Sabadell Urquijo Banca Privada

Informe Mensual

Subida en la rentabilidad de la deuda ¿y el crecimiento?

Dirección de Análisis 91 782 9157/8
BSAnalisis@bsanalisis.com

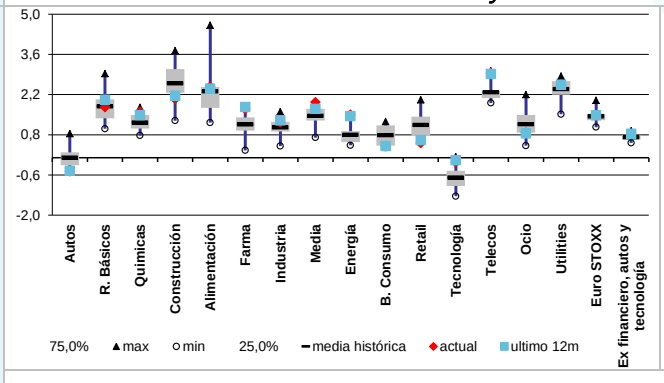
LA VICTORIA DE TRUMP ALTERA EL ESCENARIO PARA LAS INVERSIONES

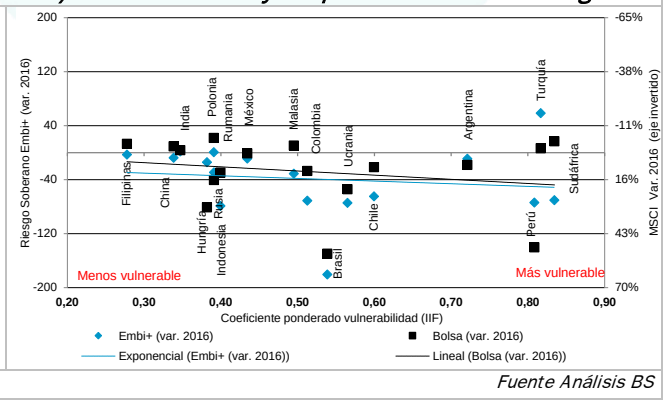
La llegada a la presidencia de **D. Trump debería suponer que las políticas de estímulo fiscal** (rebaja de impuestos y un plan de infraestructuras) tomen el relevo de las monetarias de cara a **fomentar el crecimiento** y la inflación. Estas políticas fiscales supondrían un cierto alivio para la evolución de los beneficios empresariales americanos de cara a 2018, algo de por sí positiva dado que ya mostraban signos de agotamiento por su grado de avance en el ciclo. **Por el lado negativo**, el estimulo fiscal también supondrá cierto deterioro adicional de sus cuentas públicas y conllevará a mayores requerimientos de rentabilidad por parte de los inversores, **presionando al alza las rentabilidades de la deuda, que deberían subir a niveles del 2,5% en Estados Unidos y del 0,65% en Europa en 2017.** Esto último podría **lastrar el crecimiento de algunos emergentes** (y así el crecimiento mundial), que podrían verse obligados a subir tipos como en el caso de México o Turquía. Por otra parte, esto llega en un momento en que el endeudamiento en Estados Unidos se sitúa en máximos. Esto, junto con la exposición internacional afectada por la fortaleza del dólar, y el **repunte en los costes laborales** limitará la mejora en beneficios empresariales. Desde el punto de vista de la bolsa americana, las mayores rentabilidades de la deuda aumentan el **riesgo de caída de múltiplos** (en realidad más aún en Europa, a la espera de que se sigan los pasos en esas políticas fiscales) que ya se sitúan en niveles relativamente elevados hasta ahora justificados por el escenario de tipos bajos. Estos factores **deberían contribuir a limitar las subidas de rentabilidades de la deuda,** tanto en velocidad como en intensidad.

En este entorno, **el endeudamiento gana importancia a la hora de seleccionar activos ya que las subidas de la rentabilidad de la deuda la encarecerán**. En el **S&P500** los sectores con mejor ratio de deuda neta sobre resultados operativos serían Tecnología y Consumo Cíclico (en niveles absolutos muy bajos) o Industriales (con niveles de deuda algo más elevados pero muy por debajo de su media histórica). En cambio, **parten de una posición más comprometida Utilities, Telecom** y en menor medida Recursos Básicos y Farma, tanto por sus elevados niveles de deuda como por la mala evolución en los últimos 12 meses. En el **Euro STOXX** los mejor situados serían Autos, Bienes de Consumo, Retail y Viajes y Ocio y en menor medida Construcción (por debajo de su media histórica tras el reciente esfuerzo de desapalancamiento) mientras que los sectores a **evitar** serían **Telecos, Tecnología, Media y Químicas**. Por otro lado, este repunte de la rentabilidad de la deuda es positivo para los financieros y algunos de los sectores más cíclicos.

Los **emergentes** también serían perdedores por su elevada dependencia de la deuda en dólares. Así, la presión de las subidas esperadas por la Fed y en el tramo corto de la curva americana, debería traducirse en salidas de flujos de esas economías (el efecto contrario a lo visto en 2016 que se benefició de la tendencia de los inversores a buscar mayores rentabilidades). Según los datos del IFF (Instituto Internacional de Finanzas) entre los países con menor vulnerabilidad estarían China, India y Rusia mientras que en el lado contrario estarían países como Turquía, Perú, México y Brasil.

Gráficos 1 y 2: Euro STOXX: DN/EBITDA sectores y mapa de debilidad de emergentes





Fuente Análisis BS

PRÓXIMOS EVENTOS A TENER EN CUENTA

En **Italia**, **el 4 de diciembre se celebrará el referéndum constitucional sobre la reforma** para restar poder a la Cámara Baja. Las encuestas siguen dando la victoria al "NO" y de suceder no es descartable que se convoquen elecciones anticipadas para verano 2017. Sería la peor noticia posible para los activos y seguirá teniendo impacto negativo tanto en la bolsa, los bancos y la prima de riesgo. Aunque salga el "SI" los activos italianos seguirían lastrados por las dudas en los bancos y la parálisis política que duraría hasta 2018 cuando están previstas las próximas elecciones legislativas.
Reuniones Bancos Centrales: En **Europa**, 8/12 reunión del BCE. En **Estados Unidos**, 14/12 reunión de la FED.
OTROS EVENTOS: el 30 de noviembre/1 diciembre reunión plenaria del Parlamento Europeo en Bruselas; el 5-6 de diciembre reunión del Eurogrupo y ECOFIN; el 15-16 de diciembre Consejo Europeo.

LA MACRO DEL MES Y LA QUE VIENE

La Comisión Europea ha revisado una décima al alza el PIB 2016 de la Zona Euro hasta el 1,7% mientras que ha recortado el PIB de 2017 3 décimas hasta el 1,5% y para 2018 ha estimado el 1,7%.
De los datos macro del mes en Estados Unidos destacó la nueva subida de las ganancias salariales de octubre hasta el 2,7% frente al 2,6% anterior. En **Europa** los indicadores de confianza han ido al alza y en **España** el PMI de Servicios de octubre decepcionó pero siguen en niveles altos.
Diciembre: Estados Unidos, ISM Manufacturero. **Europa**, indicadores de confianza. **España** y **China**, PMI Manufacturero.

EVOLUCIÓN DE DIVISAS Y MATERIAS PRIMAS

En **divisas**, el **euro** se deprecia contra el dólar al dar el mercado por segura una subida de tipos en Estados Unidos a finales de año y aumentar la probabilidad de al menos otra subida en 2017. Entre las **materias primas, las industriales** suben ante un posible nuevo plan de infraestructuras en Estados Unidos y **el petróleo** cede un -5,2% en el mes aunque se recupera parcialmente en las últimas sesiones por la mayor probabilidad de un acuerdo en la reunión de la OPEP del 30/11.

Renta Variable: Mantenemos la recomendación de VENDER Bolsa

Atendiendo a nuestro escenario de un repunte moderado de la rentabilidad de la deuda, donde la conclusión sería que a corto plazo no se volverán a ver tipos a largo en negativo, merece la pena compensar las apuestas y moderar nuestro sesgo pro growth y pro defensivo a un punto más neutral. Las dudas sobre el crecimiento no permiten en nuestra opinión adoptar un sesgo totalmente cíclico, pero las expectativas (y sólo eso de momento) de políticas fiscales si obligan a por lo menos rotar nuestras posiciones.
Así, **con expectativas de un escenario macro más positivo desde 2018 sobre todo en Estados Unidos**, si bien aún no se ha materializado con revisiones de PIB al alza, **fijamos 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**. No obstante, **este potencial alcista de los índices bursátiles no compensa los riesgos** que enfrentan los mercados a corto plazo (políticos en Europa, de ejecución presupuestaria en Estados Unidos) **por lo que mantenemos nuestra recomendación direccional de las Bolsas en VENDER**, toda vez que el nuevo escenario "post Trump" es también negativo para los emergentes.

Dentro de los **índices**, **subimos nuestra preferencia sobre mercados desarrollados frente a emergentes**. Entre los desarrollados, **subimos a Sobreponderar el S&P 500** y continuamos prefiriendo Suiza**. En Europa, los periféricos** (IBEX 35 y MIB) **siguen en Infraponderar**. Entre emergentes bajamos a Infraponderar México.
Entre los **sectores**, y teniendo en cuenta la subida de rentabilidades de la deuda, **neutralizamos nuestra preferencia por defensivos y growth frente a cíclicos y value o financieros. Así subimos a Sobreponderar Seguros y a Neutral Bancos** ya que los primeros serán los que más se beneficien de las subidas de la rentabilidad de largo plazo de la deuda mientras los financieros necesitan que los tipos a corto también suban y ya han rebotado con fuerza desde julio**.** Con mejores perspectivas para el precio del crudo, **subimos a Sobreponderar Energía.** De acuerdo con el racional del endeudamiento desgranado antes, **bajamos a Infraponderar Telecom y Bienes de Consumo y a Neutral Alimentación.**

Renta Fija: rentabilidades soberanas al alza tras las elecciones americanas

Al igual que en renta variable, el nuevo escenario que abre Trump nos lleva a cambiar algunas apuestas. En este sentido, el mes de noviembre ha venido marcado por el fuerte **repunte de rentabilidades soberanas comentado.** La periferia fue duramente castigada con el **10 años español** ampliando desde el 1,10% hasta el 1,59% y el **italiano** desde el 1,38% hasta el 2,11% a medida que se acerca la fecha de referéndum. **Portugal amplió desde el 3,13% hasta el 3,64%** mientras el 10 años griego terminó **estrechando desde el 8,34% hasta el 6,78%** tras unos presupuestos 2017 muy optimistas y a la espera de la próxima reunión del Eurogrupo (5 diciembre) donde se discutirán **medidas para una reestructuración de la deuda**.

En core, **ampliaciones en la referencia alemana** desde el 0,02% hasta el 0,26% lo que provocó un aumento en las primas de riesgo (española en los 135 puntos básicos e italiana en los 185 puntos básicos). En **Estado Unidos el 10 años** lideró los avances en deuda core al **repuntar en rentabilidad** desde el 1,76% **hasta el 2,35%** de la mano de unas actas de la Fed que certificaron prontas subidas de tipos de interés (100% descontado por el mercado a diciembre) y de unas mayores **expectativas de inflación a 10 años, que repuntaron hasta el 1,97%** (niveles julio'14).

Realizamos cambios de posicionamiento frente al mes anterior. En este entorno de repuntes de rentabilidades, **adoptamos un posicionamiento de Infraponderar desde Neutral en soberano euros frente a crédito.** Seguimos sobreponderando deuda americana frente a la deuda core europea. Por otro lado, dentro de la periferia mantenemos en sobreponderar primas de riesgo española ante la menor incertidumbre política.
En **renta fija privada**, **Bajamos a Neutral desde Sobreponderar corporativos IG en euros frente al crédito** por riesgo de descenso en las compras del BCE y menor diferencial. Además **subimos a Sobreponderar desde Neutral IG dólares frente a IG euros. Por último subimos a Neutral desde Infrapondrar HY euros frente a IG euros** (protección ante repuntes de tipos). En **HY dólar nos situamos en Sobreponderar desde Neutral frente HY euros** (mayor diferencial y mejor entorno macro). En **emisores favoritos** mantenemos Telefónica (senior, híbrido y Telefónica Colombia en dólares), Repsol, Gas Natural y ACS. En híbridos, mantenemos nuestra recomendación en Telefónica en sobreponderar esperando el proceso de desapalancamiento. Sobreponderamos Telefónica Colombia en dólares**.**
Por su parte, en **Financieros**, seguimos **Neutral en financieros senior frente el Benchmark de crédito** a la espera de la decisión sobre la banca italiana y las posibles ampliaciones de capital en Unicredit y Deutsche Bank. Por otro lado mantendríamos la infraponderación de las **cédulas** frente a la deuda senior financiera (con mayor diferencial) y corporativa pero **adoptamos un sesgo Neutral desde Sobreponderar respecto al soberano**.
En **agencias, bajamos a Neutral desde Sobreponderar a ADIF frente a Tesoro por escaso diferencial,** mantenemos en Sobreponderar Cores y Madrid. En ICO seguimos neutrales frente a Tesoro.

