX 50** y respecto a la valoración macro, los datos macro sorprenden al alza solamente por el lado de los indicadores adelantados mientras que los datos retrasados de actividad no terminan de reflejarlo y hacen dudar de la fortaleza de los primeros. Con todo, la macro sigue siendo acorde con niveles de 3.200 a junio 2017 y 3.100 a diciembre. A los niveles actuales, el índice tiene descontado un ratio de sorpresas positivas cerca de máximos pero los datos macro han empezado a decepcionar a finales del primer trimestre y las decepciones podrían continuar en el segundo. En cuanto al PER frente a los beneficios, sin notables revisiones adicionales de beneficios al alza queda poco margen de revalorización puesto que el Euro STOXX 50 ya cotiza un +12% por encima de la media histórica.

Gráficos 24 y 25: Euro STOXX 50: índice sintético macro y ratio de sorpresas positivas



Fuente: FactSet, BS Análisis

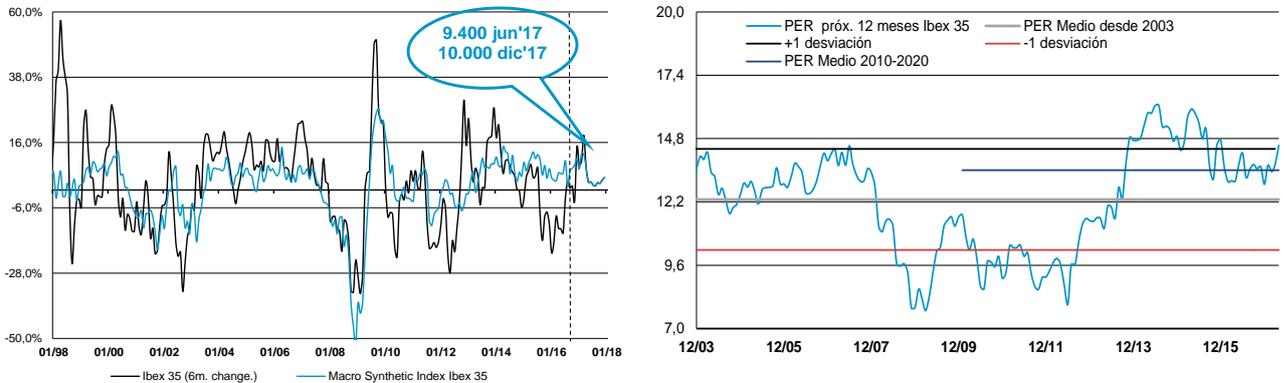
Gráfico 26: Euro STOXX 50: PER 12 meses



Fuente: FactSet, BS Análisis

Por último, en el **IBEX 35** y en referencia a la valoración macro, el índice sintético macro respalda niveles de 9.400 puntos a junio 2017 y 10.000 a diciembre. En términos de precio y beneficios (PER), a pesar de las revisiones de beneficios 2017 al alza, el índice cotiza un PER 12 meses por encima de su nueva media histórica.

Gráficos 27 y 28: IBEX 35: Índice sintético macro y PER 12 meses

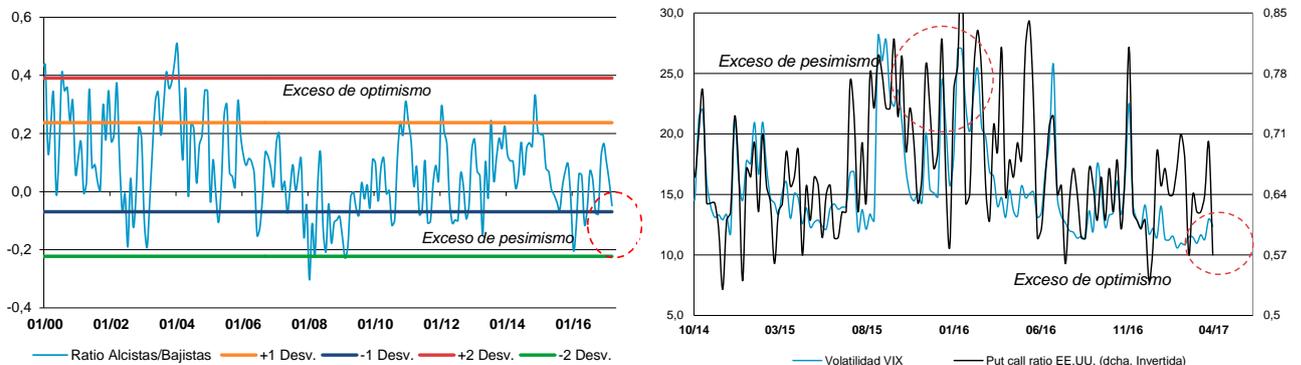


Fuente: FactSet, BS Análisis

...con indicadores de sentimiento en riesgo...

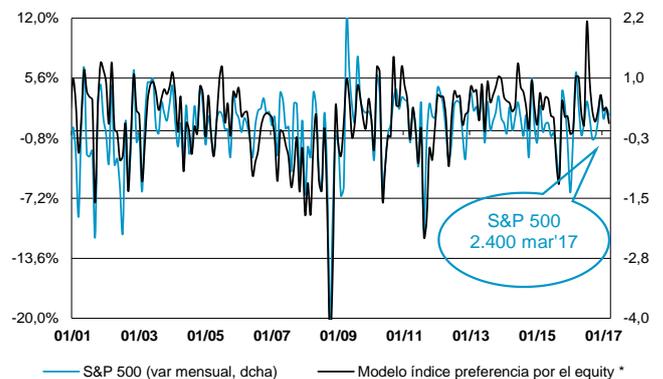
Así, mientras la volatilidad está en mínimos el ratio alcistas (bull)/bajistas (bear), gráfico de la izquierda abajo, sigue reflejando pesimismo. Esta situación anómala tiene a normalizarse: el ratio alcistas/bajistas se aleja del pesimismo extremo pero se mantiene en la parte baja del rango. En cuanto al ratio put/call, se ha desplazado hacia un extremo optimismo. Por último, por lo que se refiere al índice de preferencia por la renta variable, éste respalda niveles de 2.400 puntos para el S&P 500 y lleva desde febrero 2016 sin moverse a terreno negativo.

Gráficos 29 y 30: S&P 500: ratio alcistas/bajistas y ratio put/call frente a índice de volatilidad (VIX)



Fuente: FactSet, BS Análisis

Gráfico 31: S&P 500: índice de preferencia por la renta variable



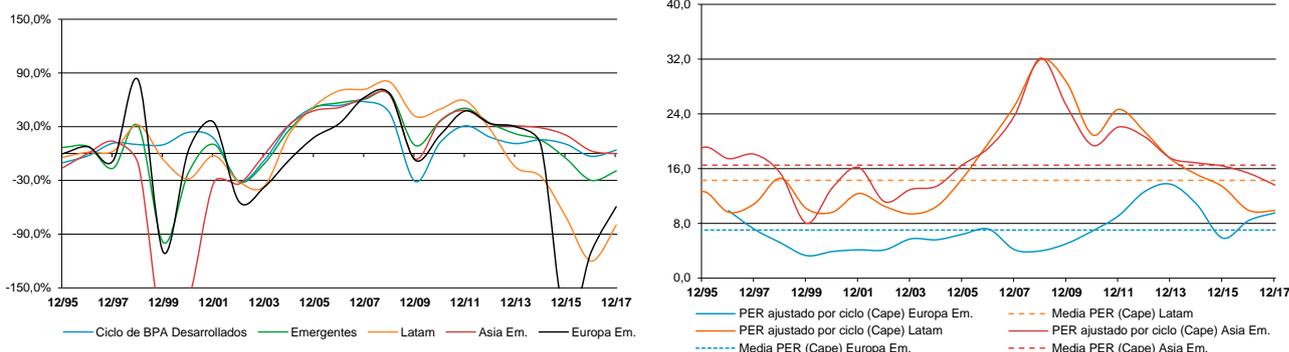
Fuentes: FactSet, Bloomberg, y BS Análisis basado en VIX, ratio alcistas/bajistas, ratio put/call, diferencial alta rentabilidad, sorpresas macro y ratio subidas/bajadas

Recomendaciones geográficas: mantenemos nuestra preferencia en el Footsie en Desarrollados y subimos a Sobreponderar el Bovespa entre los Emergentes

Mantenemos en Neutral 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 Neutral en Emergentes frente a Desarrollados. Por beneficios, las revisiones en el último mes de los emergentes han virado al alza en el último mes (+4,1% frente a +1,8% de los desarrollados) y en lo que va de 2017 la revisión al alza ya duplica la de los desarrollados. Aún así, los emergentes siguen teniendo un amplio margen de recuperación puesto que los beneficios están en torno a un -20% por debajo del beneficio medio del ciclo. En cuanto a la **valoración**, los emergentes serían más atractivos con una perspectiva a medio largo plazo. Así, el PER ajustado por ciclo de los emergentes está un -16% por debajo de la media histórica frente a un -2% de los desarrollados con crecimiento tendencial nulo de los beneficios. En términos de P/VC relativo los emergentes cotizan con un descuento del -15% respecto al P/VC respecto a su media histórica.

Gráficos 32 y 33: Emergentes/Desarrollados: ciclo de beneficios y PER ajustado



En Desarrollados, bajamos Japón a Infraponderar y Estados Unidos a Neutral. Mantenemos la preferencia por el Reino Unido. Dentro de Europa y entre los periféricos nos decantamos por el IBEX 35 y seguimos prefiriendo el DAX frente al CAC (ambos en Neutral)

Dentro de los Emergentes subimos a Sobreponderar Brasil (índice Bovespa) desde Neutral por (i) las bajadas de tipos de interés, (ii) las reformas estructurales (pensiones) aún pendientes de aplicar que apoyarán revisiones al alza del PIB 2018.

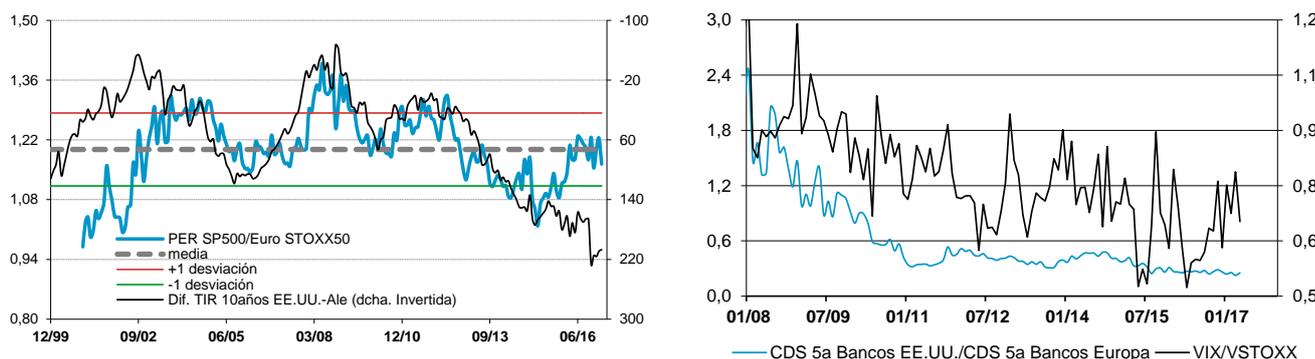
Subimos a Neutral México (índice Mexbol) desde Infraponderar por (i) el rebote del crudo a niveles en torno a 55 dólares/barril, (ii) el menor riesgo proteccionista en Estados Unidos tras las últimas declaraciones de miembros de la administración de D. Trump.

Dentro de los Desarrollados bajamos a Neutral Estados Unidos (S&P 500) y a Infraponderar Japón al tiempo que mantenemos en Sobreponderar el Reino Unido (índice Footsie). En Europa mantenemos en Neutral Suiza (SMI) junto con los demás índices (Euro STOXX 50, CAC y DAX). **Mantenemos en Infraponderar los periféricos (MIB e IBEX 35).**

Bajamos a Infraponderar el Nikkei (Japón) por (i) repunte en la aversión al riesgo sin un repunte significativo de rentabilidades, (ii) apreciación del yen.

Bajamos a Neutral el S&P 500 (Estados Unidos) por (i) valoración ajustada del índice tras haberlo hecho mejor que el Euro STOXX 50 un +22% en los últimos 12 meses (pero -1,5% desde noviembre 2016 por la mejor evolución de los bancos europeos que no han reflejado el aplanamiento de pendientes) y con el PER relativo en torno a la media histórica justificado por una mayor moderación de la rentabilidad de la deuda de Estados Unidos, (ii) menor apoyo del flujo de noticias.

Gráficos 34 y 35: PER S&P 500/Euro STOXX 50: frente a diferencial de tipos y CDS bancos Estados Unidos/Europa



Mantenemos en Sobreponderar el Footsie (Reino Unido) por la depreciación de la libra a medio plazo, su elevada exposición exterior (lo que contrarrestará el impacto diferido en crecimiento por la salida de la UE), y la elevada correlación de los beneficios con el tipo de cambio efectivo nominal.

Dentro de Europa mantenemos la preferencia al DAX (aunque sigue en Neutral) ante el repunte de la incertidumbre política en Europa, (ver sección macro, página 4), que podría ir en aumento en función del resultado de las elecciones presidenciales francesas. En comparación con el CAC, un repunte adicional de la prima de riesgo francesa impulsaría el ratio DAX/CAC.