ENTORNO MACROECONÓMICO: TEMAS DESTACADOS DEL MES

En Estados Unidos, a pesar del pronóstico de las encuestas, D. Trump es elegido el 45º presidente
En Europa, podía haber un cambio hacia políticas fiscales más expansivas en los próximos años
En España, finalmente se formó gobierno con la abstención (aunque no total) del PSOE

En Estados Unidos, las Actas de la reunión de la FED del 2 de noviembre mostraron un mayor consenso para subir tipos relativamente pronto dada la mejoría del mercado laboral

En Estados Unidos y en relación a la política monetaria, las Actas correspondientes a la reunión de la FED del 2 de noviembre mostraron un mayor consenso para subir tipos relativamente pronto dada la mejoría del mercado laboral, dejando la puerta abierta a una subida de tipos de interés en diciembre. En general los miembros estuvieron de acuerdo en que se dan las condiciones para subir los tipos de interés relativamente pronto, donde algunos advirtieron que retrasar las subidas podría conllevar subidas más agresivas en el futuro o la pérdida de credibilidad de la FED. En cuanto a la **macro**, la FED seguía aludiendo a la clara mejoría en el mercado laboral y destacando la fortaleza del consumo interno sustentada por el aumento de la riqueza financiera. En cuanto a la inflación, los miembros mostraron mayor disparidad de cara a los riesgo que afectan a los precios aunque, no obstante, esperan que la inflación converja hacia el objetivo del 2,0%.

En las elecciones presidenciales del 8 de noviembre, y en contra de lo que anticipaban las encuestas, el republicano D. Trump fue elegido como el próximo presidente

Por el lado **político,** y mostrando de nuevo la escasa fiabilidad que han tenido las encuestas este año que ya fallaron en el resultado del referéndum en el Reino Unido sobre el Brexit, **D. Trump se alzó finalmente con la victoria en las elecciones presidenciales** del 8 de noviembre con lo que tomará posesión de su cargo el próximo 20 de enero. Este vuelco político podría suponer un importante cambio en la política económica que iría dirigida a lo largo de la legislatura a **prolongar el actual** (y ya largo) **ciclo económico** de la mano de una política fiscal más expansiva. En materia de **relaciones económicas exteriores**, y en línea con las propuestas proteccionistas lanzadas durante la campaña electoral, **D. Trump ya ha anunciado que retirará a su país del Acuerdo de Asociación Transpacífico (TPP)** que fue acordado en febrero de este año después de 6 años de negociación y del que forman parte 12 países entre los que destacan, además de Estados Unidos, Australia, Canadá y México. Este Acuerdo, impulsado por B. Obama, había contado con fuerte oposición por el Congreso, de mayoría republicana.

Respecto a la macro del mes, **los últimos indicadores de actividad económica publicados** son mixtos. Por un lado, mejoran los datos de ventas al por menor apuntando a un crecimiento del consumo privado en el cuarto trimestre 2016 del 3,0% trimestral anualizado frente al 2,4% esperado por el consenso y frente al 2,1% registrado en el tercer trimestre de 2016. Por otro lado, la actividad manufacturera se ha estancado **perfilando un crecimiento económico en el cuarto trimestre** del 2,0% frente, **por debajo del 2,3% esperado por el consenso**.

En las Actas correspondientes a la reunión del 20 de octubre el BCE reiteró que el plan de compras de activos continuará hasta marzo 2017 y más allá en caso de ser necesario

Mientras tanto en la Euro Zona, en las Actas correspondientes a la reunión del 20 de octubre del **BCE se hizo especial mención a que el alza las rentabilidades de la deuda de la región ha obedecido en buena medida a factores externos** como las reuniones del Banco de Japón y de la FED de septiembre o la subida del precio del petróleo. Por otro lado, la Autoridad Monetaria repitió que está dispuesta a continuar con el plan de compras de activos más allá de marzo 2017 de ser necesario**.** En cuanto al análisis económico, el BCE destacó que el crecimiento sigue siendo moderado y que la recuperación de la región ha resistido hasta ahora los impactos externos (*Brexit*). Respecto a los precios, el Consejo estima que en diciembre estará en mejor posición para evaluar las perspectivas de inflación ya que para entonces contará con las nuevas previsiones macro que llegarán hasta 2019 pero reiteró su compromiso de utilizar todas las herramientas a su alcance para lograr que la inflación converja hacia el objetivo del 2,0% y que se mantenga alrededor de ese nivel de forma estable.

En Europa, el antiguo primer ministro francés, F. Fillon, gana las primarias del Partido Republicano con lo que es muy probable que sea el principal contendiente frente a Marine Le Pen en las elecciones presidenciales de 2017

En el ámbito **político-institucional** en **Europa**, el posible nuevo rumbo de la política económica en Estados Unidos con la victoria de D. Trump también ha tenido repercusiones. En este sentido, el **Comisario europeo de Asuntos Económicos de la UE, P. Moscovici, ha defendido que tras años de ajustes y consolidación fiscal, la Euro Zona debería lanzar un (tímido) estímulo fiscal,** especialmente basado en la inversión, que permita dejar atrás los bajos niveles de crecimiento e inflación, que contribuya a reducir los elevados niveles de paro y a limitar la desigualdad. Alemania, que cuenta con margen prespuestario pero hasta ahora ha sido reticente en aplicar medidas fiscales expansivas, podría anunciar un pequeño recorte de impuestos de hasta 20.000 millones de euros sobre una economía de unos 3 billones. Otros países, como España o Italia, si bien se muestran partidarios de este nuevo enfoque, todavía tienen que reducir sus déficit públicos para ajustarse a las exigencias de Bruselas.

Por otro lado, **se van perfilando los principales candidatos de cara a las diversas citas electorales de 2017**. Así, en las primarias del partido Republicano (PR) en **Francia**, el antiguo primer ministro, **F. Fillon**, ha sido el candidato más votado (44,2% de los votos) seguido de A. Juppé con el 28,5%. Muy por detrás ha quedado el expresidente, N. Sarkozy, con sólo el 20,0% de los sufragios lo que le deja fuera de la segunda ronda en la que el próximo 27 de noviembre se enfrentarán los dos contendientes con los mejores resultados. Ante la baja popularidad del actual presidente, F. Hollande, que afecta a su partido, (Partido Socialista, PS) parece poco probable que se vuelva a presentar a las elecciones presidenciales que se celebrarán en abril de 2017. Con esto, el ganador de estas elecciones primarias del PR podría ser el candidato que se enfrente a Marine Le Pen del Frente Nacional la cual, según las encuestas, conseguiría llegar a la segunda vuelta de las elecciones a diferencia de lo ocurrido en las elecciones regionales a las que ha concurrido hasta ahora. Por su parte, en **Alemania, la canciller A. Merkel ha decidido presentarse** como candidata en las elecciones federales de septiembre/octubre 2017 para un cuarto mandato.

En cuanto al **Reino Unido**, el Gobierno recurrirá en diciembre ante el Tribunal Supremo una sentencia de una instancia inferior que le obliga a someter al Parlamento las directrices para las negociaciones de la salida de la UE (*Brexit*). Si finalmente el Tribunal Supremo fallara en contra del ejecutivo, el Parlamento pondría condiciones para la activación del artículo 50 del Tratado de Lisboa y en el proceso de negociación lo que favorecería una flexibilización de la postura del Reino Unido. Con ello, **en 2017 podrían celebrarse elecciones anticipadas** con el fin de alinear la postura del Gobierno y la del Parlamento. En el ámbito empresarial, la primera ministra, T. May, se ha mostrado favorable a pactar con la UE un acuerdo de transición durante las negociaciones del *Brexit* que proteja los intereses de las empresas británicas. Para fomentar la competitividad de las compañías de su país, la premier británica también ha abogado por aplicar la rebaja del impuesto de sociedades anunciada en marzo por el anterior primer ministro, D. Cameron, hasta el 17% en 2020 (frente al 20% actual) y una inversión anual de 2.000 millones de libras en inversión y desarrollo.

Por el lado de la macro, los indicadores de confianza conocidos en noviembre han sido moderadamente positivos con inesperado repunte del índice confianza del inversor de noviembre al tiempo que el PMI Manufacturero de septiembre sorprendía positivamente mientras que el de Servicios retrocedía ligeramente. En conjunto, los datos apuntarían a una estabilización del crecimiento en el cuarto trimestre. Por otra parte, la **Comisión Europea** ha revisado una décima al alza el PIB 2016 de la Zona Euro hasta el 1,7% mientras que ha recortado el PIB de 2017 3 décimas hasta el 1,5% y para 2018 ha estimado el 1,7%.

En España, la abstención de la mayor parte de los diputados del PSOE ha permitido la investidura de M. Rajoy como presidente de un gobierno del PP en minoría

En **España**, con la abstención de la mayoría de los diputados del PSOE, ha sido posible la investidura de M. Rajoy y con ello **la formación de un Gobierno** del PP en minoría que ha evitado la celebración de unas terceras elecciones. Con el fin de que los Presupuestos Generales 2017 sean compatibles con situar el déficit público en el 3,1% sobre PIB pactado con Bruselas (frente al 4,6% de este año), el Gobierno ha aprobado un recorte del techo de gasto de 5.000 millones de euros. Al mismo tiempo que el Presupuesto, el Gobierno remitirá a la Comisión Europea la actualización de la previsiones macro en las que mantiene el PIB 2016 en el 3,2% y revisará al alza dos décimas el PIB 2017 hasta el 2,5%.

Por otro lado, en el **aspecto político**, tras las elecciones de finales de septiembre en el País Vasco, finalmente el PNV y el PSE han cerrado un acuerdo para formar un Gobierno en coalición en el que I. Urkullu ha sido elegido de nuevo como lehendakari. El objetivo prioritario de este gobierno es reformar el Estatuto de Autonomía en los próximos ocho meses para reforzar y garantizar el autogobierno.

En cuanto a **datos macro, éstos han sido mixtos**. Por un lado, el PMI de Manufacturero de octubre sorprendió positivamente mientras que el PMI de Servicios defraudó y el ritmo de crecimiento de la producción industrial se desaceleró en septiembre.

Por último, en los países emergentes tanto el PMI Manufacturero de octubre como el de Servicios de **China** subieron inesperadamente mientras que el consumo privado, con cada vez más peso en el conjunto de la economía, se moderó apuntando a un crecimiento del PIB en el cuarto trimestre del 6,6% interanual, ligeramente por debajo del alcanzado en el tercer trimestre (6,7%).

DIVISAS Y MATERIAS PRIMAS

Las divisas emergentes pierden terreno frente al euro y el dólar, sobre todo el peso

El euro se deprecia frente al dólar ante la seguridad que muestra el consenso de una subida de tipos la FED en diciembre

La mayoría de las divisas emergentes se ha depreciado frente al dólar y en menor media contra el euro destacando las latinoamericanas y entre ellas especialmente el peso mexicano (-9% frente al dólar y -7% contra el euro).
La divisa americana se ha apreciado en el mes frente al euro (+2,9%) cotizando en algún momento en torno a 1,05 dólares/euro ante la seguridad que muestra el consenso que la FED suba los tipos de interés en la reunión de diciembre y el aumento de las probabilidades de que en junio de 2017 decida una nueva subida hasta el 43% frente al 24% antes de las elecciones presidenciales. También ha fortalecido al dólar el repunte del diferencial de tipos entre la deuda de Estados Unidos y la de la Zona Euro hasta los 205 puntos básicos, un máximo de los últimos 20 años.

El yen pierde terreno frente al dólar ante la voluntad del gobierno de limitar la subida de los tipos a largo plazo. Por el contrario, la libra se aprecia frente al euro

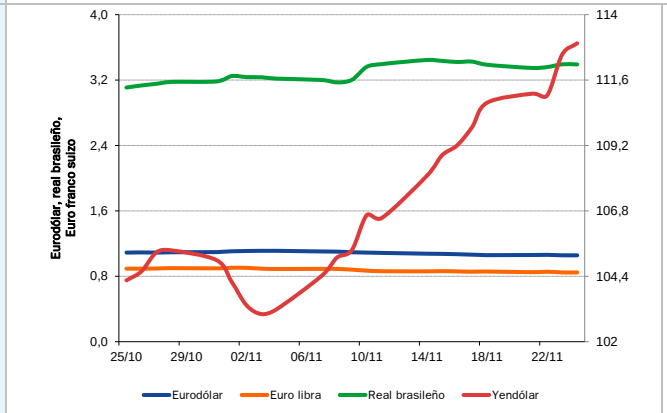
El **yen** se ha depreciado un -8,3% frente al dólar en el mes hasta rozar los 113 yenes/dólar a pesar de que el nuevo sesgo de la política monetaria empleado por el Banco Central para controlar la curva haya llevado a la rentabilidad de la deuda pública a 10 años a cotizar ligeramente por encima del 0%, después de haber estado en negativo desde febrero de este año.

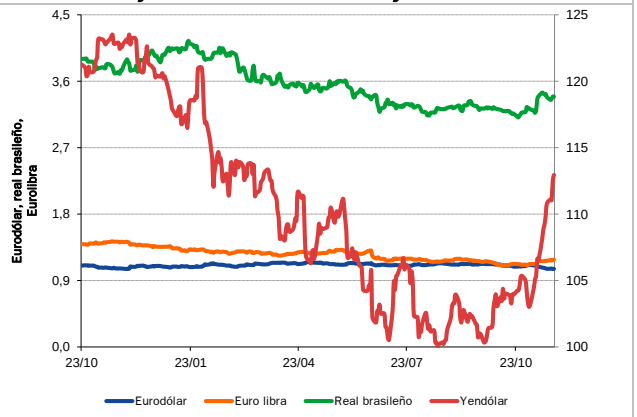
La **libra esterlina** contra el euro revierte la tendencia depreciadora que había tenido desde finales de 2015 hasta octubre de 2016 (-28%) y se aprecia un 3,9% en el mes ante la perspectiva de que el gobierno marque una línea menos dura en la negociación del *Brexit*.