Entre los **periféricos (MIB e IBEX 35)** aunque **ambos** índices continúan en **Infraponderar**, **estamos más neutrales en IBEX 35 que en el MIB** puesto que ya no esperamos elecciones en Italia antes de 2018 y la recapitalización de los grandes bancos ya está completada y la de los medianos encauzada. Además, en cuanto al IBEX, esperamos que un recorte brinde la oportunidad para mejorar la recomendación sobre todo por nuestra visión más constructiva en Bancos.

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 un -3,1% peor que las grandes por el mal comportamiento de las pequeñas de los sectores de Energía, Telecom y Financiero mientras que el PER relativo entre pequeñas y grandes cotiza un 2,7% por encima de su media y en el caso del PVC un -1,2% por debajo. También favorece a las pequeñas la mayor exposición doméstica y la correlación positiva con el S&P 500. En la Euro zona, las pequeñas ganan un +2,2% en 2017 frente a las grandes (-4,8% en España) en tanto que el PER relativo entre pequeñas y grandes cotiza un -5,6% por debajo de su media (-20,0% en España) y en el caso del PVC un -3,0% (+0,9% en España). Con esto, **esperaríamos a un recorte en bancos para modificar la preferencia a Grandes en España.**

Gráficos 36 y 37: Estados Unidos y Europa: pequeñas contra grandes (frente a PER/ PVC)

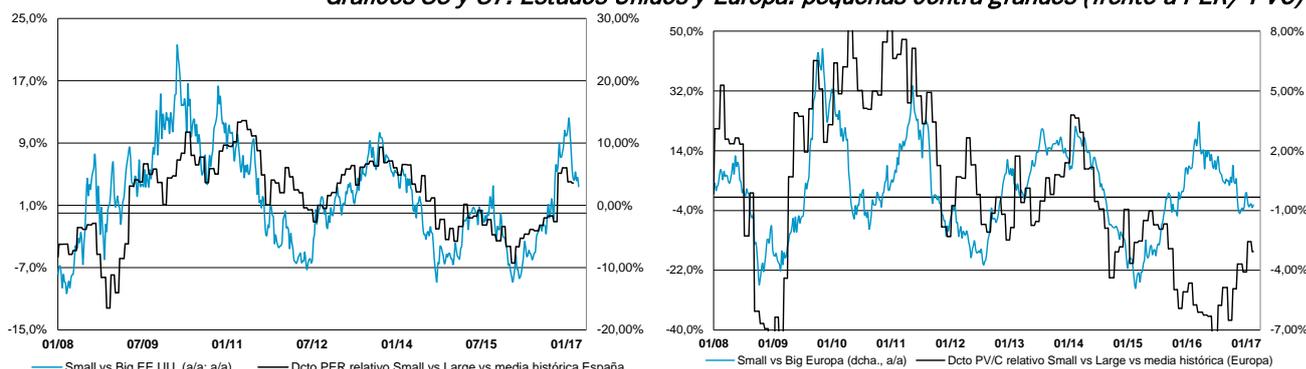
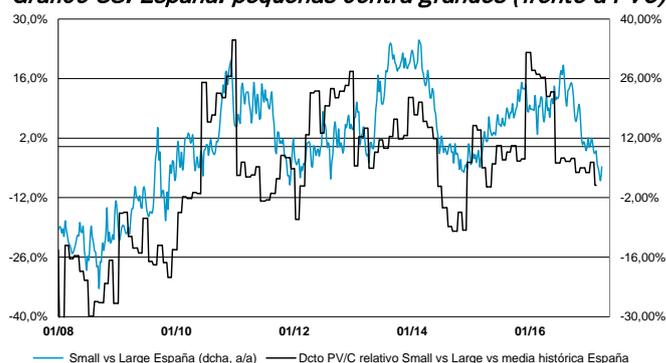


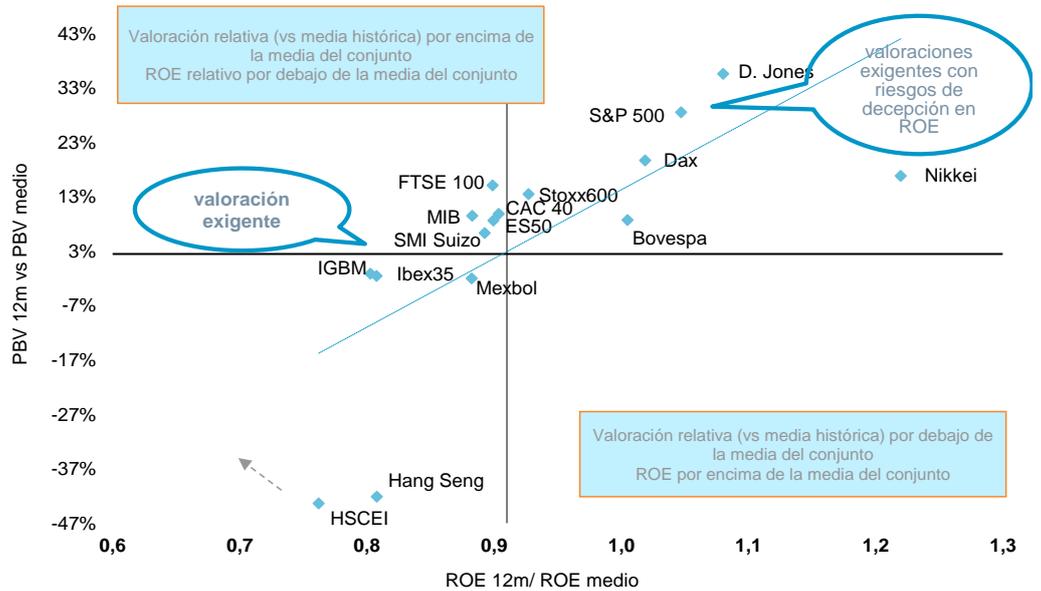
Gráfico 38: España: pequeñas contra grandes (frente a PVC)



Fuente: Bloomberg, BS Análisis

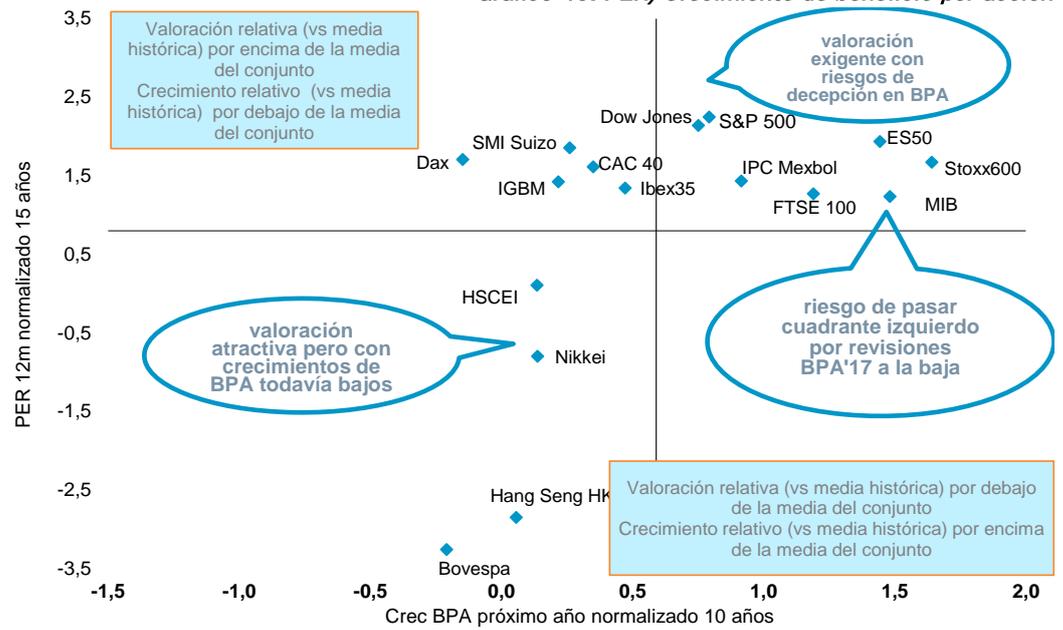
En los 4 gráficos siguientes mostramos los niveles de distintos ratios por índices.

Gráfico 39: Precio/Valor Contable frente a ROE 12m/ROE medio



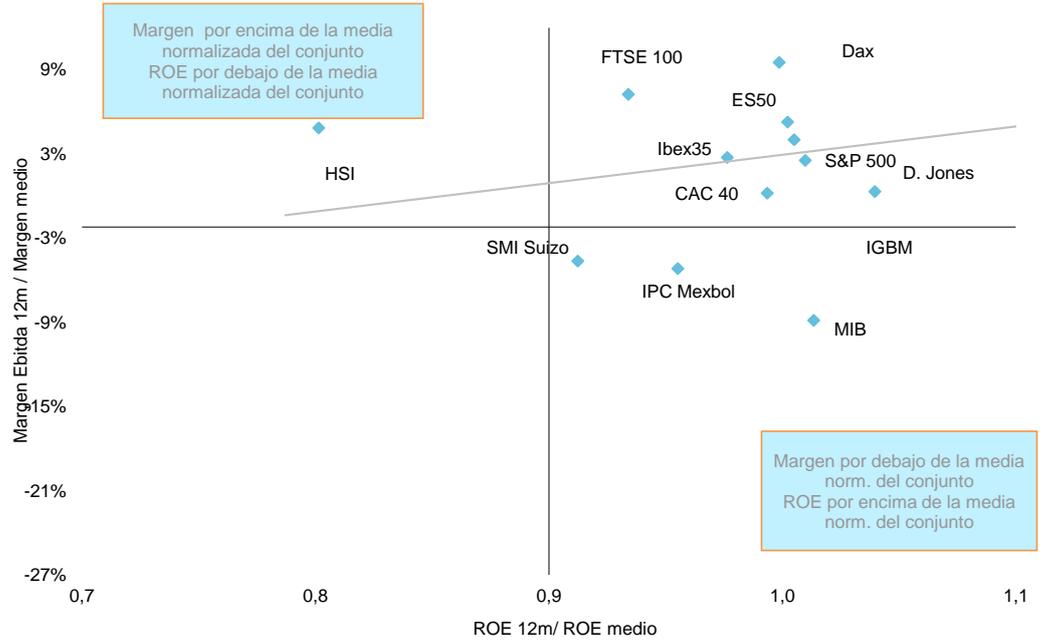
Fuente: FactSet y BS Análisis

Gráfico 40: PER/Crecimiento de beneficio por acción



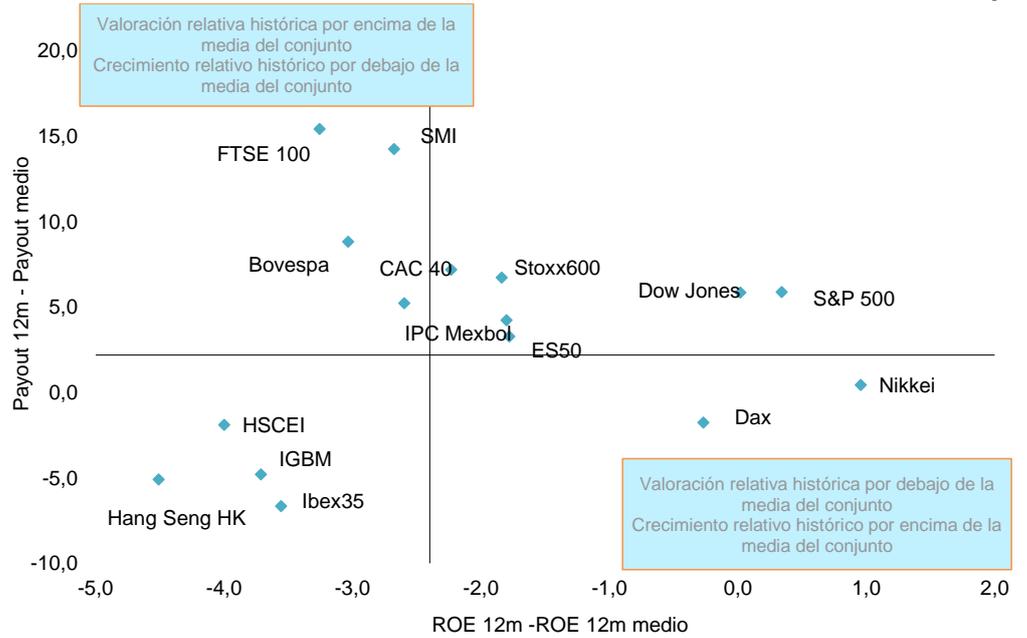
Fuente: FactSet y BS Análisis

Gráfico 41: Margen EBITDA frente a ROE



Fuente: FactSet y BS Análisis

Gráfico 42: ROE frente a Payout



Fuente: FactSet y BS Análisis

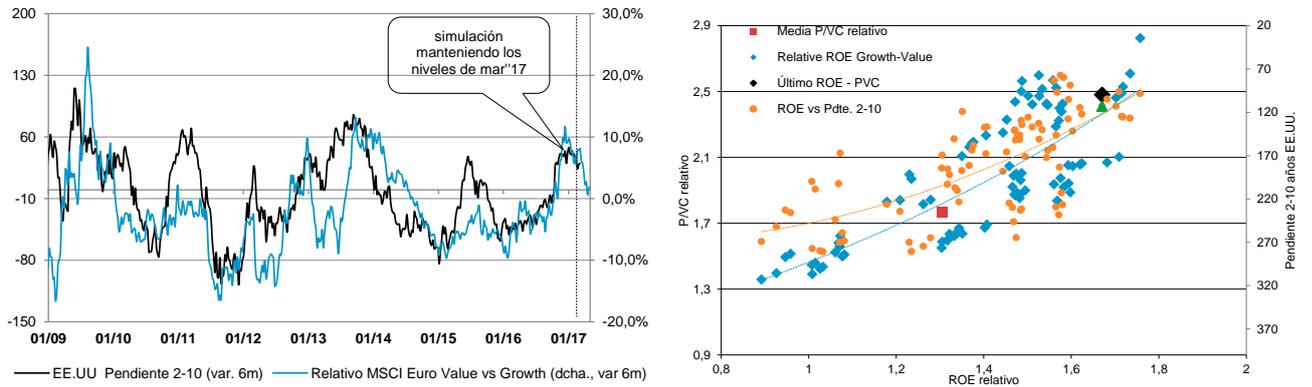
Recomendaciones sectoriales: Neutrales entre *growth* / *value* y cíclicos/defensivos, más peso en financieros

*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 el relativo *value/growth* en la Eurozona se mantuvo sin cambios pese al retroceso en marzo de la pendiente 2-10 años hasta niveles del 20 de enero y el continuo deterioro del *value*. Por su parte, la menor pendiente en el segundo semestre 2017 en Estados Unidos debería seguir favoreciendo cierto rebote en el *growth*. En cuanto a valoración, a pesar de la corrección desde los máximos de 2016, el ratio PVC relativo *growth/ value* se mantiene en niveles elevados aunque compatibles con sus niveles de ROE. Por último, una estabilización de la pendiente en Estados Unidos en 100 puntos básicos frente a los 113 actuales favorecería el ROE y el P/VC relativo del *growth*.

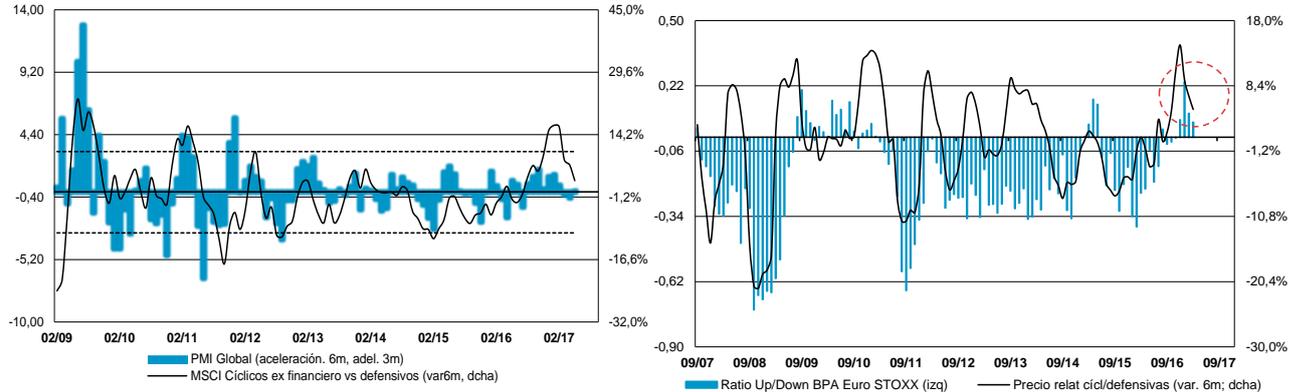
Gráficos 43 y 44: Ratio *growth/ value*: frente a pendiente 2-10 años de Estados Unidos y frente a PVC/ROE



Fuente: FactSet, BS Análisis

También **mantenemos la equiparación entre cíclicos y defensivos** considerando que los cíclicos empiezan a poner en precio la pérdida de *momentum* en el PMI global. Esperamos que el mejor comportamiento relativo de los cíclicos acumulado hasta ahora continúe revirtiendo en el segundo semestre de 2017. Por otro lado, los cíclicos lo hicieron peor en la Euro Zona en el último mes y empiezan a alinearse con un ratio *up-downward* de beneficios estable. Las últimas revisiones al alza se centran más en defensivos (+1,1% en el último mes) que en cíclicos exfinancieros (+0,3%). Por último, los financieros se revisan a la baja un -1,0%.

Gráficos 45 y 46: MSCI y Euro STOXX: cíclicos/ defensivos frente PMI global y up-downward de beneficios por acción



Fuente: FactSet, BS Análisis

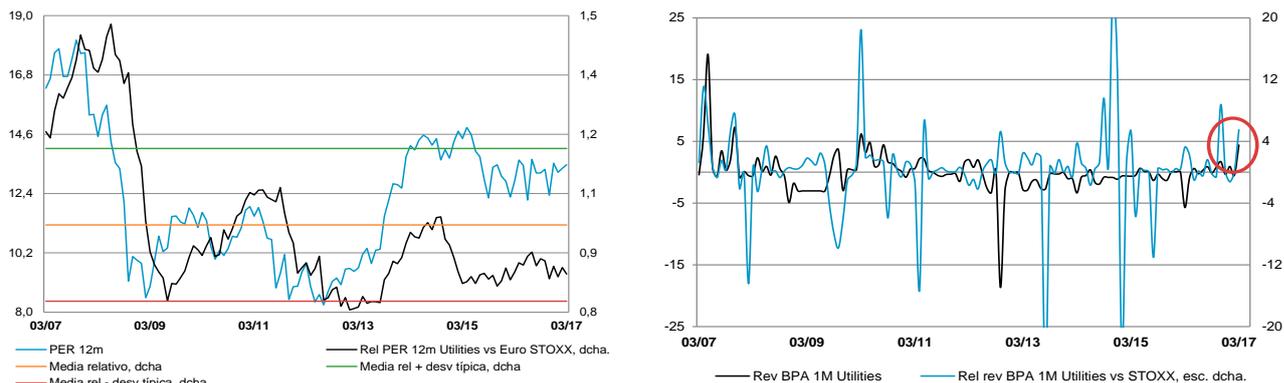
Así, a nivel de recomendaciones sectoriales destacamos:

Bajamos a Infraponderar Farma por (i) deterioro del *momentum* tras el mejor comportamiento que el índice Euro STOXX desde principios de año (+3 puntos porcentuales), (ii) menor temor a la presión en precios en Estados Unidos tras la retirada de D. Trump de la reforma de la legislación sanitaria.

Subimos a Neutral Químicas por (i) menores dudas regulatorias en la operación de compra de Monsanto por parte de Bayer, (ii) correlación positiva con emergentes y crudo.

Subimos a Neutral Utilities por (i) menores dudas regulatorias en Alemania, (ii) menor riesgo de subida de rentabilidades, (iii) revisiones al alza de los beneficios en los últimos meses.

Gráficos 47 y 48: Utilities (Euro STOXX): PER 12 meses y revisiones de beneficios



Fuente: FactSet, BS Análisis

Mantenemos en Sobreponderar Seguros por (i) tendencia a medio plazo al alza de las rentabilidades a largo plazo a nivel global (mejora las carteras del ramo Vida), (ii) exposición a Estados Unidos donde la FED efectuará dos subidas de tipos de interés en 2017, adicionales a la ya aplicada en marzo, y para 2018 ya ha avisado de que hará otras tres.

Mantenemos en Sobreponderar Energía porque (i) el precio del petróleo está soportado por la posibilidad de los países de la OPEP extiendan más allá de junio el pacto alcanzado en noviembre para reducir la producción, (ii) los inventarios en máximos en Estados Unidos deberían reducirse estacionalmente hasta septiembre, (iii) elevada correlación positiva con la cotización del crudo: una caída del crudo (Brent) por debajo de los 50 dólares/barril (frente al rango actual de 53-55 dólares/barril) es una oportunidad de compra.

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, (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 (Airbus, Deutsche Post), (ii) estabilización con positiva gestión de costes y márgenes al alza de otras (Siemens).

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

Con respecto al mes anterior, este mes el modelo recomienda situar en Sobreponderar los sectores de Utilities (frente a Neutral e Infraponderar anterior), en Neutral Tecnología, Farma, Telecom y Seguros (frente a Sobreponderar en los tres primeros casos e Infraponderar el cuarto anterior) y en Infraponderar Inmobiliario y Bancos (frente a Neutral antes en ambos casos). A nivel fundamental no incorporamos estas propuestas.

Tabla 7: Resumen modelo selección sectorial por múltiplos

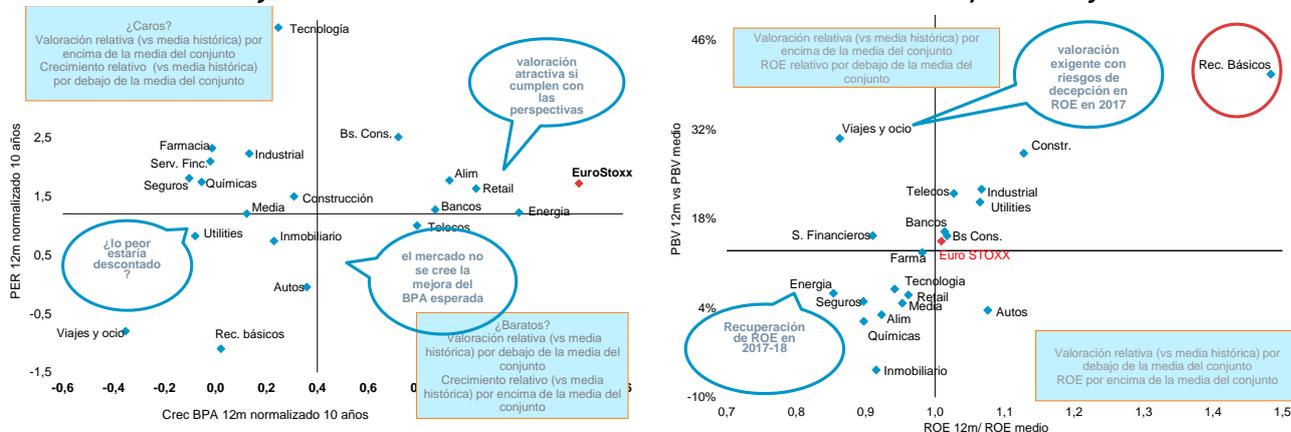
		Criterios													
		Precios		Múltiplos		Beneficios		Deuda		Dividend					
		Gap	PER	ROE	Crto.	DN/EBITDA									
Sectores	Cambio	Volat	Cap. (*) relativo	Cap. (*) relativo	Cap. (*) BPA 12m	Cap. (*) relativo	Cap. (*)	Yield	Cap. (*)						
Defensivos (beta <0.9)	B. consumo	●	2,82	54/-25	1,2	0/-72	1,0	0/0	5,3	6/-5	0,6	44/0	2,4	30/0	
	Alimentación	●	2,00	0/-77	1,1	0/-81	0,9	0/-45	5,6	20/0	1,6	0/-61	3,1	15/0	
	Farmacia	●	3,36	0/-79	1,1	0/-79	0,9	0/-11	3,2	18/0	1,1	7/-61	2,7	28/0	
	Viajes&Ocio	●	3,13	38/-39	0,5	21/-19	0,5	0/0	2,1	18/-21	1,1	0/-39	1,3	18/0	
	Media	●	2,78	4/-76	1,0	23/-52	0,9	13/-44	1,6	24/-11	1,3	7/-56	3,2	11/-40	
	Utilities	●	3,51	14/-33	1,9	5/-62	3,3	4/-9	14,8	19/-19	1,8	4/0	8,3	0/-62	
Neutrales (0.9<beta<1.05)	Telecom	●	2,87	26/-37	1,1	0/-79	1,0	0/-22	3,3	33/0	1,0	15/0	3,8	0/-72	
	Inmobiliario	●	2,17	16/-56	0,8	0/-46	0,7	0/-56	0,4	24/-5	0,8	0/-6	3,6	8/-16	
	Retail	●	2,98	12/-69	0,6	16/-43	0,5	0/0	1,1	31/0	0,5	0/0	1,4	30/0	
	Tecnología	●	-2,02	16/-54	1,0	0/-64	0,7	6/-47	1,8	16/0	2,4	28/0	1,1	63/0	
	Seguros	●	2,16	21/-49	1,2	0/-70	0,9	0/-31	2,5	0/-29	0,0	0/0	5,0	0/-69	
	Químicas	●	3,46	20/-49	1,1	35/-26	0,9	0/-41	6,9	5/0-9	1,1	19/-32	2,7	45/0	
Cíclicos (beta >1.05)	Serv. Financieros	●	2,98	10/-31	1,2	9/-57	0,9	0/-25	3,1	0/-22	1,2	0/-64	2,9	19/-7	
	Industriales	●	1,11	25/-43	1,2	5/-68	1,1	12/-13	3,1	36/-4	1,0	14/-47	2,9	23/-4	
	Autos	●	6,55	7/-65	0,9	56/-27	1,0	5/-11	3,3	23/0	0,9	14/-7	3,7	14/0	
	Construcción	●	3,60	36/-40	1,1	0/-82	1,1	19/-5	2,6	52/-7	0,7	56/0	3,0	0/-12	
	Bancos	●	0,52	0/-79	1,2	26/-33	1,0	0/-32	9,7	0/-47	0,0	0/0	4,1	7/-35	
	Energía	●	6,56	79/0	1,1	8/-57	0,8	0/-79	20,9	87/0	1,1	8/-57	5,3	0/-87	
Rec Básicos	●	5,97	15/0	1,1	24/-39	1,6	49/0	23,2	25/0	0,7	63/-14	3,0	38/-39		
Euro STOXX			2,72		1,04		0,96		2,40		0,97		3,15		
Percentil mejor per		61%-90%		0%-20%		90%-100%		70%-100%		0%-30%		0%-30%		0%-30%	
Percentil peor perf		0%-60%		21%-90%		0%-30%		0%-20%		70%-100%		70%-100%		70%-100%	

(*) Suma de la capitalización de las compañías que cumplen el ratio/que no cumplen el ratio

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, Energía y Alimentación 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 y Seguros ya que cotizan en niveles exigentes. Enfrentando la rentabilidad sobre recursos propios (ROE) con el PVC, los sectores preferidos serían Energía, Seguros, Autos, Inmobiliario y Retail al estar descontando un escenario de ROE negativo en P/VC. Según este criterio, los riesgos estarían, por un lado, en Viajes y Ocio al cotizar con un PVC exigente frente a la expectativa de ROE de 2017 y, por otro, Recursos Básicos cotiza un escenario de ROE muy exigente.