El real brasileño se ha depreciado frente al dólar

Por su parte, el **real brasileño** se ha depreciado un -9,0% frente al dólar ante las expectativas de un recorte del tipo *Selic* en la reunión del Banco Central del 30 de noviembre hasta el 13,75% frente al 14,0% actual.

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



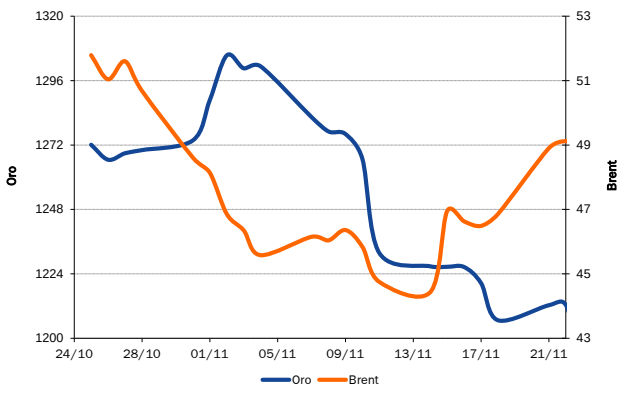


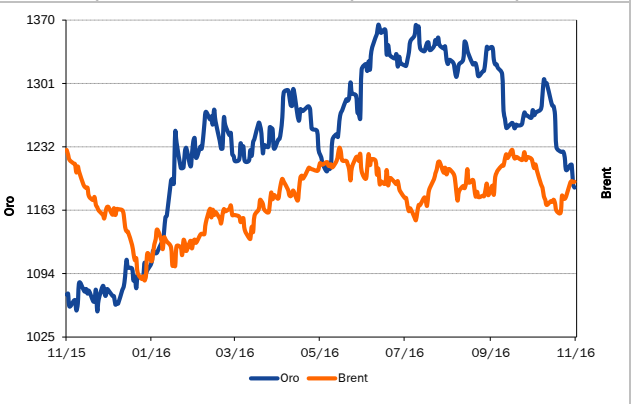
Fuente Análisis BS

En el mes, los metales industriales suben mientras el petróleo recupera posiciones en las últimas sesiones y el oro cae ante la apreciación del dólar

En cuanto a ***commodities***, los **metales industriales** ganan un 10,8% en el mes ante la perspectiva de una mayor demanda por el plan de infraestructuras de un billón de dólares propuesto por D. Trump. Por su parte, el **Brent** cede un -5,3% en el mes aunque rebota en las últimas jornadas acercándose a los 50 dólares/barril ante las expectativas de que la OPEP alcance un acuerdo de recorte de la producción en la reunión del 30 de noviembre. Por último, el **oro** cae un -4,3% en el mes ante la apreciación del dólar.

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





Fuente Análisis BS

RENTA VARIABLE: EVOLUCIÓN DEL MES, REVISIÓN BENEFICIOS, RECOMENDACIONES ESTRATEGIA

Bolsas mixtas en noviembre

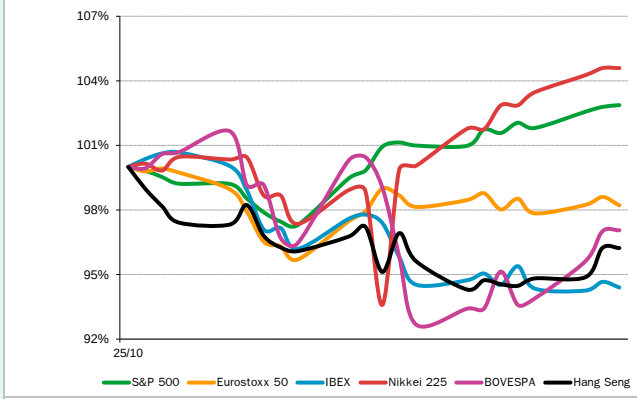
Bolsas americana y japonesa al alza mientras que las europeas y emergentes retroceden

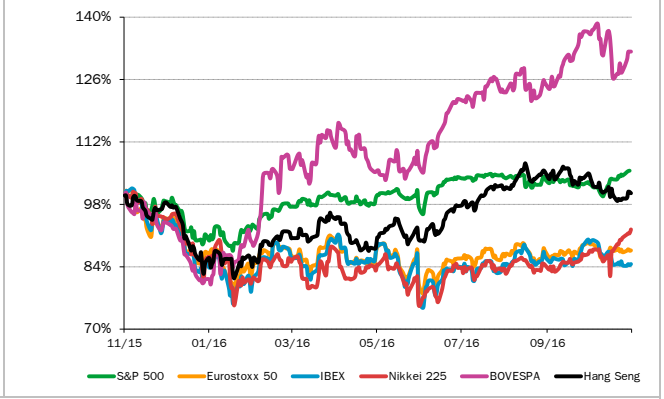
Aunque las previsiones que manejaba el mercado previas a las **elecciones presidenciales** en Estados Unidos del 8 de noviembre era que una victoria de D. Trump sería recibida con caídas por las bolsas, en la jornada siguiente a los comicios cayeron las bolsas asiáticas (que fueron las primeras en conocer el resultado) y las emergentes mientras que casi todas las bolsas de países desarrollados acabaron con subidas. Con todo, y al margen de los comicios estadounidenses, este mes los mercados bursátiles han seguido muy pendientes de la **nueva subida de las rentabilidades de la deuda pública**, especialmente en el tramo de más largo plazo de la curva, que ha estado liderada por los países emergentes (México, +123 puntos básicos y Brasil +91 puntos básicos, en el bono a diez años) pero que también se ha extendido a los desarrollados (Estados Unidos, +62 puntos básicos y Alemania, +25 puntos básicos). Estos repuntes de las rentabilidades han estado vinculados a las mayores probabilidades de subidas de tipos de interés en Estados Unidos (más allá de diciembre 2016) y a los rumores (desmentidos hasta ahora por la Autoridad Monetaria) de que el BCE podría plantearse disminuir sus estímulos monetarios a partir de marzo 2017, mes en que terminaría el actual programa de compras en caso de no ser prorrogado. Con todo, ha habido una **evolución dispar** entre las bolsas bajo nuestra cobertura con subidas en Estados Unidos y Japón y retrocesos en Europa y los mercados emergentes.

Así, el **S&P 500** ha alcanzado un nuevo máximo histórico en 2.202,9 puntos impulsado por las nuevas propuestas del nuevo presidente, D. Trump, como la de derogar la ley Dodd-Frank que obliga a los bancos a separar la banca al por menor de la banca de inversión o la de eliminar la reforma sanitaria implantada por B. Obama (*Obamacare*) así como a sus planes sobre impulso fiscal. Con esto, los Financieros han estado a la cabeza de las ganancias en el mes (+13,4%) mientras que Farma ha perdido un -2% y con las subidas de las rentabilidades Inmobiliario y Utilities han sido los sectores que han encajado las mayores pérdidas (-5,9% y -3,7%, respectivamente). Por su parte, el **Nikkei** (+5,4% en el mes) se ha visto beneficiado por la depreciación del yen que impulsaría las exportaciones que arrastran caídas desde octubre de 2015 cuando comenzó a apreciarse la divisa.

Por el contrario, entre las caídas han destacado los emergentes. Así, el **Mexbol** se ha desplomado un -6,0% por la subida de 50 puntos básicos del tipo *overnight* (ya acumula 200 puntos básicos este año) dirigida a contener la salida de capitales extranjeros (generalizada en los emergentes) necesarios para financiar el déficit por cuenta corriente y frenar la depreciación de peso, que ha marcado en el mes un mínimo histórico, por encima de los 20 pesos/dólar. Le han seguido el **Hang Seng** (-4,0%) y el **Bovespa** (-2,9%). En Europa, el **IBEX 35** ha encajado la mayor caída (-5,3%) destacando la pérdida del Banco Popular (-20,0%) inmerso en un proceso de reestructuración y seguido de DIA (-17,7%). En cuanto al **Euro STOXX 50** ha perdido un -1,7% con una notoria dispersión entre sus miembros. Así, la cervecera Anheuser ha perdido un -17,1% por los débiles resultados del tercer trimestre en Brasil y por su exposición a México, la eléctrica francesa Engie un -13,6% por malas previsiones de resultados 2016 y Telefónica un -12,9% por su recorte de los dividendos de 2016 y 2017. Entre las subidas han destacado los bancos (Société Générale, +15,7% y Deutsche Bank, +13,5%) y las aseguradoras (Axa, +8,4% y Allianz, +7,7%) favorecidos por el incremento de los tipos a largo plazo y los mayores tipos de interés en Estados Unidos donde tienen parte del negocio (Axa).

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



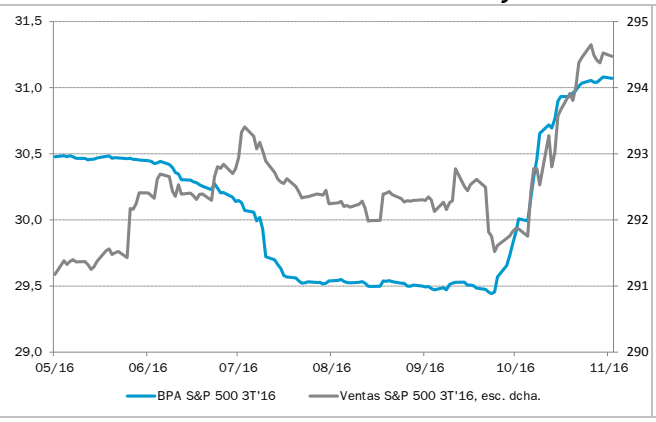


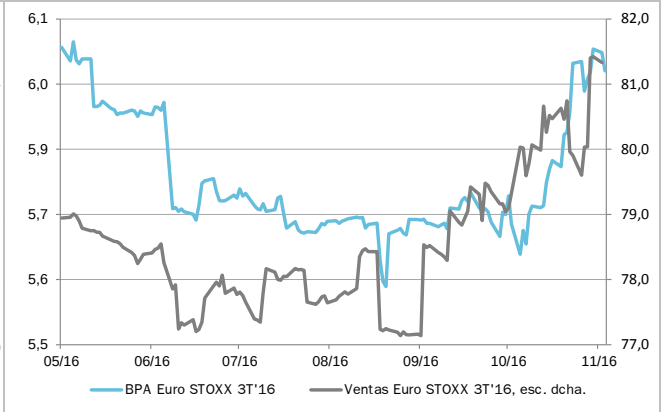
Fuente Análisis BS

En Estados Unidos, la Euro Zona y España la campaña de resultados del tercer trimestre finaliza con un sesgo positivo y en las tres regiones mejoran las perspectivas de cara al cuarto trimestre

Por el lado **micro**, la **campaña de resultados del tercer trimestre 2016 ha finalizado con un tono positivo.** Así, el ratio de sorpresas positivas en los beneficios del tercer trimestre ha estado por encima de la media de los últimos cinco años tanto en Estados Unidos como en la Euro Zona y España y **se han registrado subidas interanuales frenándose así las caídas registradas en los cuatro trimestres anteriores**. De cara al cuarto trimestre, **mejoran las perspectivas** para las empresas tanto de Estados Unidos (a pesar de la apreciación del dólar y la caída del petróleo en el trimestre) como de la Euro Zona (depreciación del euro) y España (a pesar del empeoramiento de perspectivas en algunos países de Latinoamérica).

Gráficos 9 y 10: S & P 500 y Euro STOXX: evolución BPA y ventas 3T16 desde 2015

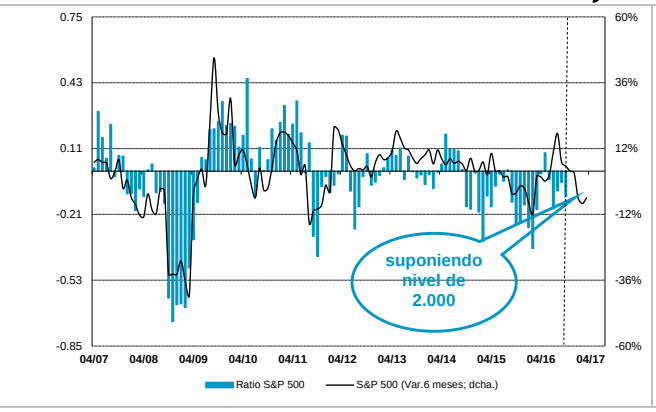


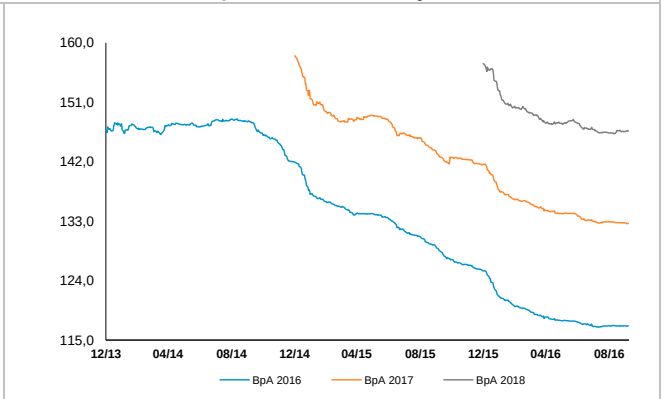


Fuente Análisis BS

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) sigue en negativo. Con ello, continuaría la presión sobre los beneficios de 2017/18 en el primer semestre 2017 pero después podría revertirse la tendencia de la mano de un mayor impulso fiscal en Estados Unidos.