Gráficos 49 y 50: Euro STOXX: PER 12 meses frente crecimiento beneficios por acción y PVC frente a ROE



Fuente: FactSet, BS Análisis

En las tablas siguientes mostramos nuestras preferencias por índices.

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

	recomendación		evol. dsd.	evol.	peso	peso	var. peso	pond.	ult.	evol. rel.
		-4,00% -2,00% 0,00% 2,00% 4,00%	17/03/17	2017	bech.	rec.	rec.	s/bench.	cambio	frente a bech.
S&P 500	↓ Neutral		-0,8%	5,4%	8,1%	8,1%	-2,1%	100%	Nov'16 (↑)	-3,5%
Euro STOXX 50	Neutral		1,0%	5,8%	8,5%	8,5%		100%	Nov'15 (↓)	-6,8%
DAX	Neutral		1,5%	7,0%	8,6%	8,6%		100%	Nov'15 (↓)	1,7%
CAC 40	Neutral		1,4%	4,9%	8,3%	8,3%		100%	Mar'16 (↓)	-2,4%
MIB 30	Infraponderar		0,9%	5,3%	8,6%	7,6%	-0,6%	88%	Mar'16 (↓)	-8,3%
Ibex 35	Infraponderar		1,1%	10,8%	8,9%	7,9%	-0,7%	88%	Ene'16 (↓)	-1,7%
FTSE	Sobreponderar		-1,4%	2,5%	8,1%	10,1%		124%	Ene'17 (↑)	-3,7%
SMI Suiza	Neutral		-0,6%	5,2%	8,4%	8,4%		100%	Ene'17 (↓)	-1,6%
Nikkei	↓ Infraponderar		-3,6%	-1,6%	7,8%	6,9%	-0,9%	88%	Nov'15 (↓)	-11,6%
Bovespa	↑ Sobreponderar		2,4%	9,2%	8,2%	10,2%	2,1%	124%	Mar'17 (↑)	2,1%
IPC Mexico	↑ Neutral		1,5%	8,1%	8,3%	8,3%	2,1%	100%	Sep'16 (↓)	-8,3%
HS Index	Infraponderar		-0,2%	10,3%	8,2%	7,2%	0,3%	88%	Feb'16 (↓)	1,6%
benchmark			0,29%	6,04%						
cartera			0,21%	5,86%	(evolución S&P500/ES50/Ibex desde...)				Mar'16 (↓)	14,7%
Bolsas: vender										
Estilos vender	Desarrollados = Emergentes		-0,7%	-3,2%	(MSCI/MSCI EM)					
	Europa: Pequeñas/Mediana frente a Grandes		0,1%	2,22%	(MSCI Eur Small/MSCI Eur Large)					
	España Pequeñas/Mediana frente a Grandes		-1,1%	-4,76%	(MSCI Sp Small/MSCI Sp Large)					
	Estados Unidos. Pequeñas/Mediana frente a Gra		-0,6%	-3,07%	(MSCI US Small/MSCI US)					

Fuente: BS Análisis

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

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

recomendación		evol. dsd.	evol.	peso	peso	var. peso	pond.	ult.	evol. rel.	
		17/03/17	2017	bech.	rec.	rec.	s/bench.	cambio	frente a bech.	
		-4,00% -2,00% 0,00% 2,00% 4,00% 6,00%								
Rec. Básicos	Infraponderar	-3,6%	3,4%	1,2%	0,9%		70%	Feb'16 (↓)	47,4%	
Químicas	↑ Neutral	2,4%	6,7%	8,5%	8,5%	2,1%	100%	Jun'16 (↓)	4,4%	
B y Serv. Industr.	Sobreponderar	2,4%	7,3%	12,2%	15,3%		125%	Sep'16 (↑)	0,5%	
Construcción	Neutral	1,3%	7,7%	3,8%	3,8%		100%	Oct'15 (↓)	11,6%	
Viajes y Ocio	Infraponderar	1,7%	3,8%	1,0%	0,7%		70%	Ene'17 (↓)	-2,3%	
Autos	Infraponderar	-0,9%	2,6%	6,1%	4,3%	-0,3%	70%	Sep'16 (↓)	0,2%	
Bs de Consumo	Infraponderar	0,6%	11,2%	7,7%	5,4%	-0,4%	70%	Nov'16 (↓)	3,8%	
Media	Neutral	4,3%	5,8%	2,6%	2,6%		100%	Abr'16 (↑)	-12,8%	
Bancos	Neutral	-1,1%	5,8%	11,8%	11,8%		100%	Nov'16 (↑)	3,4%	
Seguros	Sobreponderar	0,0%	3,6%	6,0%	7,4%		125%	Nov'16 (↑)	-3,4%	
Serv. Financieros	Neutral	4,4%	10,8%	1,0%	1,0%		100%	Dic'14 (↓)	13,9%	
Inmobiliario	Neutral	0,3%	0,8%	2,0%	2,0%		100%	Ene'15 (↑)	-8,3%	
Tecnología	Sobreponderar	1,5%	12,7%	6,7%	8,4%		125%	Nov'15 (↑)	18,6%	
Energía	Sobreponderar	1,7%	-1,2%	5,5%	6,9%		125%	Nov'16 (↑)	-1,7%	
Retail	Sobreponderar	1,0%	2,3%	2,8%	3,5%		125%	Mar'16 (↑)	-3,5%	
Telecos	Infraponderar	-0,3%	5,8%	4,6%	3,2%	-0,2%	70%	Nov'16 (↓)	2,4%	
Utilities	↑ Neutral	4,3%	6,9%	5,2%	5,2%	1,3%	100%	Oct'15 (↓)	-8,7%	
Alimentación	Neutral	0,0%	6,4%	4,5%	4,5%		100%	Nov'16 (↓)	-4,4%	
Farmacia	↓ Infraponderar	2,0%	8,9%	6,7%	4,7%	-2,0%	70%	Ene'17 (↓)	3,2%	
Euro STOXX		1,08%	6,31%							
cartera		1,13%	6,22%							
Estilos inversión:	Defensivos frente a Financieros/Cíclicos	0,58%	0,28%					(ponderación rec cíclicos vs bench 1,04)		
	Growth = Value	0,65%	2,64%					(MSCI Eur Growth/MSCI Eur Value)		

Fuente: BS Análisis

POSICIONAMIENTO EN CARTERAS Y RECOMENDACIONES DE VALORES

CARTERAS ESPAÑA

ULTIMOS CAMBIOS VALORES EN CARTERAS

Cartera Modelo

Sin cambios desde nuestro anterior informe.

La beta histórica de 250 sesiones (un año) de la cartera se sitúa en el 0,80x y la beta histórica calculada en 30 sesiones en 0,55x frente a 0,81x y 0,53x anteriores respectivamente.

Carteras reducidas

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

Sin cambios desde nuestro anterior informe.

Alta Rentabilidad: Acciona, Mediaset, Merlín, Repsol y Telefónica.

Sin cambios desde nuestro anterior informe.

Pequeñas y Medianas: Acerinox, Barón de Ley, Catalana Occidente, Cellnex, Ence, Iberpapel, Mediaset, Meliá, Sacyr y Talgo.

Sin cambios desde nuestro anterior informe.

CARTERAS EUROPEAS

ULTIMOS CAMBIOS VALORES

Cartera Modelo

En cuanto a entradas y salidas de la cartera, sale Danone de la cartera ante la ausencia de catalizadores a corto plazo que puedan impulsar el calor. En su lugar, **damos entrada a Unilever**, donde esperamos un **newsflow muy positivo como resultado de la revisión estratégica** que están realizando y que podríamos conocer en las próximas semanas. Sacamos Essilor de la cartera. En Essilor no prevemos catalizadores a corto plazo y creemos que las ventas de primer trimestre de 2017 podrían seguir mostrando debilidad en países desarrollados, lo que no ayudará a que tengan una lectura positiva. En función de esto, nos plantearíamos volver a entrar. Sin embargo, creemos que los comentarios de la revisión estratégica en Unilever son buenos, y deberían dar lugar a revisiones de estimaciones y precio objetivo por parte del consenso, que ayudarán al valor.

Con respecto a los pesos, el peso de **Essilor** se lo damos a **Unilever** por lo anteriormente comentado.

La beta histórica de 250 sesiones (un año) de la cartera se sitúa en el 1,00x y la beta histórica calculada en 30 sesiones en 1,01x frente a 0,99x y 1,00x anteriores respectivamente.

Carteras reducidas

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

Sin cambios desde nuestro anterior informe.

Tabla 10 : Evolución de nuestras carteras

	% 2 sem	%4 Sem.	%1 Trim	%12 M	YTD	2016	Desde 31/12/2015	Desde 31/12/2014	Desde 31/12/2013
IBEX	-0,3%	1,4%	10,5%	13,4%	10,9%	-2,0%	6,6%	0,4%	1,4%
CARTERA MODELO ESPAÑO	-0,2%	1,7%	9,6%	16,6%	11,5%	3,1%	11,3%	7,2%	5,6%
<i>vs Ibex</i>	0,2%	0,3%	-0,8%	2,8%	0,5%	5,2%	4,4%	6,8%	4,2%
CARTERA 5 VALORES	-0,9%	1,4%	7,5%	7,8%	8,9%	-6,7%	1,2%	0,0%	1,7%
<i>vs Ibex</i>	-0,6%	0,0%	-2,7%	-4,9%	-1,8%	-4,8%	-5,0%	-0,4%	0,4%
CARTERA HIGH YIELD	-1,1%	1,1%	5,3%	12,5%	8,3%	0,7%	6,9%	6,6%	6,8%
<i>vs Ibex</i>	-0,8%	-0,3%	-4,7%	-0,8%	-2,3%	2,7%	0,3%	6,2%	5,4%
C. Small&Mid	-0,1%	1,1%	7,6%	25,8%	8,3%	11,7%	15,8%	17,2%	11,7%
<i>vs Ibex</i>	0,3%	-0,3%	-2,6%	11,0%	-2,3%	14,0%	8,6%	16,8%	10,2%
Eurostoxx50	-1,5%	0,0%	3,9%	8,9%	4,0%	0,7%	1,2%	2,3%	2,0%
BS ES50 Modelo	-1,1%	0,5%	4,3%	11,0%	4,3%	1,9%	4,8%	10,1%	6,1%
<i>vs ES50</i>	0,4%	0,5%	0,4%	1,9%	0,3%	1,2%	3,6%	7,6%	4,1%
BS High Yield ES50	-1,1%	0,6%	4,1%	16,1%	3,7%	5,7%	7,4%	17,0%	10,4%
<i>vs ES50</i>	0,4%	0,5%	0,2%	6,7%	-0,2%	5,0%	6,1%	14,3%	8,2%

Fuente: BS Análisis

Gráficos 51 a 54: Evolución de nuestras carteras

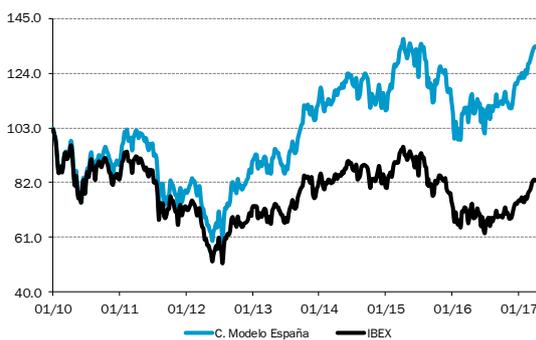
Cartera Modelo frente a ES50 (Base 100 = 28/10/2005)



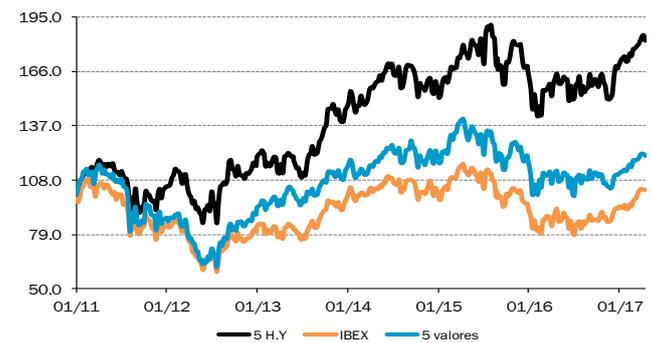
Cartera HY frente a ES50 (Base 100 = 18/08/2011)



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



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



Fuente: BS Análisis

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

Sector y Valor	P.O.	Pot.	PER 17	Yield 17	Var. % Mes	Peso IGBM	Peso IBEX	% Peso Cartera	vs. ant Informe
Comunicación						10,4%	10,9%	19,0%	
Telefónica	12,30	20,4%	12,11	3,9%	-2,1%	9,03%	9,77%	11,0%	
Mediaset	12,50	2,7%	18,56	5,4%	4,7%	0,45%	0,60%	5,0%	
Cellnex	20,90	37,2%	42,33	1,4%	0,4%	0,39%	0,53%	3,0%	
Consumo Cíclico						12,2%	14,3%	21,0%	
Inditex	38,50	11,9%	28,85	2,0%	8,2%	9,40%	11,39%	14,0%	
IAG	6,90	6,3%	7,17	3,3%	3,1%	1,82%	2,45%	3,0%	
Meliá	13,30	3,0%	28,63	1,0%	4,8%	0,32%	0,44%	4,0%	
Consumo No Cíclico						6,7%	5,7%	8,0%	
Dia	6,70	25,5%	13,14	4,2%	4,8%	0,66%	0,63%	5,00%	
Abertis	BR	n.a.	22,96	4,9%	6,3%	2,06%	2,79%	3,00%	
Energía						3,3%	4,0%	9,0%	
Repsol	16,80	16,8%	10,55	5,5%	-0,5%	3,23%	4,01%	9,00%	
Financieras						39,3%	35,5%	25,0%	
Santander	6,30	11,7%	12,44	3,8%	-0,8%	18,02%	15,43%	11,3%	
Bankia	1,18	14,0%	14,52	3,4%	-4,6%	1,04%	1,37%	5,8%	
Caixabank	4,40	15,0%	12,97	3,9%	-1,7%	3,01%	4,40%	3,0%	
Merlin	11,62	8,8%	10,00	4,5%	3,1%	0,77%	0,92%	5,0%	
Industriales						9,5%	9,1%	5,0%	
Acciona	89,00	20,9%	14,04	4,3%	0,3%	0,46%	0,64%	5,0%	
Utilities						13,6%	14,8%	8,0%	
Iberdrola	7,20	9,6%	16,45	4,8%	0,9%	7,33%	8,00%	8,0%	
Materias Primas						1,1%	1,4%	5,0%	
Acerinox	15,50	21,1%	17,08	3,6%	-4,2%	0,39%	0,54%	5,0%	

Fuente: BS Análisis

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

Sector y Valor	P.O.	Pot.	PER'17	Yield'17	Peso ES50	Peso Cartera	4 sem (%)	vs. ant Informe
Materiales Básicos					8,9%	11,4%		
Air Liquide	117,0	10,4%	19,5	2,43%	1,8%	8,55%	0,0%	
Bayer**	BR	n.a.	19,3	2,69%	3,7%	2,81%	-0,5%	
Industriales					14,3%	22,2%		
Deutsche Post	BR	n.a.	15,6	3,20%	1,3%	8,15%	-1,3%	
Airbus	78,0	11,5%	20,0	2,00%	1,7%	4,27%	1,5%	
Saint Gobain	52,0	13,6%	18,5	2,73%	0,9%	4,81%	-0,9%	
Vinci	77,0	6,6%	18,0	2,44%	1,6%	4,97%	0,0%	
Bs. Consumo					25,0%	27,8%		
Daimler	82,0	24,5%	8,4	4,78%	2,8%	4,02%	-5,8%	
Unilever	52,0	8,9%	23,5	2,91%	3,8%	3,38%	2,6%	
Lvmh	BR	n.a.	23,9	2,09%	2,3%	9,43%	2,6%	
Inditex	38,5	11,9%	28,9	1,99%	1,6%	5,41%	8,2%	
AB Inbev	125,6	22,1%	23,1	3,86%	3,5%	5,38%	0,1%	
Petróleo y Gas					6,1%	5,0%		
Total	53,0	13,1%	13,1	5,84%	4,9%	4,94%	1,3%	
Tecnología					5,3%	9,9%		
SAP	BR	n.a.	23,4	1,71%	3,7%	9,93%	0,2%	
Financieras					22,3%	20,3%		
Santander	6,3	11,7%	12,4	3,84%	3,5%	7,06%	-0,8%	
Intesa Sanpaolo	2,8	13,2%	11,0	8,66%	1,5%	3,16%	-1,3%	
Société Générale	49,2	11,2%	9,5	5,25%	1,5%	2,92%	-5,4%	
Allianz	189,0	11,9%	10,4	4,83%	3,1%	3,92%	0,0%	
AXA	28,5	24,8%	9,0	5,38%	2,4%	3,27%	-2,7%	
Farmacia					6,4%	0,0%		
Telecomunicaciones					6,5%	2,0%		
Telefónica	12,3	20,4%	12,1	3,94%	2,0%	2,04%	-2,1%	
Utilities					4,7%	1,6%		
Iberdrola	7,2	9,6%	16,5	4,81%	1,8%	1,60%	0,9%	

Fuente: BS Análisis

CAMBIOS DE VALORACIÓN Y RECOMENDACIONES RECIENTES EN VALORES EN COBERTURA

ESPAÑA

EDP

Cambiamos EDP a comprar tras la venta de Naturgas. Buenas noticias para Gas Natural

EDP ha anunciado que acepta una oferta de compra por el 100% de Naturgas por 2.591 millones de euros de los que 200 millones de euros se pagarán en un periodo de 5 años. La operación implica un múltiplo EV/EBITDA'16 muy atractivo, de 15,75x y permitirá reducir el apalancamiento desde 3,9x DFN/EBITDA'17e hasta 3,35x. Considerando el precio de la oferta nuestro precio objetivo mejoraría +8% hasta c. 3,4 euros/acc. Cambiamos recomendación a COMPRAR. EDP ha caído en el año un -8,5% frente a IBEX y -3% frente a Eurostoxx Utilities.

Extrapolar este precio a GAS tendría un impacto muy relevante en valoración de hasta el +25% en precio objetivo. ya que nuestra valoración de distribución gas España es de 10x EV/EBITDA. Aunque no descartamos cierto contagio al alza en la cotización de GAS ya que creemos que desde la llegada de GIP al accionariado la posibilidad de buscar valor aquí es mayor, el impacto se limita por la mayor calidad de los activos de Naturgas y por el tamaño.

EUSKALTEL

La racionalidad del mercado y Telecable marcan el corto plazo. COMPRAR Revisamos el EBITDA al alza gracias a la aceleración de las sinergias de R, las mayores ventas residenciales y el menor churn, por un mercado más racional. En cuanto a la posible compra de Telecable, los niveles que se mencionaron en prensa tendrían un impacto negativo del -6% en precio objetivo con sinergias -3% sobre OPEX. Nuestro escenario central, 627 millones de euros tendría un impacto en valoración del +2% con sinergias. Mantenemos COMPRAR, y entraríamos antes de la posible operación que tiene un peso bajo y que en el mejor escenario con las sinergias conseguidas en R podría llevar a mejoras del precio objetivo de hasta el +20%.

BANCOS ESPAÑA

Elevamos precio objetivo por un entorno de tipos más optimista. Apuestas: Santander, Bankia y Caixabank.

Las presiones sobre las TIRes a largo plazo han impulsado al alza las curvas de Euribor 12M, lo que ha supuesto que en 2019 se descuente un nivel medio de 36 puntos básicos frente a 0 puntos básicos anteriormente. Así, asumimos este nuevo entorno de tipos y elevamos nuestras estimaciones de BPA'19 un +5% mientras que las de 2017-18 sufren ajustes menores derivados del guidance aportado por las entidades de cara a resultados primer trimestre 2017. Además, destacamos que la visibilidad de los resultados del sector ha aumentado sustancialmente lo que nos permite revisar nuestros criterios de valoración para que los precios objetivos recojan la mayor visibilidad, y pasamos a valorar con ROTE sostenible medio'17-19 frente a ROTE'17 anterior. Estos cambios suponen que el RoTE sostenible medio que empleamos para el sector aumente ligeramente del 10,7% al 11%. **Caixabank y Bankinter reflejan los cambios más destacados en valoración entre los domésticos por su sensibilidad a las subidas de tipos, y entre los grandes es BBVA el que ha reflejado el mayor aumento por el incremento de participación en Garanti y una fuerte revisión en el valor de Estados Unidos por el escenario de mayores tipos. Mantenemos nuestras apuestas: Santander** (diversificación geográfica óptima, buena relación rentabilidad – capital; precio objetivo 6,3 euros/acc., +11% potencial) **Caixabank** (la más sensible a subidas de tipos, a lo que se añade la aportación de BPI; precio objetivo 4,4 euros/acc., +11% potencial) y **Bankia** (la compra de BMN ayudará a rentabilizar el exceso de capital si no se destina a dividendos; precio objetivo. 1,18 euros/acc., +11% potencial sin incluir BMN que podría aportar otro 10%).

REPSOL

Oportunidad de compra de cara a resultados primer trimestre 2017 COMPRAR
 El pasado lunes 10/04 Repsol publicó los datos operativos preliminares del primer trimestre 2017, que según nuestra opinión **adelantan unos buenos resultados para este trimestre (04/05) sobre todo en Upstream**. Sin embargo, el mercado no lo ha descontado en este sentido (el valor ha caído -3,6% en absoluto frente a -2% de caída del crudo desde la publicación). **Reiteramos nuestra recomendación de COMPRAR** al tiempo que revisamos estimaciones al alza (+6% de media en BDI 17-20) y precio objetivo +7% hasta 16,80 euros/acc. . Repsol cotiza con un descuento frente a comparables >20% a pesar de prever un crecimiento TACC 16-18 en BDI ajustado de +9%.

ATRESMEDIA

Resultados por debajo de nuestras estimaciones en EBITDA (por mayores costes de programación y cine) **aunque más alineados con el consenso**. Las ventas primer trimestre 2017 crecen un +5,3%, por encima de lo esperado por mayores ingresos de otros que aumentan un +143% . Por su lado, las ventas de TV (88% del total) se incrementan un +2,9% ligeramente por debajo del crecimiento del mercado publicitario obteniendo una cuota de mercado del 43,2% y frente a 43,6% en primer trimestre 2016 por la mayor competencia de los nuevos canales lanzados en abril'16. El EBITDA primer trimestre 2017 se sitúa en 41,2 millones de euros por debajo de nuestras estimaciones por los mayores costes de cine. El OPEX primer trimestre 2017 crecen un +5,9% principalmente por el efecto del cine y el margen EBITDA desciende ligeramente hasta el 15,9% pero donde el margen de TV y Radio siguen expandiéndose. **Valoramos de forma positiva la buena evolución del negocio de TV y Radio, y no creemos que la mayor actividad de cine vaya a tener continuidad en el año, por lo que no pone en peligro nuestras estimaciones de costes . Mantenemos recomendación de COMPRAR por la buena marcha del mercado publicitario y la atractiva remuneración. Precio objetivo. 13,00 euros/acc..**

EUROPA

LVMH

Ventas primer trimestre 2017 mejores de lo esperado por un **crecimiento LfL superior a lo previsto en todas sus divisiones. Destaca especialmente Moda y Piel**, donde **el LfL se ha situado en el +15% en primer trimestre 2017** frente a +9% previsto, y que supone una importante.

Aunque no aportan detalles por áreas geográficas, destacan que el crecimiento continúa siendo positivo en Asia (ex-Japón), Europa y Estados Unidos. **De confirmarse la solidez de la demanda del cliente chino**, algo que comentarán en la conference, **pensamos que LVMH debería continuar con el positivo momentum en los próximos meses. Nosotros revisaremos estimaciones y precio objetivo al alza y mantenemos COMPRAR. Precio Objetivo: Bajo Revisión.**

VOLKSWAGEN

Prepublicó el EBIT primer trimestre 2017 destacando que la principal diferencia está en la marca Volkswagen que habría alcanzado los 900 millones de euros, lo que supondría un margen del ~3,5% y vendría a demostrar una importante recuperación. Así, creemos que estos resultados. podrían ser un revulsivo, máxime tras la negativa evolución desde enero. Nosotros cambiamos recomendación a **COMPRAR y elevamos precio objetivo. a 165,00 euros/acc.** para reflejar la mejoría de la marca Volkswagen y el entorno más favorable del sector.

DAIMLER

Ha prepublicado resultados primer trimestre 2017 por encima de nuestras estimaciones y las del consenso en EBIT si bien éstos incluyen un importante efecto por extraordinarios, aunque sin dicho efecto seguirían estando entorno a un +20% por encima del consenso. **Destaca la buena evolución de Mercedes** que acelera su crecimiento en EBIT marcado por una base comparable muy sencilla . Sin embargo, **la clave ha estado** en: (i) la **buena evolución de Camiones** donde los márgenes han mejorado hasta el 5%, lo que **nos permite confiar en un repunte de la división en el corto plazo** (pensamos que los pedidos deberían mejorar con fuerza a lo largo del año), y (ii) una **rentabilidad excepcionalmente alta en Vans** del 11,9% que en todo caso no es extrapolable al resto del año, dado que los costes de la nueva Sprinter y de la Clase X erosionarán los márgenes de la división significativamente en 2017. En nuestra opinión estos **resultados son positivos tanto en Mercedes como en Camiones, lo que en la práctica garantiza una buena evolución de cara a 2017** y hace que el **guidance actual de EBIT'17 estimado en 13.220 – 14.190 millones de euros** nos parezca **fácilmente alcanzable**. Con todo, a falta de más detalles, **seguimos viendo una positiva evolución del negocio que nos hace confiar en la compañía y mantenemos nuestra apuesta en DAI**, máxime si tenemos en cuenta la discreta evolución del valor en lo que va de año. Así, **esperamos que las noticias continúen siendo favorables y recomendamos COMPRAR**. Precio objetivo 82,00 euros/acc. .