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

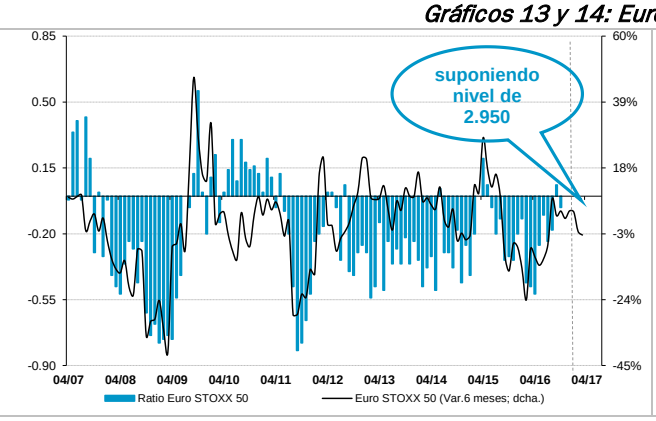


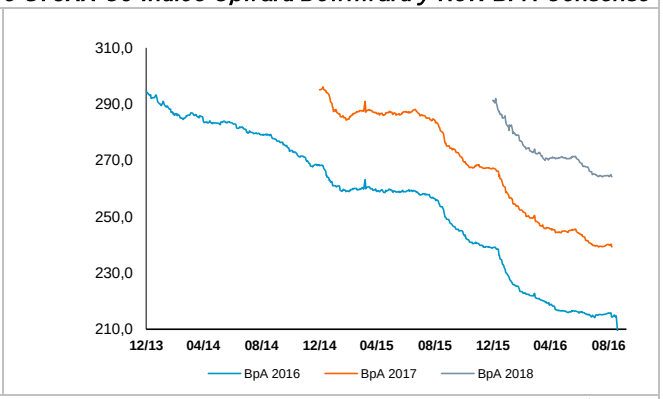


Fuente Análisis BS

En el **Euro STOXX 50** el índice *Upward-Downward* está en positivo lo que anticiparía posibles revisiones al alza de beneficios en la segunda parte de 2017.

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

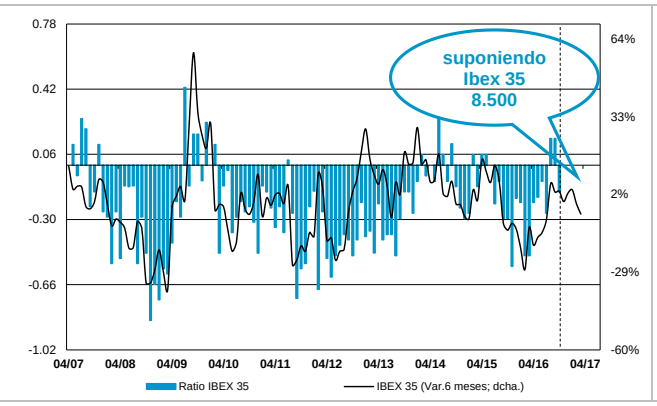


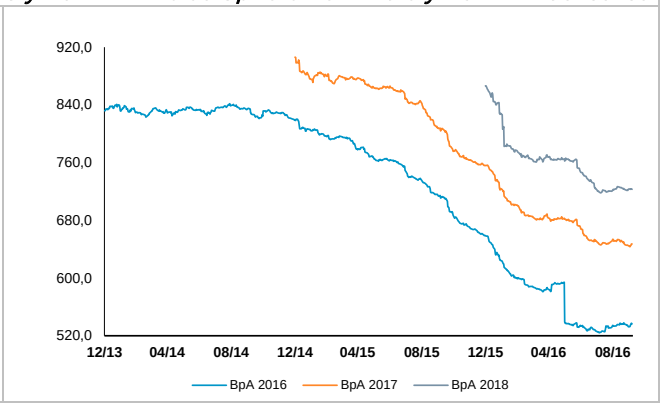


Fuente Análisis BS

En el **IBEX 35**, el índice *Upward-Downward* sigue en negativo. Así, en **el IBEX 35 también esperamos que continúen las revisiones a la baja de los beneficios por acción**, sobre todo para 2017 y 2018.

Gráficos 15 y 16: IBEX Índice Upward-Downward y Rev BPA Consenso





Fuente Análisis BS

Revisamos al alza nuestras estimaciones Top Down para 2018 en IBEX 35, Euro STOXX 50 y S&P 500. Mantenemos nuestras estimaciones Bottom Up en IBEX 35 y Euro STOXX 50 y estamos ligeramente por encima de consenso en ambos índices

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 yJCF.

En relación al anterior informe **revisamos al alza nuestras estimaciones *Top Down* de 2018 para Estados Unidos, España y Europa** y seguimos ligeramente por debajo del consenso en el IBEX 35 y el Euro STOXX 50 (y en mayor medida en el S&P 500).
Hemos mantenido nuestras estimaciones *Bottom Up* 2017-18 en IBEX 35 y en Euro STOXX 50 y continuamos ligeramente por encima del consenso.

Tabla 1: Estimaciones de beneficios ajustados S&P 500 2016 – 2018 y revisiones

S&P 500

		2016	Crecimiento	2017	Crecimiento	2018	Crecimiento
BS Análisis	**Beneficios Top Down**	118,9	*2,1%*	125,5	*5,5%*	134,9	*7,5%*
	Revisión frente a Mes Anterior	-2,7%		-2,3%		5,1%	
	Beneficios Bottom Up	n.a.		*n.a.*		*n.a.*	
	Revisión frente a Mes Anterior	n.a.		n.a.		n.a.	
	Revisión 2016	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 2016	*n.a.*		n.a.		n.a.	
Bloomberg	**Beneficios Bloomberg**	123,3	*5,8%*	133,9	*8,6%*	148,1	*10,7%*
	Revisión 1 Mes	0,5%		-0,8%		0,3%	
	Revisión 3 Meses	1,1%		-0,5%		-0,9%	
	Revisión 2016	-5,0%		-7,5%		0,3%	
FactSet	**Beneficios FactSet**	117,0	*0,4%*	130,9	*11,9%*	146,2	*11,7%*
	Revisión 1 Mes	-0,2%		-1,5%		-0,3%	
	Revisión 3 Meses	-0,2%		-1,7%		-0,6%	
	Revisión 2016	-6,8%		-7,7%		-6,8%	
	Beneficios Cíclicos Exfinan						
	Revisión 1 Mes (*)	*-2,3%*		*-2,0%*		*0,4%*	
	Revisión 3 Meses (*)	*-2,6%*		*-2,1%*		*0,0%*	
	Revisión 2016 (*)	*-18,2%*		*-12,2%*		*-6,2%*	
	Beneficios Defensivos						
	Revisión 1 Mes (*)	*-0,8%*		*-2,3%*		*-2,4%*	
	Revisión 3 Meses (*)	*-0,7%*		*-2,6%*		*-3,0%*	
	Revisión 2016 (*)	*-2,1%*		*-4,5%*		*-5,2%*	
	Beneficios Financieros						
	Revisión 1 Mes (*)	*2,2%*		*0,1%*		*-0,3%*	
	Revisión 3 Meses (*)	*-0,5%*		*-2,4%*		*-2,5%*	
	Revisión 2016 (*)	*-8,1%*		*-8,4%*		*-12,3%*	

Fuente Análisis BS

Tabla 2: Estimaciones de beneficios ajustados IBEX 35 2016 – 2018 y revisiones

		Ibex 35					
		2016	Crecimiento	2017	Crecimiento	2018	Crecimiento
BS Análisis	**Beneficios Top Down**	582,9	*-13,0%*	638,3	*9,5%*	721,3	*13,0%*
	Revisión frente a Mes Anterior	-3,3%		-1,1%		6,0%	
	Beneficios Bottom Up	606,9	*-9,4%*	690,7	*13,8%*	769,1	*11,3%*
	Revisión frente a Mes Anterior	0,0%		0,0%		0,0%	
	Revisión 2016	-15,1%		-14,2%		-	
	Beneficios Ex - financieros	420,3	*1,2%*	434,4	*3,4%*	479,2	*10,3%*
	Revisión frente a Mes Anterior	0,0%		0,0%		0,0%	
	Revisión 2016	-0,2%		-7,4%		-	
Bloomberg	**Beneficios Bloomberg**	631,9	*-5,7%*	683,6	*8,2%*	754,5	*10,4%*
	Revisión 1 Mes	0,8%		-0,1%		-0,7%	
	Revisión 3 Meses	1,1%		-0,5%		-0,5%	
	Revisión 2016	-11,9%		-16,7%		-0,7%	
FactSet	**Beneficios FactSet**	543,4	*-18,9%*	642,5	*18,2%*	713,0	*11,0%*
	Revisión 1 Mes	2,1%		-0,4%		-1,4%	
	Revisión 3 Meses	3,2%		-1,5%		-1,6%	
	Revisión 2016	-17,5%		-15,0%		-17,7%	

Fuente Análisis BS

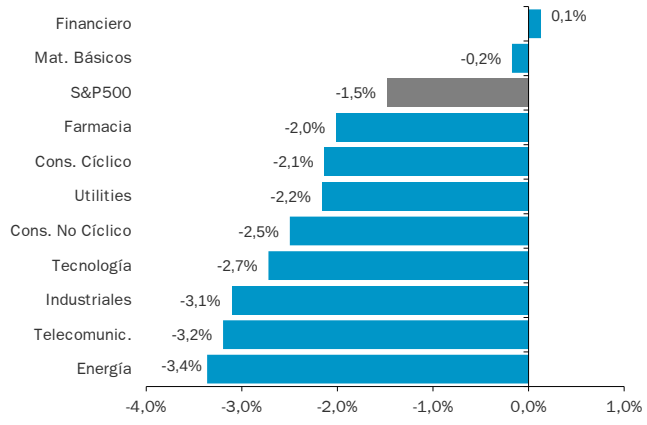
Tabla 3: Estimaciones de beneficios ajustados Euro STOXX 50 2016 – 2018 y revisiones

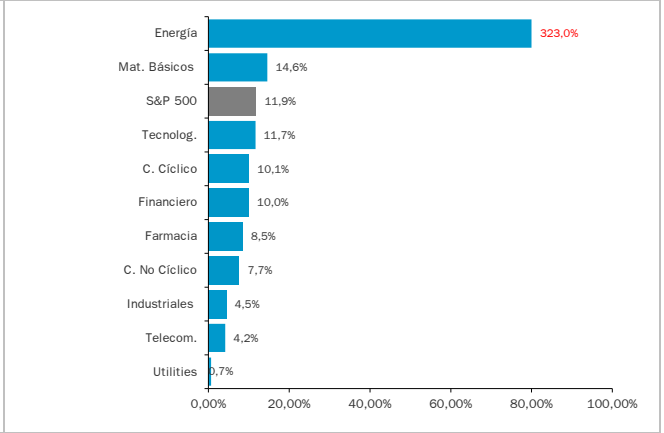
		Euro STOXX 50					
		2016	Crecimiento	2017	Crecimiento	2018	Crecimiento
BS Análisis	**Beneficios Top Down**	213,2	*-2,5%*	232,4	*9,0%*	252,2	*8,5%*
	Revisión frente a Mes Anterior	0,0%		4,8%		10,4%	
	Beneficios Bottom Up	220,3	*0,7%*	242,2	*9,9%*	265,8	*9,7%*
	Revisión frente a Mes Anterior	0,0%		-0,1%		0,0%	
	Revisión 2016	-11,9%		-12,2%		-	
	Beneficios Ex - financieros	182,9	*22,5%*	203,1	*11,0%*	222,9	*9,7%*
	Revisión frente a Mes Anterior	0,0%		0,0%		0,0%	
	Revisión 2016	-8,9%		-7,9%		-	
Bloomberg	**Beneficios Bloomberg**	214,1	*-2,1%*	232,5	*8,6%*	256,8	*10,5%*
	Revisión 1 Mes	2,3%		0,1%		0,1%	
	Revisión 3 Meses	0,4%		-2,7%		-2,7%	
	Revisión 2016	-10,7%		-12,8%		0,1%	
FactSet	**Beneficios FactSet**	210,8	*-3,6%*	233,7	*10,9%*	258,0	*10,4%*
	Revisión 1 Mes	1,0%		0,6%		0,5%	
	Revisión 3 Meses	-1,8%		-2,5%		-2,7%	
	Revisión 2016	-11,8%		-12,5%		-11,4%	
	Beneficios Cíclicos Exfinan						
	Revisión 1 Mes (*)	*0,5%*		*0,3%*		*0,0%*	
	Revisión 3 Meses (*)	*1,3%*		*0,8%*		*0,2%*	
	Revisión 2016 (*)	*-4,5%*		*-5,2%*		*-3,9%*	
	Beneficios Defensivos						
	Revisión 1 Mes (*)	*0,9%*		*0,0%*		*-0,1%*	
	Revisión 3 Meses (*)	*-0,6%*		*-0,5%*		*0,1%*	
	Revisión 2016 (*)	*-5,2%*		*-4,2%*		*-3,3%*	
	Beneficios Financieros						
	Revisión 1 Mes (*)	*2,5%*		*0,7%*		*1,1%*	
	Revisión 3 Meses (*)	*3,0%*		*-1,0%*		*-1,4%*	
	Revisión 2016 (*)	*-21,2%*		*-19,5%*		*-17,5%*	

Fuente Análisis BS

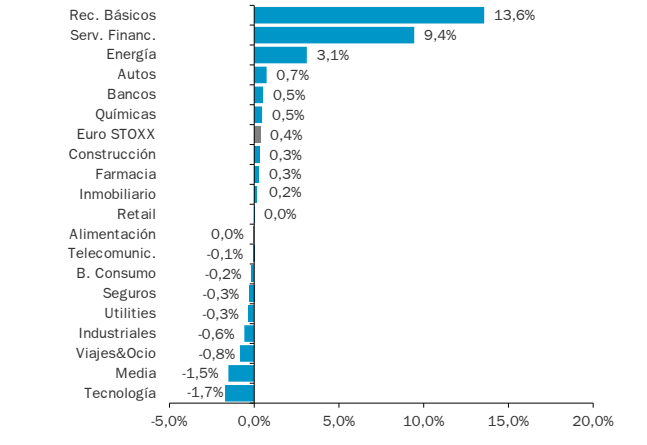
Por sectores, en **Europa** los beneficios 2017 se revisan al alza (especialmente Rec. Básicos y Serv. Financieros; ver gráficos izquierda abajo) por parte del consenso mientras que en Estados Unidos continúan revisándose a la baja (sobre todo Energía y Telecomunicaciones). Para 2017 (ver gráficos derecha abajo) se esperan los mayores crecimientos en Europa en Energía y Bancos y en Estados Unidos también es Energía donde se prevé el mayor aumento, seguido de Mat. Básicos.

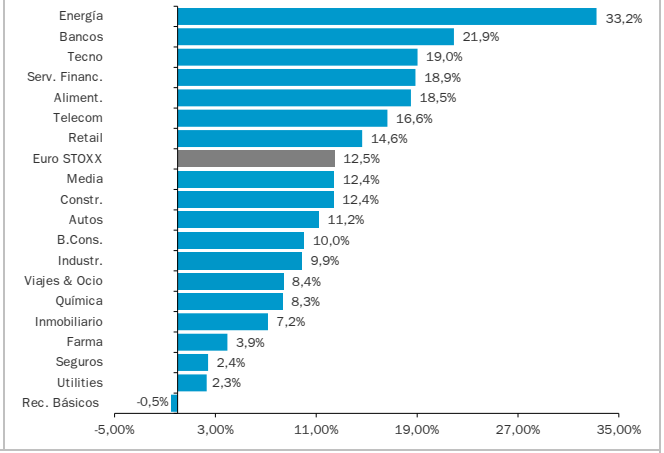
Gráficos 17 y 18: S&P 500: Revisión beneficios 2017e 1 mes y estimaciones 2017 por sectores





Gráficos 19 y 20: Euro STOXX: Revisión beneficios 2017e 1 mes y estimaciones 2017 por sectores





Fuente Análisis BS

RECOMENDACIONES GEOGRÁFICAS Y SECTORIALES Y ÚLTIMOS CAMBIOS

Tabla 4: Selección geográfica y sectorial y cambios en el último mes

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

Fuente Análisis BS

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

Mantenemos nuestra recomendación de Bolsas en VENDER puestos que los riesgos a corto plazo no estarían compensados y el potencial a diciembre 2017 sería escaso

Mantenemos nuestra recomendación de la Bolsa en VENDER aunque mejora el potencial.

El cambio de gobierno en Estados Unidos, efectivo a partir del 20 de enero de 2017 cuando D. Trump asuma la presidencia, **previsiblemente llevará aparejado un mayor crecimiento económico** (por impulso fiscal) en este país y también podría repercutir positivamente en otros países desarrollados, menos afectados que los emergentes por la apreciación del dólar. Así se desvanecería uno de los principales riesgos que previamente se cernían sobre la economía global para finales de 2017 y sobre todo 2018 y que estaba vinculada a una posible desaceleración (o recesión) de la economía americana que hubiera tenido un impacto global. **Con todo ello, mejora moderadamente el margen de subida para los índices pero seguimos manteniendo nuestra recomendación de VENDER porque los mercados estarían ignorando los riesgos existentes a corto plazo** dado que: **(i)** la subida de las rentabilidades de la deuda presiona la valoración de los índices además de ser un riesgo para las empresas (muy endeudadas) de Estados Unidos y provocar la salida de capitales de los emergentes, **(ii)** el sector residencial chino podría desacelerarse fuertemente en el primer semestre de 2017.

Con todo esto, neutralizamos nuestra preferencia por la calidad tanto en índices como en sectores y **ahora preferimos realizar apuestas concretas.**

Así, **subimos las valoraciones para el IBEX 35, el Euro STOXX 50 y el S&P 500 y vemos un aún reducido potencial para finales de 2017…**

(I) **IBEX 35 +9,8% con la valoración a diciembre 2017 de 9.500 puntos.**

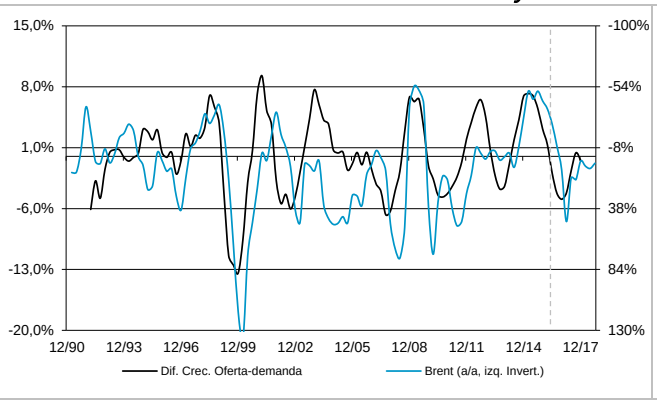
(II) **Euro STOXX 50 +6,9% con la valoración para diciembre 2017 en 3.250 puntos.**

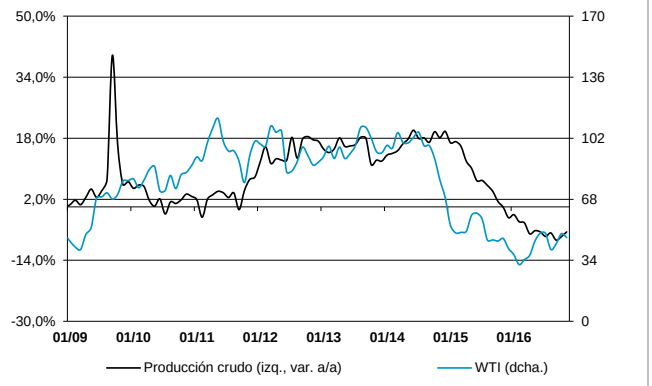
(III) **S&P 500 +4,5% con la valoración a diciembre 2017 en 2.300 puntos.**

...La subida de las rentabilidades, que se deriva de los estímulos fiscales y del crudo...

Como comentábamos, la victoria de Trump conlleva la promesa de menores impuestos y mayor gasto público (infraestructuras) y aumenta la presión sobre la UE para que relaje la consolidación fiscal. Estas medidas impulsan las expectativas de inflación de largo plazo y provoca la subida de las rentabilidades de la deuda al alza. Estos mayores niveles de rentabilidad favorecen la rotación sectorial. Así, ante la correlación negativa con las rentabilidades, los sectores de B. Consumo, Inmobiliario, Media y Utilities sufrirían en este escenario mientras que Autos y Financieras, con correlación positiva, se verían beneficiados.

Gráficos 21 y 22: Brent frente a diferencia oferta-demanda y WTI frente a producción

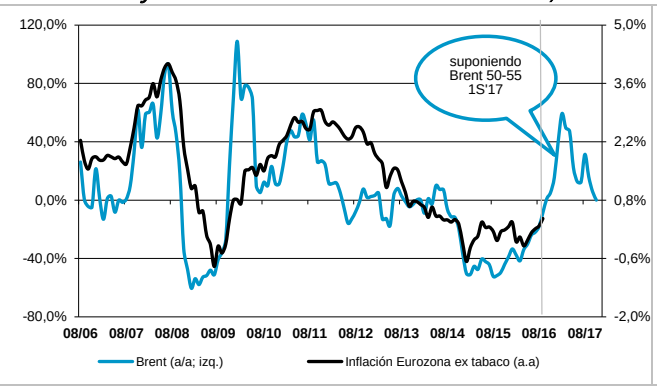


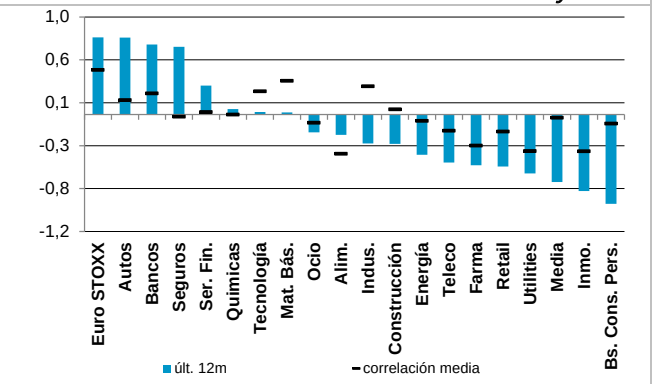


Fuente: FactSet, Análisis BS

En cuanto al **crudo**, durante 2016 los comentarios de la OPEP sobre posibles recortes de producción han acercado al crudo a los 50 dólares/barril (donde ahora se encuentra). De cara a 2017, la estabilización en torno a esos precios vendrá por las perspectivas de equilibrar la oferta con la demanda (más probable en el segundo semestre del año), hecho que no se produce desde 2013. En media, el precio del crudo en 2017 superará al registrado en 2016 impulsando la inflación de forma transitoria. Por otro lado, en Estados Unidos, las alzas de precios del crudo en la modalidad West Texas, impulsaría la producción no convencional lo que añadiría más oferta al mercado y limitaría en definitiva la subida del crudo que difícilmente rebasaría los 60 dólares/barril.

Gráficos 23 y 24: Brent frente inflación Euro Zona; Euro SOXX: correlación sectores con rentabilidad 12 meses y media





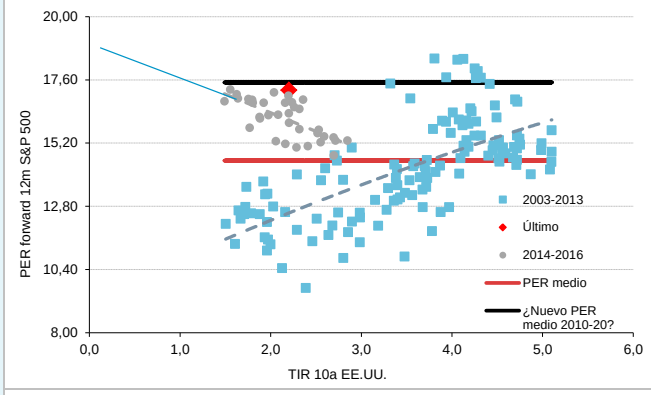
Fuente: FactSet, Análisis BS

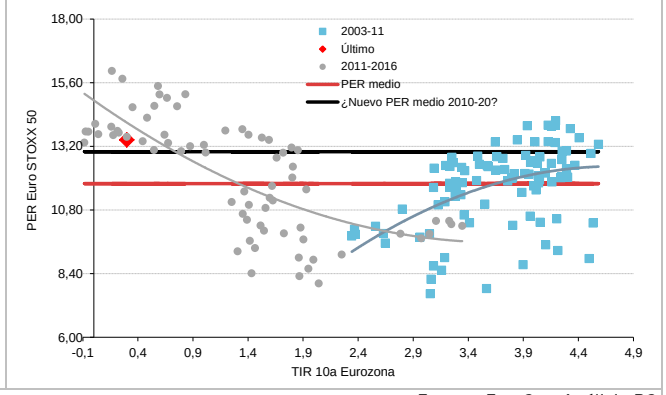
...implica varios riesgos porque (1) presiona la valoración de los índices...

En efecto, las subidas de las rentabilidades de la deuda en el corto plazo exigirían una disminución de los múltiplos a los que cotizan las bolsas que no sería compensada por revisiones al alza de los beneficios de consenso. En concreto, tanto el PER 12 meses del Euro STOXX 50 como del S&P 500 cotiza con una prima del 20% frente a la media histórica justificada por los bajos niveles de rentabilidad de la deuda.

Considerando la correlación entre la rentabilidad de la deuda y el PER, para el S&P 500 una rentabilidad de la deuda a largo plazo en el rango del 2,5%-3,0% sería acorde con un PER 12 meses de 15,5x frente al 17,0x actual lo que supondría una caída de la bolsa del -9% sin revisiones de beneficios al alza.

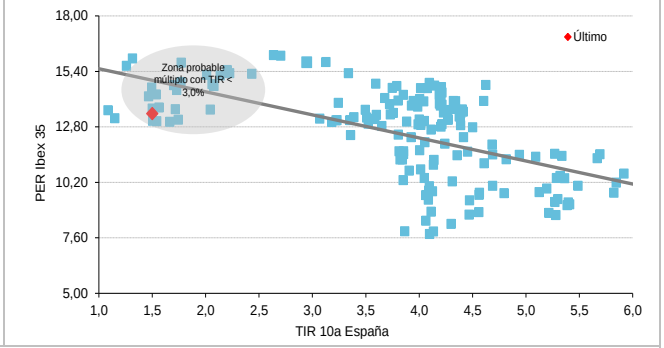
Gráficos 25 y 26: S&P 500 y Euro STOXX 50: PER 12 meses frente a rentabilidades a 10 años (americana y europea)





Fuente: FactSet, Análisis BS

Gráfico 27: IBEX 35: PER 12 meses frente a rentabilidades a 10 años de España

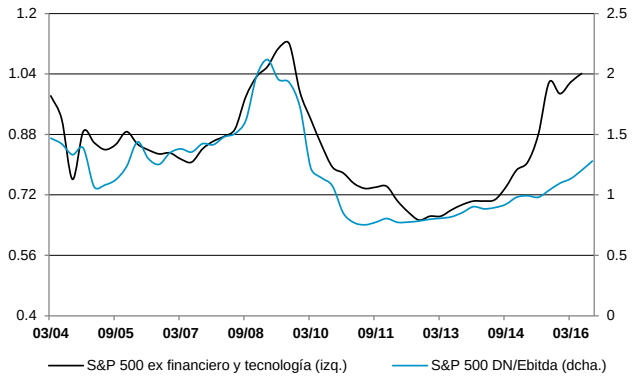


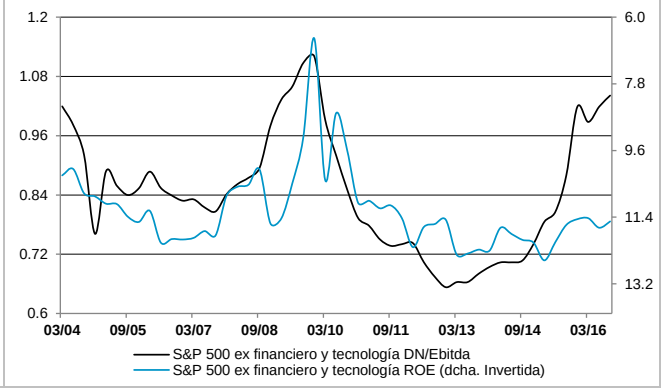
Fuente: FactSet, Análisis BS

...(2) afecta a las endeudadas empresas americanas...