BMW

Pese a la renovación de productos en 2017, **seguimos sin ver potencial. VENDER** Elevamos nuestro precio objetivo hasta 89 euros/acc. tras: (i) revisar nuestra estimación de crecimiento en EBIT'17 hasta +4,3% basándonos en una **mejor evolución de las ventas** y (ii) asumir un escenario más favorable **para el periodo'17-21**. En definitiva, pese al escenario actual más benévolo en la macro y la renovación de modelos (que justifica la revisión), sigue habiendo cierto **riesgo de decepción por un entorno más competitivo** lo que, **unido a la falta de potencial nos hace seguir manteniendo la cautela en el valor y recomendamos VENDER**.

SIEMENS

Al César lo que es del César. **Pasamos a COMPRAR**. Su principal riesgo se ha cumplido, pero en 2016 **infravaloramos su capacidad de reducir costes**. A esto **se le une ahora la buena evolución de sus negocios cíclicos** y sus **favorables previsiones**. Esta **mejor situación** y la consolidación de Gamesa y Mentor **hace que revisemos un +10% el EBIT'17e** y +12% en 2017/19. Además, **otros dos riesgos clave** no se darán a corto plazo y **reducen su perfil de riesgo**. Así, **aumentamos precio objetivo de 106 a 142 euros/acc.**, que unido al **momentum de resultados** nos hace pasar a **COMPRAR**.

UNILEVER

Ventas primer trimestre 2017 mejores de lo esperado tras registrar un crecimiento LfL del +2,9% frente al +2,0% previsto, lo que supone acelerar el ritmo de crecimiento frente al +2,2% LfL del cuarto trimestre 2016, a pesar de que se mantienen las mismas dificultades y de tener una base de comparación más exigente. **La mejora vendría explicada fundamentalmente por Asia**, que ha registrado un LfL +6,9%. Como esperado, el crecimiento LfL del Grupo proviene prácticamente de aumentos en precios y **es destacable que las caídas en volúmenes son mínimas y se deben básicamente a la actividad de Spread en países desarrollados, considerada ahora como no estratégica**. De hecho, las cifras ajustadas excluyendo esta última sitúan el crecimiento LfL en el +3,4% en el primer trimestre 2017, desglosado en +0,3% por volúmenes y +3,1% por precios. Además, **confirman objetivos anuales de crecimiento LfL en ventas del +3/+5%**, y **de aumento del margen EBIT de al menos +80 puntos básicos**, lo que hace prever una **evidente aceleración** en los próximos trimestre. Así, **tanto las positivas cifras conocidas hoy como la confirmación de los objetivos anuales, deberían ser recogidos positivamente en mercado. COMPRAR**. Precio objetivo. 52,00 euros/acc..

RENTA FIJA: EVOLUCIÓN DEL MES Y RECOMENDACIONES

Soberano core en mínimos del año ante el creciente riesgo político y las próximas citas electorales en Europa

El **riesgo geopolítico**, las próximas **citas electorales en Europa** y el **retraso en las políticas fiscales de Trump** han marcado un mes en el que las rentabilidades soberanas core han vuelto a mínimos del año mientras la periferia registró estrechamientos en menor intensidad. Así, el **10 años español encareció desde el 1,83% hasta el 1,65%** mientras que la referencia italiana encarecía desde el 2,35% hasta el 2,26%.

En core, el **10 años alemán estrechó desde el 0,43% hasta el 0,20%** tras tocar mínimos del año en el 0,17% y presionando al alza la **prima de riesgo española hasta los 146 puntos básicos** y la italiana hasta los 205 puntos básicos. En Francia, el 10 años estrechó desde el 1,11% hasta el 0,94% a medida que Macron lideraba las encuestas. En Estados Unidos la **rentabilidad del 10 años cotizó desde el 2,46% hasta el 2,22%** apoyado en una **moderación en la inflación** y en el retraso de las políticas fiscales de Trump. En la actualidad el mercado descuenta una tercera subida de tipos para diciembre'17 con el 41% de probabilidad.

El menor apetito por el riesgo provocó ampliaciones en el tramo subordinado e híbrido financiero que hasta el momento lideraban los estrechamientos

En **crédito** el mes estuvo marcado por un **menor apetito por el riesgo** con la **parte híbrida y subordinada financiera registrando ampliaciones en BBVA y Santander** mientras el tramo senior presentaba mejor comportamiento relativo. En **corporativos domésticos**, pocos cambios en el mercado secundario con una demanda centrada en el mercado primario, destacaron las **ampliaciones en el tramo senior de Abertis** ante una posible operación corporativa con Atlantia. En regiones diferenciales frente a Tesoro sin apenas cambios, el déficit cerró 2016 en el -0,82% PIB vs -1,74% PIB a cierre de 2015 y -0,7% PIB objetivo. El **Tesoro español lleva emitido hasta la fecha el 40,9% de sus necesidades a medio y largo plazo**. En **primario** doméstico emitieron: **Santander** híbridos perpetuos, **BBVA** bonos flotantes a 5 años, **C. Madrid** un bono sostenible a 5 años, **Madriña Red de Gas** deuda senior, **ICO** a 3 años, **Dia** deuda senior a 6 años, **Gas Natural** deuda senior a 7 años y **Bankinter** deuda subordinada 10 años.

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: Continuamos en Neutral en HY euros respecto a IG euros (protección ante repuntes de tipos). En HY dólar seguimos en Sobreponderar frente HY euros.

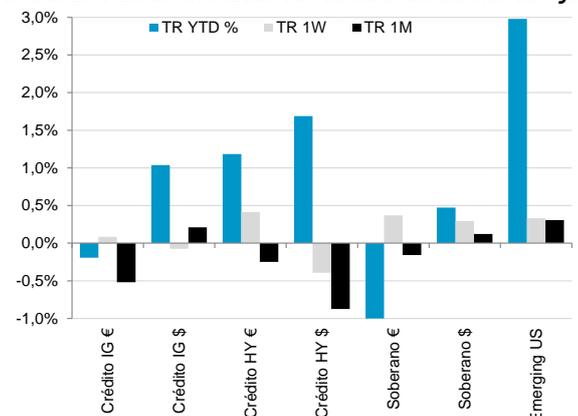
DEUDA FINANCIERA: Mantenemos financieros senior en Neutral frente el Benchmark de crédito y Sobreponderamos frente a deuda subordinada y cédulas. En cédulas continuamos en Neutral vs senior financiero y positivos en Soberanos frente a cédulas.

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 ACS.

EVOLUCION MENSUAL DE LOS ACTIVOS DE RENTA FIJA

Gráfico 55: 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	BR	8,9	5,0%	GAS NATURAL	20,20	8,2	5,0%
ACCIONA	89,00	7,7	4,3%	GRIFOLS	18,50	15,2	1,4%
ACERINOX	15,50	7,7	3,5%	HISPANIA	13,94	17,2	4,0%
ACS	33,50	5,8	3,5%	IAG	6,90	4,1	3,2%
ADVEO	4,60	4,4	0,0%	IBERDROLA	7,20	9,5	5,0%
AENA	121,00	13,0	2,2%	IBERPAPEL	32,90	7,7	2,4%
ALMIRALL	17,00	11,0	1,4%	INDITEX	38,50	16,8	2,0%
AMADEUS	BR	12,6	2,0%	INDRA	11,10	8,0	0,0%
APPLUS	9,70	10,6	1,2%	LAR ESPAÑA	9,05	18,9	9,5%
ATRESMEDIA	13,00	12,1	4,8%	LIBERBANK	1,19	n/a	2,4%
ARCELOR MITTAL	9,50	4,4	0,0%	LOGISTA	24,80	2,7	4,2%
AXIARE	BR	26,9	1,7%	MAPFRE	2,80	n/a	4,6%
BANKIA	1,18	n/a	3,3%	MERLIN PROPERTIES	11,62	24,4	4,5%
BANKINTER	7,90	n/a	3,4%	NH HOTELES	4,40	8,8	0,0%
BARÓN DE LEY	124,00	9,6	0,0%	OHL	BR	7,6	4,0%
BBVA	7,50	n/a	4,6%	PRISA	BR	5,7	0,0%
CAF	42,00	8,4	2,8%	RED ELECTRICA	17,93	9,7	5,1%
CAIXABANK	4,40	n/a	3,7%	REN	2,70	8,0	6,4%
C. OCCIDENTE	35,00	n/a	2,5%	REPSOL	16,80	5,7	5,4%
CELLNEX	20,90	14,9	1,4%	ROVI	17,00	14,9	1,6%
COLONIAL	8,15	33,7	2,4%	SACYR	2,84	13,9	0,0%
DIA	6,70	6,7	4,1%	SANTANDER	6,30	n/a	3,7%
D.FELGUERA	1,54	4,1	5,4%	MELIÁ Hotels	13,30	12,0	1,0%
EBRO FOODS	22,12	9,5	3,1%	DEOLEO	0,25	13,3	0,0%
EDP	3,50	7,5	6,2%	TALGO	5,80	7,4	2,5%
EDP Renovaveis	8,20	8,5	1,0%	T. REUNIDAS	31,61	9,2	3,7%
ENAGAS	25,18	11,4	6,0%	MEDIASET ESPAÑA	12,50	13,6	5,3%
ENCE	3,45	6,1	4,7%	TELEFÓNICA	12,30	6,4	3,9%
ENDESA	19,40	8,5	6,3%	TUBACEX	2,00	8,9	1,8%
EUSKALTEL	11,00	9,0	3,8%	TUBOS REUNIDOS	0,64	17,5	0,0%
EUROPAC	BR	6,7	3,9%	VIDRALA	55,94	8,9	1,7%
FCC	8,10	8,7	0,6%	VISCOFAN	54,36	11,1	2,7%
FERROVIAL	20,20	18,3	3,7%	VOCENTO	1,70	6,1	0,0%
GAMESA	16,40	8,1	1,3%	ZARDOYA OTIS	7,90	15,9	3,9%

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	154,00	24,7	0,9%	INTESA SAN PAOLO	2,80	n/a	7,3%
AIRBUS	78,00	7,3	1,9%	LOREAL	186,00	19,2	1,7%
AIR LIQUIDE	117,00	10,4	2,4%	LVMH	BR	12,7	1,9%
ALLIANZ	189,00	n/a	4,5%	MUNICH RE	167,00	n/a	4,7%
ANHEUSER-BUSCH INBEV	125,60	12,6	3,9%	ORANGE	17,00	5,9	4,3%
AXA	28,50	n/a	4,9%	SAFRAN	80,00	10,2	2,1%
BAYER	BR	10,2	2,4%	SAINT GOBAIN	52,00	8,2	2,7%
BBVA	7,50	n/a	4,6%	SANOFI	BR	10,6	3,8%
BNP PARIBAS	68,00	n/a	4,5%	SANTANDER	6,30	n/a	3,5%
BMW	89,00	3,7	4,0%	SAP	BR	15,6	1,6%
DAIMLER	82,00	3,2	3,7%	SIEMENS	142,00	15,2	2,9%
DANONE	78,30	11,1	2,6%	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	49,20	n/a	4,7%
DEUTSCHE BANK	16,00	n/a	0,0%	TELEFÓNICA	12,30	9,6	5,4%
DEUTSCHE POST	BR	9,5	2,8%	TOTAL	53,00	6,2	5,8%
DEUTSCHE TELEKOM	17,90	6,4	3,8%	UNICREDIT	18,00	n/a	0,0%
ENEL	4,80	6,3	4,2%	UNILEVER NV	52,00	16,1	2,6%
ENI	13,70	4,0	5,4%	VINCI	77,00	9,9	2,4%
ESSILOR	126,00	16,3	1,3%	VIVENDI	17,20	13,4	11,3%
IBERDROLA	7,20	9,9	4,9%	VOLKSWAGEN	165,00	1,6	4,1%
INDITEX	38,50	21,5	1,8%				