Tras una etapa de reducción de endeudamiento posterior a la crisis de 2008, las familias de Estados Unidos y las compañías del S&P 500 se han vuelto a endeudar de forma notable, especialmente éstas últimas. Por sectores, destacan Utilities, Consumo No Cíclico Telecom, Materiales Básicos y en menor medida Farma. Con esto, el ratio de gastos financieros sobre EBITDA se mantiene bajo sólo gracias a los bajos tipos de interés por lo que una subida de tipos elevaría de forma considerable la carga financiera empresarial. Este elevado apalancamiento junto con las subidas de rentabilidades limita las mejoras de rentabilidad de las compañías medidas en términos de ROE.

Gráficos 28 y 29: S&P 500: DN/EBITDA y DN/EBITDA frente a ROE



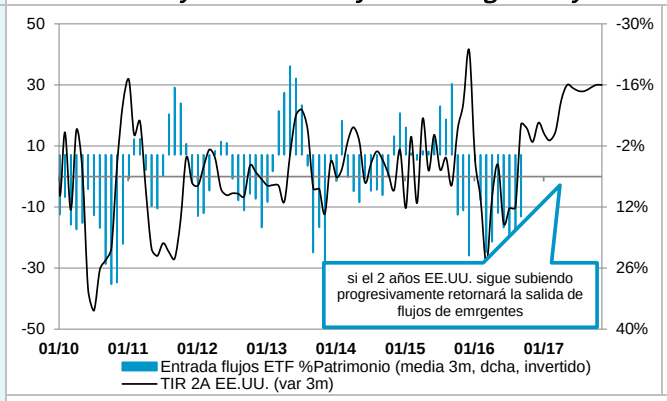


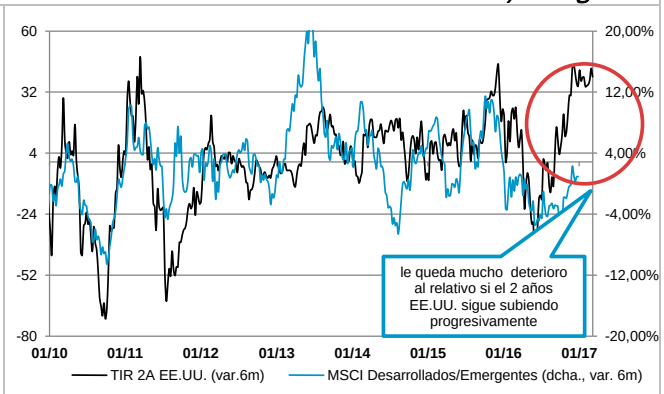
Fuente: FactSet, Análisis BS

...(3) y lleva a salida de capitales de emergentes

En este sentido, las salidas de flujos de emergentes producidas tras las elecciones presidenciales de Estados Unidos (aún no recogidas en el gráfico de abajo a la derecha) continuarán en el primer trimestre de 2017, revirtiendo la tendencia de los primeros 9 meses de 2016. Cabe destacar que hasta octubre de 2016 la entrada neta en fondos indexados de emergentes supuso un aumento del patrimonio cercano al 164%. Por otro lado, el repunte de la rentabilidad a 2 años americano como consecuencia de las mayores expectativas de tipos por parte de la FED seguirá lastrando a los emergentes frente a los desarrollados.

Gráficos 30 y 31: entrada flujos en emergentes y rentabilidad a 2 años frente ratio MSCI Desarrollados/Emergentes



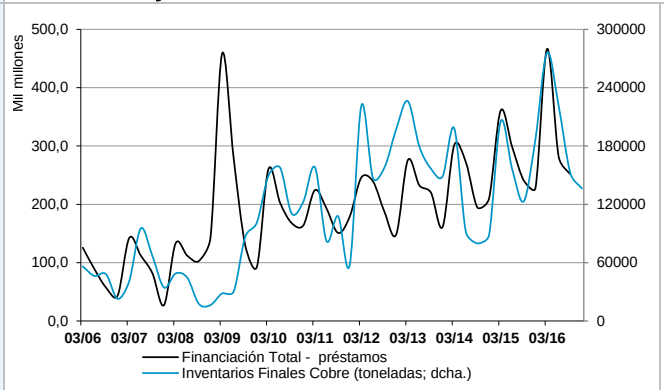


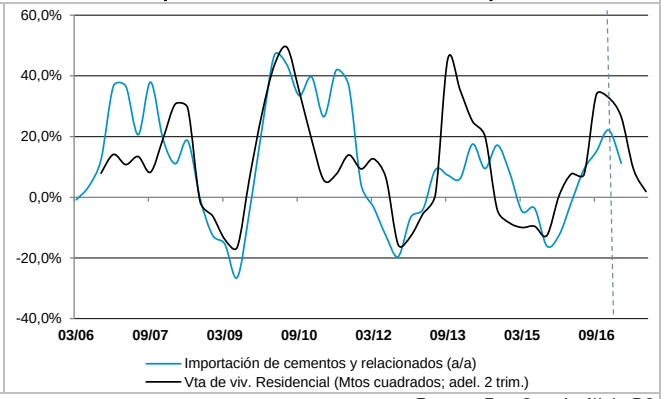
Fuente: FactSet, Análisis BS

Otro riesgo: el sector residencial en China

El precio de la vivienda debería empezar a frenarse ante las restricciones a la compra impuestas por los gobiernos locales a la compra de vivienda y de los reguladores a la financiación de promotores. Ello afectaría negativamente al índice Hang Seng que muestra una elevada correlación con el precio de la vivienda. También perjudicaría a los índices Bovespa (Brasil), Footsie (Reino Unido) y a los sectores de la Zona Euro de Recursos Básicos, Químicas, Energía e Industria.

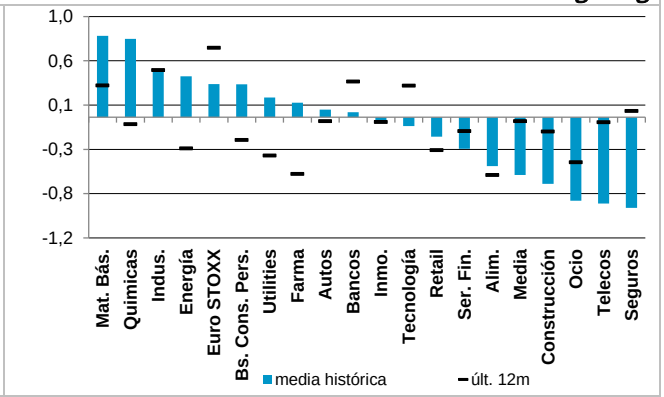
Gráficos 32 y 33: China: financiación total frente a inventarios cobre e importaciones cemento frente a precio vivienda





Fuente: FactSet, Análisis BS

Gráfico 34: Euro STOXX: correlación sectores frente a Hang Seng



Fuente: Reuters, Análisis BS

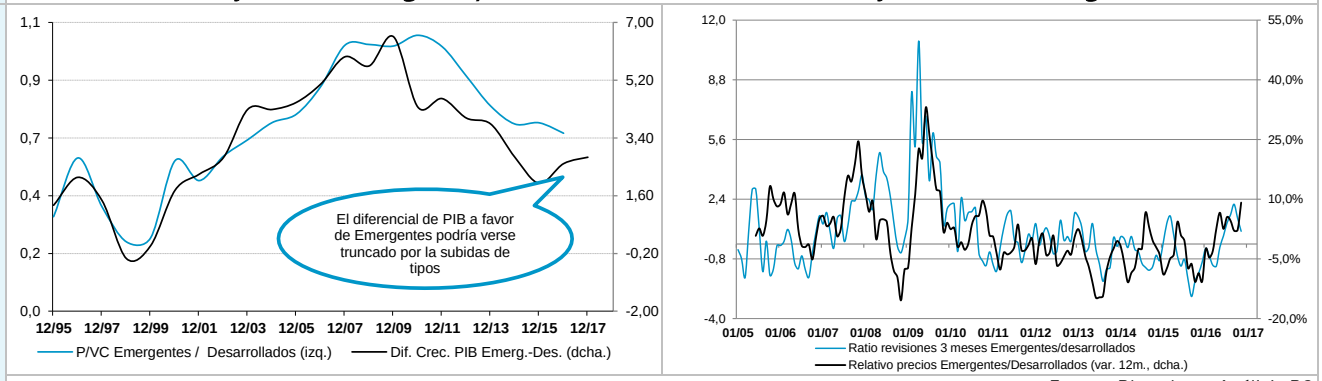
Recomendaciones geográficas: elevamos nuestra preferencia en el S&P 500 y la mantenemos en Suiza

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

Subimos a Sobreponderar Desarrollados frente a Emergentes. Por **valoración**, sería preciso ver una ampliación en diferenciales de crecimiento de PIB entre emergentes y desarrollados (en favor de los primeros) que el FMI espera para 2017 para justificar un encarecimiento relativo de emergentes en PVC. Además, el consenso de beneficios para de emergentes para 2017 en excesivamente optimista con un crecimiento esperado del +12% en emergentes, un +14% en Latinoamérica, +10,8% en Asia y +10,5% en Europa. Esperamos una revisión a la baja de los beneficios de un -5,0% frente a una revisión en el último mes del -2,5%, muy superior al -0,5% en desarrollados. Con ello, el ratio MSCI emergentes/desarrollados debería corregir un -5,0%, que contrastaría con la subida de un +3,3% en 2016 por el menor beneficio.

A más largo plazo, los emergentes de Europa y Latinoamérica cuentan con un 50% de potencial de recuperación hasta la media histórica al encontrarse en la parte más baja de su ciclo de beneficios. Entre los emergentes, precisamente Latinoamérica y Europa serían más atractivos que Asia. El PER ajustado por ciclo de emergentes está un -20% por debajo de la media histórica frente a un -8,5% de los desarrollados, con un crecimiento tendencial de beneficios nulo.

Gráficos 35 y 36: PVC emergentes/desarrollados frente diferencial PIB y crecimiento emergentes-desarrollados



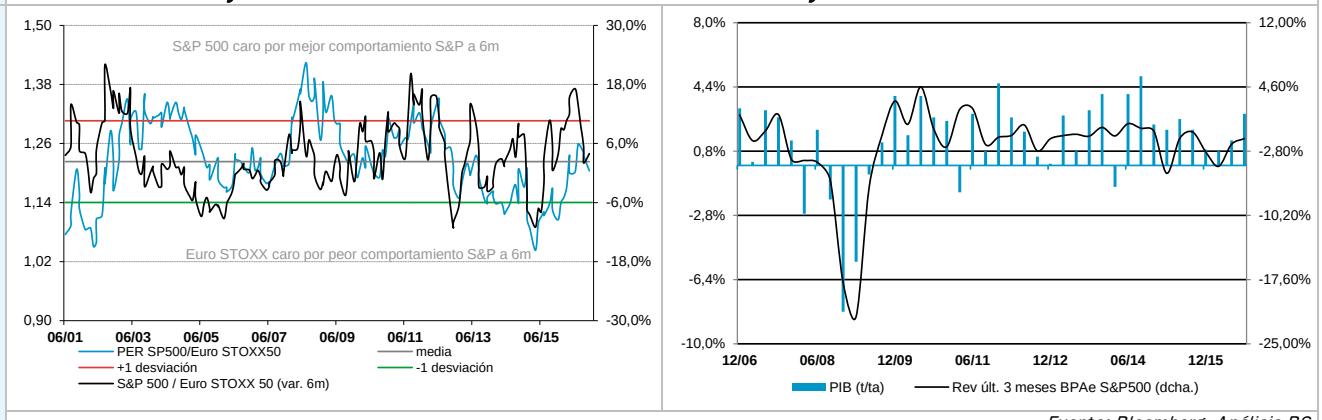
Fuente: Bloomberg, Análisis BS

En Desarrollados, subimos a Sobreponderar Estados Unidos y mantenemos la preferencia por Suiza

Dentro de los Desarrollados mantenemos nuestra preferencia de Estados Unidos frente a Europa y subimos el S&P 500 a sobreponderar, como el índice suizo (SMI). En Europa mantenemos en Neutral el Reino Unido y los demás índices europeos (Euro STOXX 50, CAC y DAX) junto a **Japón. Mantenemos en Infraponderar los periféricos (MIB e IBEX 35).**

La subida a Sobreponderar el S&P 500 (Estados Unidos) viene por **(i)** mejora de expectativas de crecimiento, **(ii)** mayores posibilidades de revisión de beneficios al alza que en la Euro Zona (gráfico abajo izquierda). En este sentido (gráfico abajo derecha), las revisiones de beneficios al alza suelen ser al alza en momentos donde el PIB suele sorprender positivamente, lo que suele coincidir con crecimientos trimestrales anualizados por encima del 2,0% durante tres trimestres consecutivos o más lo que podría ocurrir a partir del segundo semestre de 2017.

Gráficos 37 y 38: PER relativos S&P 500 frente a Euro STOXX 50 y revisiones beneficios a 3 meses frente a PIB



Fuente: Bloomberg, Análisis BS

En Emergentes, bajamos a Infraponderar México

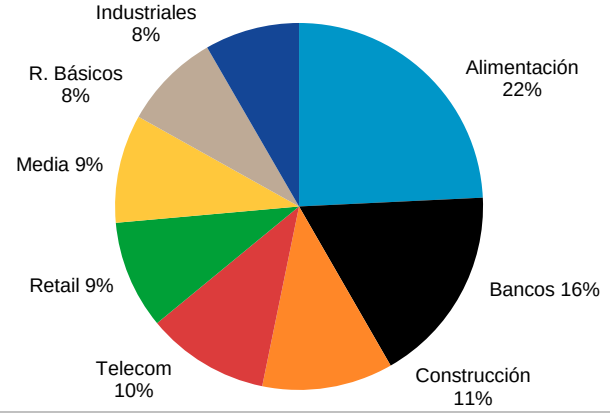
Mantenemos en Sobreponderar el SMI (Suiza) por **(i)** visibilidad en la generación de recursos, **(iii)** bajo endeudamiento, **(ii)** márgenes altos y elevado ROE, **(iii)** alta exposición a Farma y Alimentación, **(iv)** rango estrecho de variación del franco.

Dentro de los Emergentes, bajamos a Infraponderar el Mexbol (México) por **(i)** política monetaria restrictiva (el consenso espera que el tipo *overnight* se sitúe en el 6,0% en diciembre de 2017, 75 puntos básicos más que actualmente) para frenar la depreciación del peso , **(ii)** riesgo de revisiones a la baja de las tasas de crecimiento, **(iii)** ralentización del consumo privado (la inversión ya ha venido deteriorándose), **(iv)** impacto en el endeudamiento en dólares por la depreciación cambiaria, **(v)** mayores costes de financiación por el tensionamiento de las condiciones de financiación, **(vi)** elevados niveles de sobrevaloración.

Dada la composición del índice Mexbol, el riesgo recae en aquellos sectores especialmente vinculados a consumo o a cadenas comerciales con EE.UU, con un peso del 69% en la capitalización del índice, mientras que los sectores menos afectados serían los vinculados a la exportación y a mm.pp. o financieros que suponen un peso del 24% en la capitalización del MEXBOL. Así, **los más afectados serían Telecom** (representan c. 40% del EBIDA exfinancieros del índice con un peso en capitalización del 10%), **Alimentación** (c. 17% EBITDA y 22% capitalización), **Construcción** (c. 10% y 11%), **Retail** (c. 7% y 9%) **e Industriales** (c. 4% y 8%); frente a una mejor posición de **R. Básicos** (c. 10% y 8%) o **Bancos** (16% capitalización).

Por otro lado, **la presencia de** las compañías Europeas y Españolas en México es limitada en la mayoría de los casos, **destacando la exposición de BBVA** (c. 37% del margen de intereses, afectado sobre todo por tipo de cambio) **seguida por OHL** (c. 40% del EBITDA) y **Meliá Hoteles** (c. 20% del EBITDA). A cierta distancia le siguen **Acciona** (c. 9% de las ventas), **Santander** (c. 8% del margen de intereses), **Prisa** (c. 8% del EBITDA) e **Iberdrola** (c. 6% del EBITDA) y en el ES50 **Anheuser-Busch** (c. 9% del EBITDA) y **Danone** (c. 5% del EBITDA).

Gráficos 39 y Tabla 5: Mexbol (sectores) y exposición de compañías europeas y españolas a México



Compañía	Sector	Ventas*	EBITDA
BBVA	Bancos	32,0%	n.a.
Meliá Hoteles	Viajes&Ocio	15,0%	20,0%
Acciona	Industria	9,0%	n.a.
Santander	Bancos	8,0%	n.a.
Prisa	Media	8,0%	8,0%
Anheuser-Busch	Alimentación	7,0%	9,0%
NH Hoteles	Viajes&Ocio	7,0%	7,0%
Iberdrola	Utilities	5,0%	6,0%
Danone	Alimentación	5,0%	5,0%
Mapfre	Seguros	3,0%	n.a.
ArcelorMittal	R. Básicos	3,0%	n.a.
Telefónica	Telecom	3,0%	4,0%
L'Oreal	C. Personal	1,7%	n.a.
OHL	Construcción	n.a.	40,0%
Gas Natural	Utilities	n.a.	10,0%

Fuente: Análisis BS

Incorporamos **nuestro nuevo modelo de selección de índices** que combina criterios de valoración, de evolución del negocio (resultados y ventas), la rentabilidad del accionista por los dividendos y el potencial a 6 meses según un indicador multifactorial. **A nivel fundamental no asumimos estos cambios.**

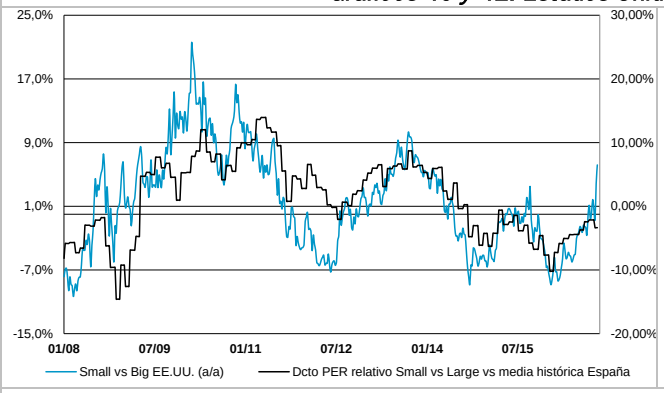
Tabla 6: Resumen modelo selección de índices por múltiplos

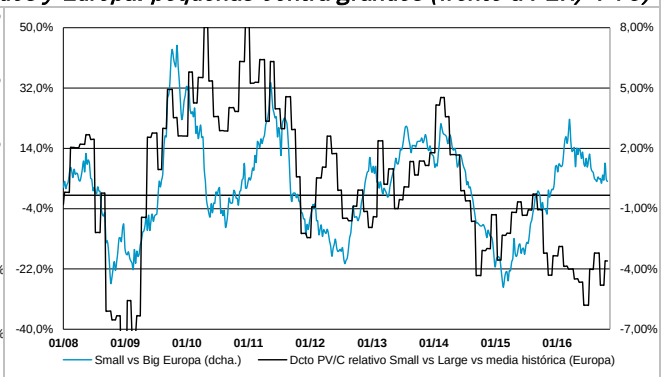
				Criterios									
				Múltiplos				Resultados				Dividend	Multif.
				PER relativo		ROE/PVC relativo		Crto.	Rev.	Crto.	Var. mg		
	Índices		Cambio	Últ.	Histórico	Últ.	Histórico	BPA 12m	BPA (3M)	vtas 12m	EBITDA 12m	Yield	Pot. 6m
DM	Euro STOXX 50	●	↑	13,4	11,2	7,5	9,2	9,1%	-0,4%	3,4%	0,7%	4,01%	-6,1%
DM	DAX	●		12,3	11,5	8,1	8,9	10,6%	0,3%	1,8%	0,5%	3,09%	5,6%
DM	CAC 40	●	↓	13,8	11,9	7,3	8,6	9,2%	0,4%	4,0%	0,3%	3,75%	14,6%
DM	MIB 30	●	↓	13,1	11,8	7,8	8,9	29,1%	-6,3%	1,9%	0,7%	4,52%	25,5%
DM	Ibex 35	●		14,5	12,1	6,9	8,6	21,1%	0,7%	3,3%	0,6%	4,20%	-21,6%
DM	FTSE 100	●		15,0	11,6	6,7	8,9	18,5%	3,1%	7,8%	1,1%	4,47%	24,0%
DM	SMI	●	↑	15,8	14,2	6,3	7,2	6,9%	-2,2%	2,0%	0,2%	3,89%	-2,0%
DM	S&P 500	●	↑	16,4	14,0	6,1	7,2	10,3%	-0,8%	5,0%	0,6%	2,20%	9,0%
DM	Nikkei 225	●	↑	14,8	11,0	6,8	9,1	49,5%	-3,5%	6,0%	0,1%	2,63%	-1,9%
EM	Bovespa	●		18,8	16,1	5,4	6,4	28,3%	-1,3%	7,2%	0,2%	1,93%	-16,3%
EM	Mexico IPC	●		16,5	17,8	6,1	6,0	10,6%	-1,0%	0,2%	0,2%	1,97%	-11,5%
EM	HSI	●	↓	10,6	11,3	9,4	9,3	7,9%	-0,3%	8,2%	0,1%	9,44%	20,8%

Fuente: FactSet, Análisis BS

En cuanto a estilos, en Estados Unidos, cambiamos nuestra preferencia a compañías de menor capitalización en línea a nuestro posicionamiento en Europa y España. Así, en Estados Unidos las pequeñas se han comportado en 2016 un +6,7% mejor que las grandes mientras que el PER relativo entre pequeñas y grandes cotiza un -1,8% por debajo de su media y en el caso del PVC un -5,9%. También favorece a las pequeñas la mayor exposición doméstica y la correlación positiva con el S&P 500. En la Euro zona, las pequeñas sólo han superado a las grandes en un +0,6% (+3,4% en España) en tanto que el PER relativo entre pequeñas y grandes cotiza un -7,1% por debajo de su media (-18,0% en España) y en el caso del PVC un -3,6% (+3,8% en España).

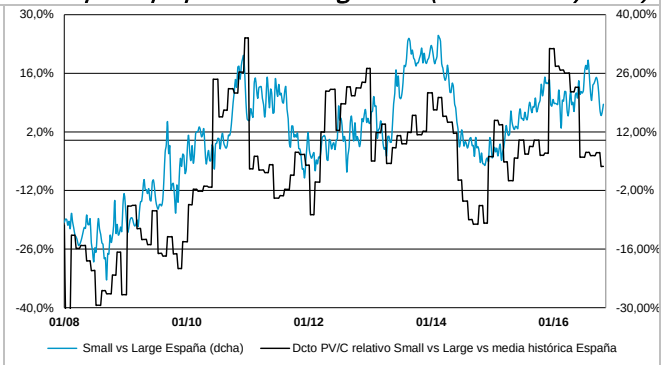
Gráficos 40 y 41: Estados Unidos y Europa: pequeñas contra grandes (frente a PER/ PVC)





Fuente: Bloomberg, Análisis BS

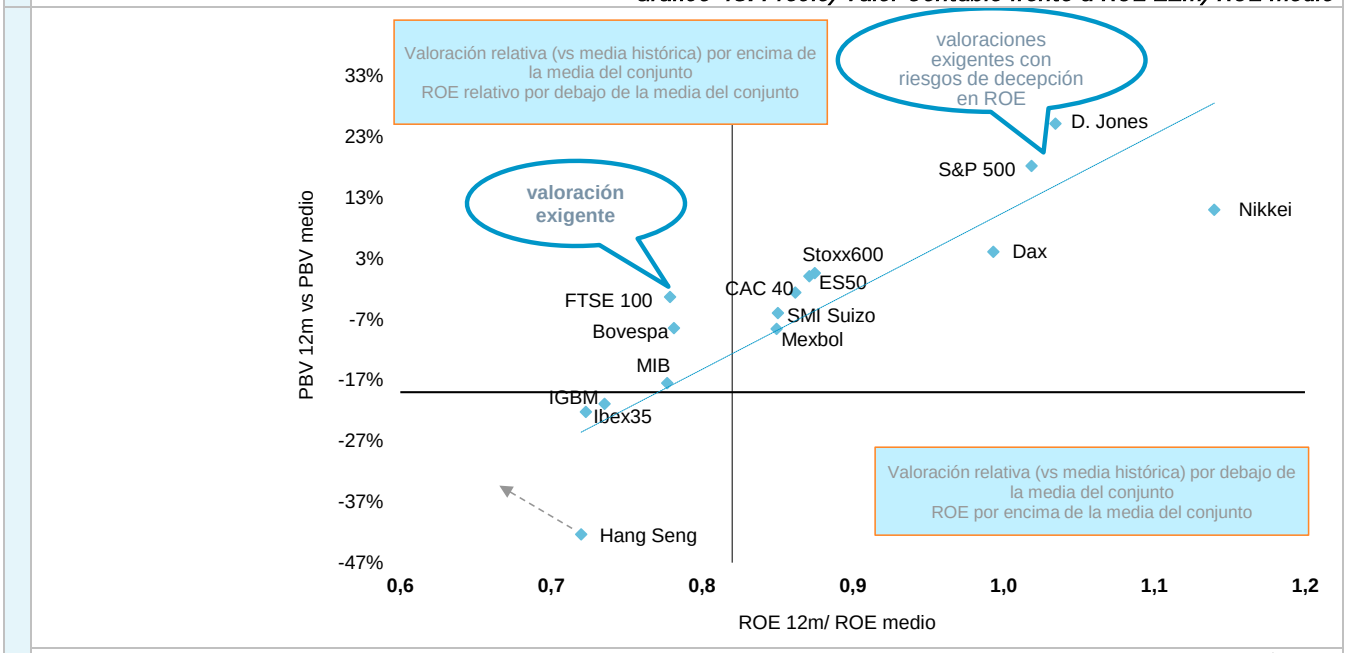
Gráfico 42: España: pequeñas contra grandes (frente a PER/ PVC)