Fuente: BS Análisis

ANEXO 2: EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS

	20/04/2017	Var %1 Día	31/03/2017	Var %MTD	31/12/2016	YTD 2017	20/04/2016	Var %12M
1. BOLSAS								
IBEX 35	10.372,50	0,02	10.462,90	-0,86	9.352,10	10,91	9.197,20	12,78
FRÁNCFORT	12.027,32	0,09	12.312,87	-2,32	11.481,06	4,76	10.435,73	15,25
Londres	7.118,54	0,06	7.322,92	-2,79	7.142,83	-0,34	6.381,44	11,55
París	5.077,91	1,48	5.122,51	-0,87	4.862,31	4,43	4.582,83	10,80
Euro Stoxx 50	3.440,03	0,56	3500,93	-1,74	3290,52	4,54	3151,69	9,15
TOKIO-NIKKEI 225	18.568,93	0,75	18.909,26	-1,80	19.114,37	-2,85	17.363,62	6,94
TOKIO-TOPIX	1.484,63	0,80	1.512,60	-1,85	1.518,61	-2,24	1.393,68	6,53
TOKIO-NIKKEI 300	296,42	0,79	301,39	-1,65	304,09	-2,52	281,23	5,40
SHANGHAI COMPOSITE	3.174,40	0,07	3.222,51	-1,49	3.103,64	2,28	2.952,89	7,50
DOW JONES	20.578,71	0,85	20.663,22	-0,41	19.762,60	4,13	17.982,52	14,44
NASDAQ	5.916,78	0,92	5.911,74	0,09	5.383,12	9,91	4.945,93	19,63
S&P 500	2.355,84	0,76	2.362,72	-0,29	2.238,83	5,23	2.091,48	12,64
RUSSELL 2000	1.384,15	1,24	1385,92	-0,13	1357,13	1,99	1.135,77	21,87
BRAZIL BOVESPA	63.760,62	0,56	64.984,07	-1,88	60.227,29	5,87	53.630,93	18,89
MEXICO BOLSA	49.144,96	0,55	48541,56	1,24	45642,90	7,67	45.556,65	7,88
MSCI EMERGING	51.219,92	0,54	51.212,06	0,02	47.650,99	7,49	46.320,30	10,58
MSCI WORLD	522,78	0,56	526,26	-0,66	500,35	4,48	470,01	11,23
VIX (Volat.Sintética S&P500)	14,15	-5,22	12,37	14,39	14,04	0,78	13,95	1,43
V2TX (Volat.Sintética Eurostoxx 50)	24,90	2,88	16,52	50,70	18,12	37,39	20,31	22,59
VDAX (Volat.Sintética DAX)	21,31	0,67	14,95	42,53	17,85	19,43	21,04	1,28
2. DIVISAS								
EUR/USD	1,0717	0,06	1,0652	0,61	1,0517	1,90	1,1288	-5,06
EUR/JPY	117,1600	0,47	118,6700	-1,27	122,9700	-4,72	123,5500	-5,17
EUR/GBP	0,8364	-0,23	0,8485	-1,43	0,8535	-2,01	0,7881	6,12
USD/JPY	109,3200	0,42	111,3900	-1,86	116,9600	-6,53	109,4600	-0,13
GBP/USD	1,2813	0,28	1,2550	2,10	1,2340	3,83	1,4323	-10,54
EUR/CHF	1,0703	0,11	1,0690	0,13	1,0721	-0,17	1,1005	-2,74
USD/CAD	1,3469	-0,12	1,3318	1,13	1,3441	0,21	1,2735	5,76
AUD/USD	0,7527	0,40	0,7629	-1,34	0,7208	4,43	0,7738	-2,73
USD/BRL	3,1529	1,44	3,1220	0,99	3,2552	-3,14	3,5296	-10,67
USD/MXN	18,7901	-0,25	18,7249	0,35	20,7272	-9,35	17,4701	7,56
USD/CLP	650,16	0,22	660,1700	-1,52	670,40	-3,02	659,74	-1,45
USD/ARS	15,40	0,71	15,39	0,05	15,8800	-3,05	14,3560	7,24
3. MATERIAS PRIMAS								
Petróleo (Brent)	52,99	0,11	52,83	0,30	56,82	-6,74	44,53	19,00
CRB	183,92	-1,41	185,88	-1,06	192,51	-4,46	179,88	2,25
Oro	1.281,90	0,13	1.249,20	2,62	1.147,50	11,71	1.248,05	2,71
Gasoil	476,75	-2,26	469,50	1,54	501,00	-4,84	393,25	21,23
Trigo	421,75	-2,93	439,00	-3,93	434,25	-2,88	551,50	-23,53
Cobre	5.523,25	-0,28	5.816,00	-5,03	5.523,00	0,00	4.994,50	10,59
Aluminio	1.755,75	0,29	1.899,00	-7,54	1.778,50	-1,28	1.812,00	-3,10
4. CREDITO								
iTraxx Europa 5y (EU Inv.Grade)	74,69	-0,14	73,90	0,79	72,04	2,65	68,84	5,85
iTraxx Crossover 5y (Bonos Basura)	291,82	0,00	290,28	1,54	289,21	2,61	295,86	-4,04
CDX US.Inv. Grade	68,16	0,00	66,57	1,59	67,47	0,69	74,02	-5,86
CDX Hvol 5y (US. High Yield)	106,84	0,00	107,23	-0,38	106,15	0,69	103,36	3,48
SECTORIALES								
iTraxx Sen-Financials 5Y	120,44	0,00	120,62	-0,15	119,88	0,47	119,80	0,65
iTraxx Sub-Financials 5Y	200,02	-4,02	193,12	3,57	221,69	-9,78	178,78	21,25
CDS PAÍSES								
Alemania 5Y	17,71	-0,24	17,15	0,56	21,78	-4,07	18,31	-0,60
Francia 5Y	56,47	-2,66	50,37	6,10	37,01	19,46	37,84	18,63
España 5Y	80,76	-1,54	77,96	2,80	75,62	5,14	92,68	-11,92
Portugal 5Y	249,32	1,28	238,70	10,61	274,01	-24,70	260,70	-11,38
Irlanda 5Y	50,89	-0,63	50,86	0,03	63,75	-12,86	64,46	-13,57
5. BONOS								
FGBL c1 (Futuro 10 ALE)	162,74	-0,51	161,42	1,32	164,15	-1,41	163,68	-0,94
USc1 (Futuro 10 USA)	126,02	0,06	124,56	1,45	124,28	1,73	129,61	-3,59

	20/04/2017	Var p.b.	31/03/2017	Var p.b. mes	31/12/2016	Var p.b. año	20/04/2016	Var 12M p.b.
6. MERCADOS DE DEPÓSITOS								
EURIBOR								
D/D	-0,36	0,00	-0,36	-0,40	-0,33	-3,00	-0,34	1,10
1M	-0,37	0,00	-0,37	0,20	-0,37	-0,30	-0,34	-2,50
3M	-0,33	-0,10	-0,33	-0,30	-0,32	-1,30	-0,25	-6,90
6M	-0,25	-0,10	-0,24	-1,00	-0,22	-3,00	-0,14	-8,20
12M	-0,12	-0,10	-0,11	-1,40	-0,08	-4,10	-0,01	-7,10
ESTADOS UNIDOS								
D/D	0,93	0,00	0,92	0,83	0,69	23,79	0,38	30,94
1M	0,99	-0,17	0,98	0,83	0,77	21,94	0,44	33,05
3M	1,16	-0,06	1,15	0,61	1,00	15,78	0,63	36,30
6M	1,39	-0,70	1,42	-3,25	1,32	7,30	0,90	41,40
12M	1,74	-2,56	1,80	-6,61	1,69	5,00	1,22	46,10
7. TIPOS SWAP								
EURO								
3 AÑOS	-0,07	1,20	-0,04	-3,20	-0,10	3,50	-0,13	2,40
5 AÑOS	0,15	0,00	0,18	-3,50	0,08	7,40	0,05	2,71
10 AÑOS	0,72	0,80	0,76	-4,60	0,66	5,40	0,61	5,30
30 AÑOS	1,28	0,00	1,39	-10,70	1,23	4,80	1,14	9,40
DÓLAR								
3 AÑOS	1,53	-0,13	1,62	-9,13	1,45	7,40	0,94	51,05
5 AÑOS	1,89	-0,12	2,05	-16,45	1,98	-8,74	1,29	68,53
10 AÑOS	2,20	0,04	2,38	-18,04	2,34	-13,30	1,72	61,37
30 AÑOS	2,46	0,01	2,65	-18,66	2,59	-13,40	2,21	38,23
8. DEUDA PÚBLICA								
ESPAÑA								
2 AÑOS	-0,19	3,50	-0,17	-2,50	-0,28	8,80	-0,05	-23,10
5 AÑOS	0,47	2,90	0,50	-2,70	0,27	20,30	0,39	-12,40
10 AÑOS	1,70	2,30	1,67	3,30	1,38	31,60	1,53	-14,90
30 AÑOS	2,93	-1,00	2,91	2,20	2,62	31,60	2,70	-8,10
ALEMANIA								
2 AÑOS	-0,79	1,20	-0,74	-5,00	-0,77	-2,40	-0,51	-26,10
5 AÑOS	-0,44	2,90	-0,38	-6,30	-0,53	8,80	-0,37	-16,70
10 AÑOS	0,24	4,10	0,33	-8,40	0,21	3,60	0,15	5,50
30 AÑOS	0,96	4,10	1,11	-15,20	0,94	1,40	0,84	10,10
ESTADOS UNIDOS								
2 AÑOS	1,19	0,41	1,25	-6,53	1,19	0,04	0,81	38,25
5 AÑOS	1,77	0,16	1,92	-15,57	1,93	-16,19	1,33	59,71
10 AÑOS	2,24	0,36	2,39	-15,18	2,44	-20,87	1,86	58,33
30 AÑOS	2,89	0,31	3,01	-12,42	3,07	-17,98	2,68	38,09
JAPÓN								
2 AÑOS	-0,22	-0,20	-0,19	-3,50	-0,18	-4,10	-0,26	7,70
5 AÑOS	-0,18	-0,90	-0,12	-5,90	-0,11	-6,90	-0,23	12,00
10 AÑOS	0,02	-0,50	0,07	-5,50	0,05	-3,10	-0,11	16,00
30 AÑOS	0,25	-0,70	0,31	-5,90	0,24	0,30	0,04	20,30
9. DIFERENCIALES								
TIPOS DEUDA 10 AÑOS								
ESPAÑA-ALEMANIA	1,46	-1,80	1,34	11,70	1,18	28,0	1,38	-20,40
ESPAÑA-FRANCIA	0,77	4,80	0,70	7,50	0,70	7,40	1,04	-34,10
ESPAÑA-ITALIA	-0,57	3,10	-0,65	8,30	-0,43	-13,70	0,14	-56,90
EE.UU-ALEMANIA	1,99	-3,74	2,06	-6,78	2,24	-24,47	1,71	52,83
10. PENDIENTES DE LA CURVA								
ESPAÑA								
10 AÑOS-2 AÑOS	1,89	-1,20	1,83	5,80	1,66	22,80	1,58	8,20
30 AÑOS-10 AÑOS	1,23	-3,30	1,24	-1,10	1,23	0,00	1,16	6,80
30 AÑOS-2 AÑOS	3,12	-4,50	3,08	4,70	2,89	22,80	2,74	15,00
ALEMANIA								
10 AÑOS-2 AÑOS	1,03	2,90	1,07	-3,40	0,97	6,00	0,66	31,60
30 AÑOS-10 AÑOS	0,71	0,00	0,78	-6,80	0,74	-2,20	0,69	4,60
30 AÑOS-2 AÑOS	1,75	2,90	1,85	-10,20	1,71	3,80	1,35	36,20
ESTADOS UNIDOS								
10 AÑOS-2 AÑOS	1,05	-0,05	1,13	-8,65	1,26	-20,91	1,06	20,08
30 AÑOS-10 AÑOS	0,65	-0,05	0,62	2,76	0,62	2,89	0,82	-20,24
30 AÑOS-2 AÑOS	1,70	-0,10	1,76	-5,89	1,88	-18,02	1,88	-0,16

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
22/2/17	ANZ BANK NZ	500	0.40	1/3/22	99,87	MS+30	EUR	Aa3	AA-	AA-
22/2/17	WL-BANK	500	0.125	1/3/24	99,24	MS-14	EUR		AAA	
23/2/17	VENETO BANCA	1350	0.50	2/2/20	98,55	BTPS+53	EUR			BBB+
23/2/17	NATIXIS PFANDBRIEFBANK	250	0.05	2/3/22	99,89	MS-6	EUR	Aaa		
24/2/17	SWEDBANK	750	0.30	6/9/22	99,80	MS+18	EUR	Aa3	AA-	AA-
28/2/17	NATIONAL AUSTRALIA BANK	500	0.35	7/9/22	99,91	MS+23	EUR	Aa2	AA-	
1/3/17	RBS	1500	2.00	8/3/23	100,00	MS+190	EUR	Ba1	BBB-	BBB+
1/3/17	ASB BANK	500	0.50	10/6/22	99,82	MS+40	EUR	Aa3	AA-	AA-
1/3/17	DG HYPOBANK	500	0.50	30/9/26	99,62	MS-11	EUR		AAA	
1/3/17	COMMERZBANK	250	E+75	8/3/22	100,00	E+75	EUR	Baa1	BBB+	BBB+
2/3/17	SPAREBANK 1 SMN	500	0.50	9/3/22	99,81	MS+42	EUR	A1		A-
2/3/17	ING	1500	0.75	9/3/22	99,67	MS+70	EUR	Baa1	A-	A+
2/3/17	OP MORTGAGE BANK	1000	0.25	13/3/24	99,42	MS-4	EUR	Aaa	AAA	
3/3/17	GOLDMAN SACHS	2000	E+63	9/9/22	0,00	E+63	EUR	A3	BBB+	A
6/3/17	LANDSBANKINN HF	300	1.375	14/3/22	99,46	MS+130	EUR		BBB	
7/3/17	LF HYPOTEK	500	0.375	14/3/24	99,55	MS+2	EUR	Aaa	AAA	
7/3/17	AXA BANK EUROPE SCF	1000	0.125	14/3/22	99,75	MS flat	EUR	Aaa		AAA
8/3/17	UBI BANCA	500	4.45	15/9/27	99,79	MS+424	EUR	Ba3	BB	
9/3/17	NYKREDIT	500	0.375	16/6/20	99,81	MS+45	EUR		BBB+	A
13/3/17	UBS	1750	E+70	20/9/22	100,00	E+70	EUR		A-	A
14/3/17	CARIPARMA	750	1.625	21/3/29	99,12	MS+65	EUR	Aa2		
14/3/17	CARIPARMA	750	1.125	21/3/25	99,51	MS+53	EUR	Aa2		
15/3/17	BNP PARIBAS	1000	E+85	22/9/22	100,00	E+85	EUR	Baa2	A-	A+
16/3/17	BNPP FORTIS	500	0.50	23/9/24	99,52	MS-3	EUR	Aaa	AAA	
16/3/17	WL-BANK	250	1.375	23/3/37	98,54	MS+5	EUR		AAA	
17/3/17	ABN AMRO	750	1.375	12/1/37	96,57	MS+20	EUR	Aaa		AAA
17/3/17	ALANDSBANKEN	100	E+63	24/3/20	100,00	E+63	EUR		BBB	
20/3/17	HSBC	1500	E+70	27/9/22	100,00	E+70	EUR	A1	A	AA-
20/3/17	SOCIETE GENERALE	1250	E+85	1/4/22	100,00	E+85	EUR	Baa3	BBB+	A
20/3/17	LIBERTY MUTUAL	500	1.75	27/3/24	99,84	MS+125	EUR	Baa2	BBB	
21/3/17	ARROW GLOBAL	400	E+287.5	1/4/25	100,00	E+287.5	EUR	Ba3	BB	
21/3/17	NAB	1250	0.25	28/3/22	99,66	MS+2	EUR	Aaa		AAA
21/3/17	SCBC	750	0.875	29/3/27	99,67	MS+3	EUR	Aaa		
22/3/17	AZIMUT HOLD	350	2.00	28/3/22	100,00	MS+172.9	EUR			BBB
22/3/17	BFCM	500	2.625	31/3/27	99,52	MS+185	EUR	A3	BBB	A

Emisores Españoles

Fecha	Emisor	Volumen (M€)	Cupón	Vto.	Re-offer	Spread	Divisa	Moody's	S&P	Fitch
22/3/17	FERROVIAL	500	1.375	31/3/25	99,30	MS+85	EUR		BBB	BBB
22/3/17	MAPFRE	600	4.375	31/3/47	100,00	B+396.9	EUR		BBB-	
2/3/17	BANKIA	500	3.375	15/3/27	99,45	MS+335	EUR		BB	BB+
7/3/17	LIBERBANK	300	6.875	14/3/27	100,00	B+740.9	EUR			BB-
13/3/17	MERLIN ENTERTAINMENTS	200	2.75	15/3/22	103,50	B+240	EUR	Ba2	BB	

Agencias

Fecha	Emisor	Volumen (M)	Cupón	Vto.	Re-offer	Spread	Divisa	Moody's	S&P	Fitch
22/2/17	CDC	500	0.20	1/3/22	99,99	FRTR+12	EUR	Aa2	AA	
23/2/17	BPIFRANCE FINANCEMENT	500	0.10	19/2/21	100,41	FRTR+17	EUR	Aa2		AA
3/3/17	NRW.BANK	500	0.25	10/3/25	99,18	MS-19	EUR	Aa1	AA-	AAA
8/3/17	KfW	1500	2.125	15/8/23	113,30	MS-32	EUR	Aaa	AAA	AAA
8/3/17	BPIFRANCE FINANCEMENT	600	0.75	25/11/24	99,58	FRTR+20	EUR	Aa2		AA
17/3/17	NEDWATERSCHAPS	100	0.75	4/10/41	100,00		EUR	Aaa	AAA	
20/3/17	BNG	650	1.50	29/3/38	99,02	MS+16	EUR	Aaa	AAA	AA+
21/3/17	FMS WERTMANAGEMENT	1000	0.00	30/3/20	100,00		EUR	Aaa	AAA	AAA
21/3/17	UNEDIC	2000	1.25	28/3/27	99,57	FRTR+14	EUR	Aa2		AA
22/3/17	KfW	750	1.125	15/6/37	98,13	MS-11	EUR	Aaa	AAA	AAA
22/3/17	SNCF RESEAU	1000	1.875	30/3/34	99,60	FRTR+34	EUR	A2	AA	AA
22/2/17	LOWER SAXONY	500	0.00	1/3/21	100,90	MS-24	EUR			AAA
23/2/17	LAND THURINGIA	500	0.50	2/3/27	99,36	MS-17	EUR			AAA
28/2/17	LAND NRW	1825	0.50	16/2/27	99,70	MS-14	EUR	Aa1	AA-	AAA
7/3/17	ILE DE FRANCE	500	1.375	14/3/29	99,45	FRTR+25	EUR		AA	AA
9/3/17	LAENDER	1000	0.25	18/3/24	99,83	MS-17	EUR			AAA
14/3/17	LAND RHINELAND-PALATINA	600	0.00	23/3/20	100,76	MS-28	EUR			AAA

Emisores No Financieros Europeos

Fecha	Emisor	Volumen (M)	Cupón	Vto.	Re-offer	Spread	Divisa	Moody's	S&P	Fitch
23/2/17	QUINTILES	1425	3.25	15/3/25	100,00	B+335	EUR	Ba3	BB+	
23/2/17	LEVI STRAUSS	475	3.375	15/3/27	100,00	B+312	EUR	Ba2	BB+	
24/2/17	ARDAGH GLASS	750	2.75	15/3/24	100,00	B+243	EUR	Ba3	BB-	
24/2/17	AVERY DENNISON	500	1.25	3/3/25	99,92	MS+80	EUR	Baa2	BBB	
27/2/17	RENAULT	750	1.00	8/3/23	99,79	MS+83	EUR	Baa3	BBB-	
27/2/17	REXEL	300	2.625	15/6/24	100,00	B+290	EUR	Ba3	BB-	BB
27/2/17	COCA COLA	500	0.50	8/3/24	99,62	MS+23	EUR	Aa3	AA-	A+
27/2/17	COCA COLA	500	0.00	9/3/21	99,64	MS+10	EUR	Aa3	AA-	A+
27/2/17	COCA COLA	1500	E+25	8/3/19	100,30		EUR	Aa3	AA-	A+
27/2/17	THYSSENKRUPP	1250	1.375	3/3/22	99,59	MS+137	EUR	Ba2	BB	BB+
27/2/17	VODAFONE	1000	0.375	22/11/21	99,91	MS+33	EUR	Baa1	BBB+	BBB+
28/2/17	PFIZER	750	1.00	6/3/27	98,89	MS+45	EUR	A1	AA	
28/2/17	PFIZER	1000	0.25	6/3/22	99,86	MS+20	EUR	A1	AA	
28/2/17	PFIZER	1000	0.00	6/3/20	99,95	MS+12	EUR	A1	AA	
28/2/17	PFIZER	1250	E+20	6/3/19	100,35	E+15.8	EUR	A1	AA	
28/2/17	IBERDROLA	1000	1.00	7/3/25	99,36	MS+65	EUR	Baa1	BBB+	BBB+
1/3/17	AVIS	250	4.50	15/5/25	100,00	4.50%	EUR	NR	NR	NR
1/3/17	RENAULT	650	1.375	8/3/24	99,78	MS+105	EUR	Baa1	BBB	
1/3/17	RENAULT	750	E+45	8/7/20	100,00	E+45	EUR	Baa1	BBB	
1/3/17	AIR LIQUIDE	600	1.00	8/3/27	98,91	MS+42	EUR	A3	A-	
2/3/17	ORANGE	500	1.50	9/9/27	99,36	MS+78	EUR	Baa1	BBB+	BBB+
2/3/17	ORANGE	750	0.75	11/9/23	99,66	MS+50	EUR	Baa1	BBB+	BBB+
3/3/17	NYRSTAR	400	6.875	15/3/24	100,00	B+706	EUR	NR	NR	NR
6/3/17	NOKIA	750	2.00	15/3/24	99,46	MS+165	EUR	Ba1	BB+	
6/3/17	NOKIA	500	1.00	15/3/21	99,90	MS+95	EUR	Ba1	BB+	
6/3/17	FASTIGHETS AB BALDER	500	1.875	14/3/25	99,03	MS+145	EUR	Baa3	BBB	
6/3/17	FASTIGHETS AB BALDER	500	1.125	14/3/22	99,44	MS+105	EUR	Baa3	BBB	
6/3/17	SAINT-GOBAIN	750	1.00	17/3/25	98,85	MS+60	EUR	Baa2	BBB	
7/3/17	MOTABILITY	500	0.875	14/3/25	98,98	MS+47	EUR	A1	A+	
7/3/17	ITALGAS SPA	650	1.125	14/3/24	99,71	MS+75	EUR	Baa1		BBB+
7/3/17	PRICELINE GROUP	1000	0.80	10/3/22	99,80	MS+67	EUR	Baa1	BBB+	
7/3/17	THERMO FISHER	500	1.45	16/3/27	98,82	MS+80	EUR	Baa2	BBB	BBB
7/3/17	DAIMLER	500	0.00	15/3/19	100,12	MS+7	EUR	A2	A	A-
7/3/17	MOLSON COORS	500	E+35	15/3/19	100,00	E+35	EUR	Baa3	BBB-	
8/3/17	ELISA	300	0.875	17/3/24	99,33	MS+53	EUR	Baa2	BBB+	
9/3/17	MATTERHORN TELECOM (SA	117	4.875	1/5/23	100,00	B+509	EUR	Caa1	CCC+	
9/3/17	JOHNSON CONTROLS	1000	1.00	15/9/23	99,13	MS+70	EUR	Baa1	BBB+	BBB+
9/3/17	MATTERHORN TELECOM (SA	525	E+325	1/2/23	100,00	E+325	EUR	B2		
9/3/17	ALLIANCE DATA SYSTEMS	400	4.50	15/3/22	100,00	B+514	EUR	NR	NR	NR
9/3/17	A2A SPA	300	1.25	16/3/24	99,67	MS+85	EUR		BBB	
13/3/17	PROGROUP AG	150	E+250	31/3/24	100,00	E+250	EUR	Ba2	BB-	
13/3/17	RELX FINANCE	500	1.00	22/3/24	99,52	MS+53	EUR	Baa1	BBB+	BBB+
13/3/17	RELX FINANCE	500	0.375	22/3/21	99,96	MS+23	EUR	Baa1	BBB+	BBB+
13/3/17	STATKRAFT	500	1.125	20/3/25	99,86	MS+48	EUR	Baa1	A-	
14/3/17	MEDICAL PROPERTIES	500	3.325	24/3/25	100,00	MS+266.6	EUR	Ba1	BBB-	
14/3/17	PEUGEOT SA	600	2.00	23/3/24	100,00	MS+146.1	EUR	Ba2		BB+
14/3/17	WOLTERS KLUWER	500	1.50	22/3/27	99,66	MS+65	EUR		BBB+	
15/3/17	SVEN CELLULOSA	500	1.625	30/3/27	99,51	MS+83	EUR	Baa1	BBB+	
15/3/17	SVEN CELLULOSA	600	1.125	27/3/24	99,79	MS+65	EUR	Baa1	BBB+	
15/3/17	SVEN CELLULOSA	600	0.625	28/3/22	99,61	MS+45	EUR	Baa1	BBB+	
15/3/17	SVEN CELLULOSA	300	0.00	27/11/18	100,01	MS+13	EUR	Baa1	BBB+	
15/3/17	ENGIE SA	800	1.50	27/3/28	98,53	MS+70	EUR	A2	A-	
15/3/17	ENGIE SA	700	0.875	27/3/24	99,10	MS+50	EUR	A2	A-	
15/3/17	SPIE	600	3.125	22/3/24	100,00	MS+262	EUR	Ba3	BB	
15/3/17	PROXIMUS SA	500	0.50	22/3/22	99,95	MS+25	EUR	A1	A	
16/3/17	PAPREC	225	5.25	1/4/22	104,50	4.247%	EUR	B1	B+	
17/3/17	CARGOTEC	100	2.375	28/3/24	99,68	MS+190	EUR	NR	NR	NR
17/3/17	CARGOTEC	150	1.75	28/3/22	99,91	MS+150	EUR	NR	NR	NR
20/3/17	OWENS-ILLINOIS	225	3.125	15/11/24	100,00	3.125%	EUR	Ba3	BB	
20/3/17	VEOLIA	650	0.672	30/3/22	100,00	MS+40	EUR	Baa1	BBB	
20/3/17	VEOLIA	650	1.496	30/11/26	100,00	MS+67	EUR	Baa1	BBB	
21/3/17	CERBA	180	5.375	15/4/25	100,00	B+525	EUR	Caa1	B-	
22/3/17	ARAMARK	325	3.125	1/4/25	100,00	B+304	EUR	NR	NR	NR
22/3/17	FINNAIR	200	2.25	29/3/22	99,93	MS+200	EUR	NR	NR	NR
22/3/17	EDENRED	500	1.875	30/3/27	98,88	MS+117	EUR		BBB	
22/2/17	KBC	1250	0.75	1/3/22	99,99	MS+63	EUR	Baa1	BBB+	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 esta 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.