Fuente: Bloomberg, Análisis BS

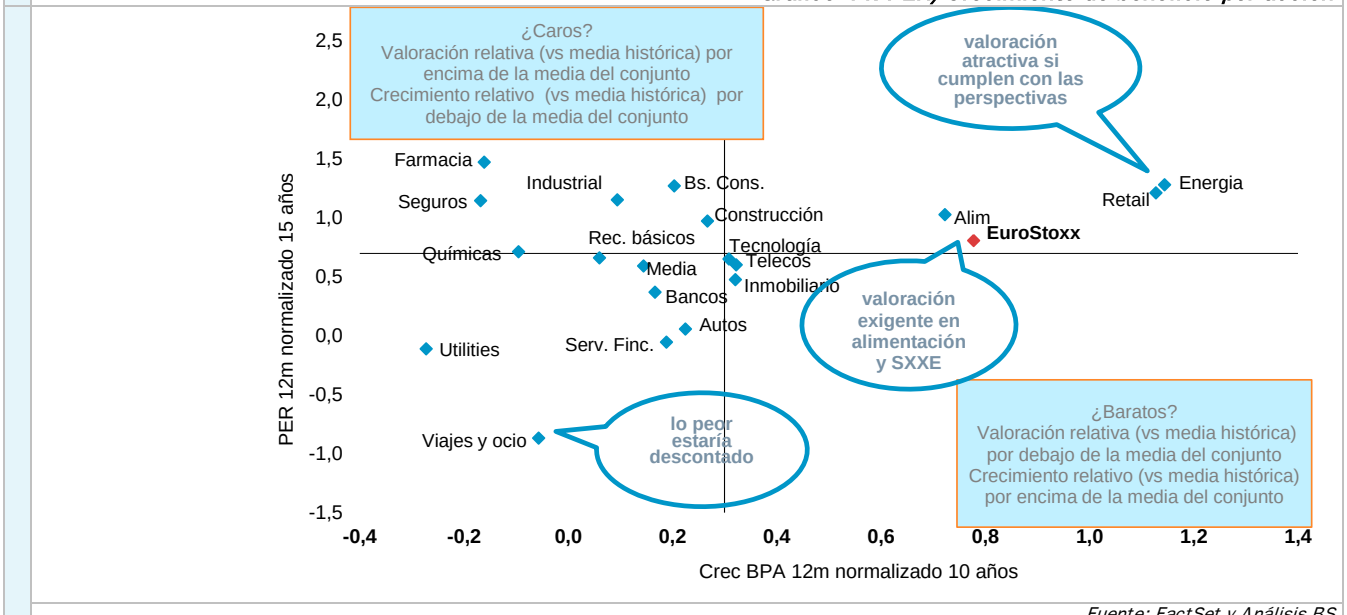
En los 4 gráficos siguientes mostramos los niveles de distintos ratios por índices.

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



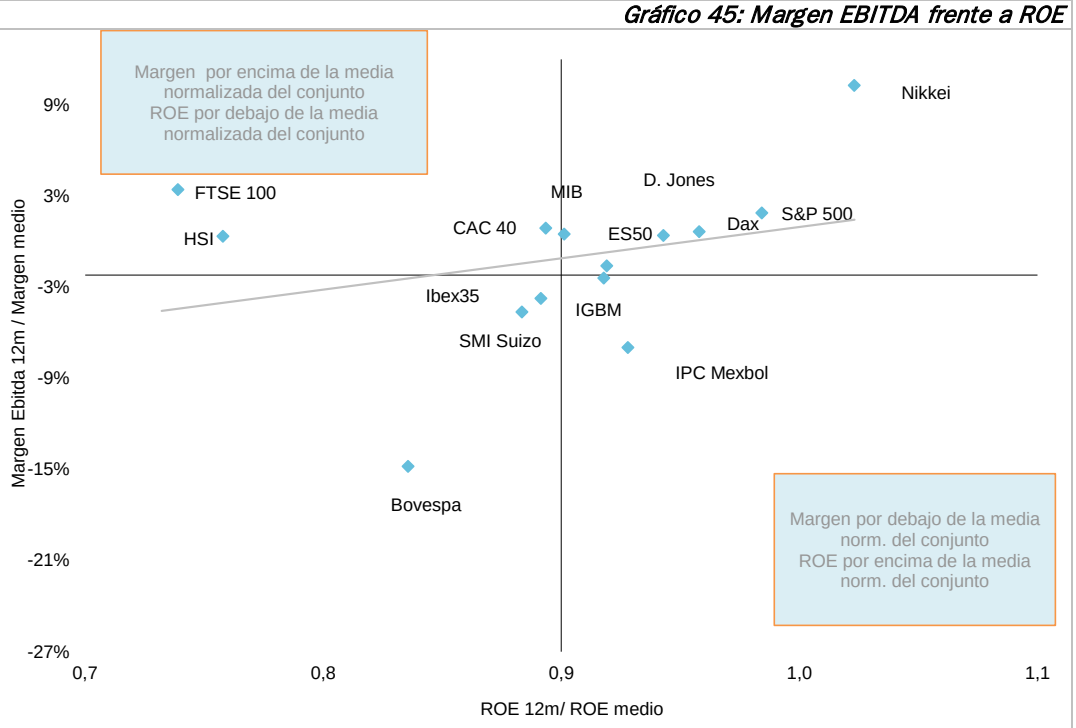
Fuente: FactSet y Análisis BS

Gráfico 44: PER/Crecimiento de beneficio por acción



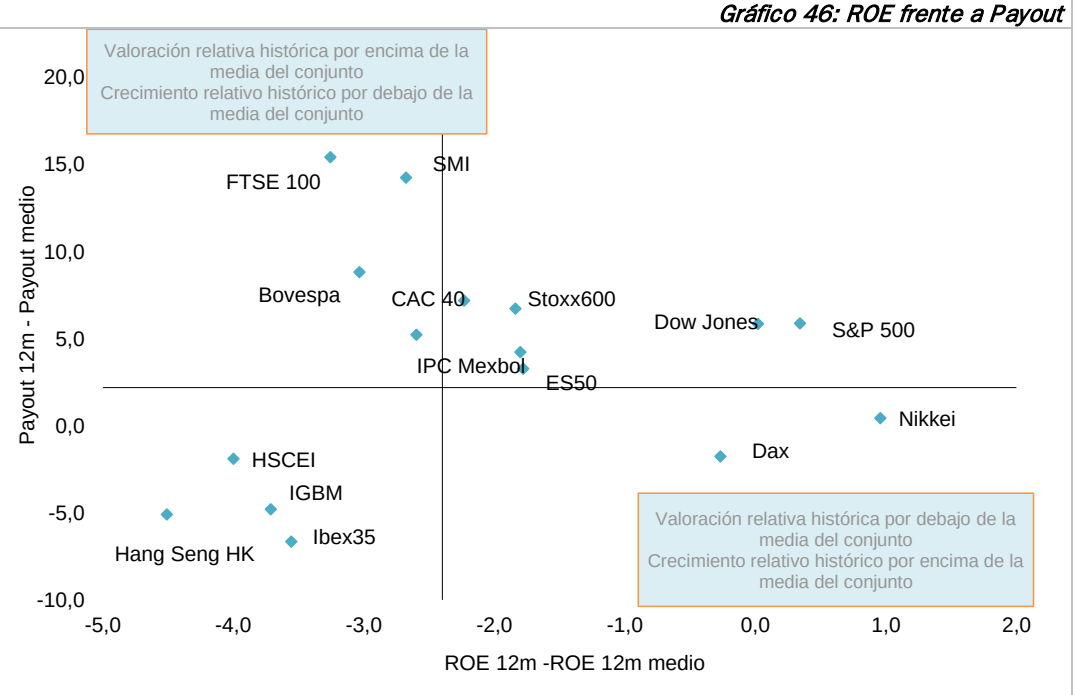
Fuente: FactSet y Análisis BS

Gráfico 45: Margen EBITDA frente a ROE



Fuente: FactSet y Análisis BS

Gráfico 46: ROE frente a Payout



Fuente: FactSet y Análisis BS

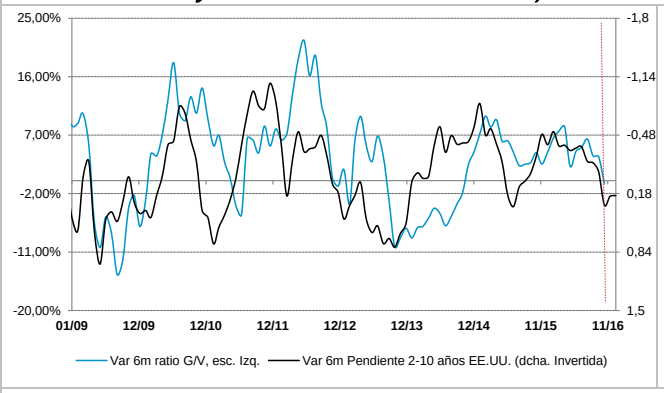
Recomendaciones sectoriales: Neutralizamos tanto *growth* frente a *value* como cíclicos frente a defensivos y cambiamos sesgo hacia financieros

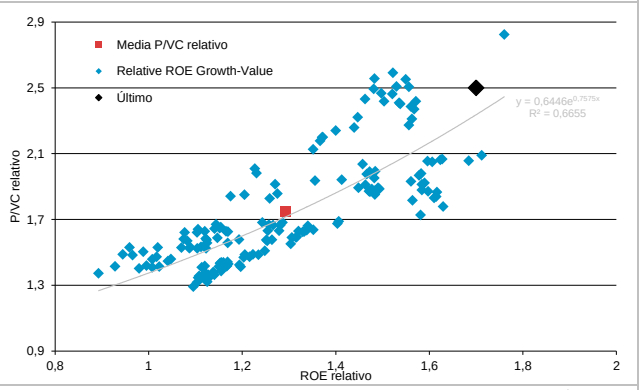
Neutralizamos growth frente a value y entre cíclicos y defensivos. Cambiamos sesgo hacia financieros

Cambiamos nuestro sesgo hacia financieros y neutralizamos nuestra preferencia entre sectores de crecimiento (*growth)* y de valor (*value*) y también entre cíclicos y defensivos.

En efecto, **equilibramos entre *growth* y *value*** aunque la subida de rentabilidades, que es positiva para el estilo *value*, está limitada. Teniendo en cuenta el ratio entre *growth* y *value* enfrentado con la pendiente entre el 2 y 10 años americano, una corrección a la baja de esa pendiente (tras el repunte de este mes de noviembre) debería ser aprovechado para subir exposición a *value*. Con mejoras en crecimiento el value tiene margen de mejora: la evolución entre el *growth* y el *value* del Euro STOXX acumula una subida del +69% desde 2009 mientras que desde finales de septiembre 2016 retrocede un -8%. En cuanto a valoración, el ratio PVC relativo corrigió desde niveles muy exigentes en octubre pero persiste margen de un deterioro adicional en 2017 y una corrección de las bolsas por una subida demasiado rápida de las rentabilidades sería más acusada en el *value*.

Gráficos 47 y 48: Euro STOXX: ratio Growth/Value frente a la pendiente americana 2-10 años y frente al PVC/ROE

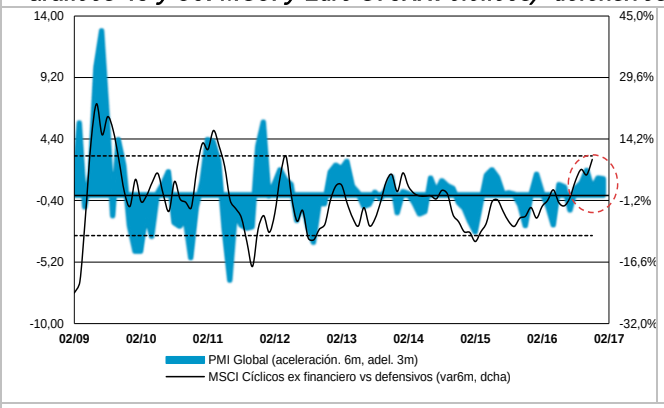


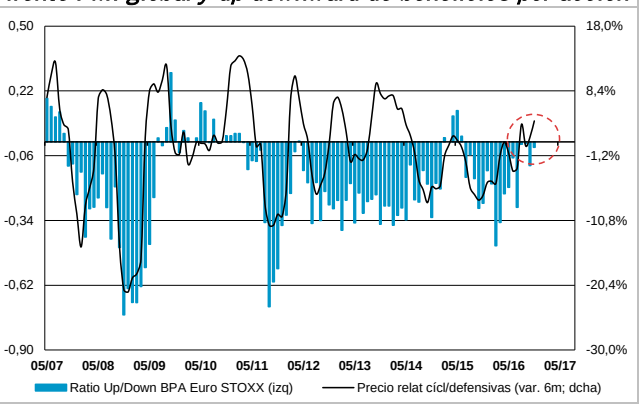


Fuente: FactSet, Análisis BS

También **equiparamos cíclicos y defensivos** porque una mejora de actividad económica favorece a los cíclicos a nivel global. Así, los cíclicos han respondido a la aceleración de la actividad global y un mayor dinamismo del PMI global respalda un todavía mejor comportamiento de las cíclicas para los próximos 4-6 meses, aunque cada vez más modesto. En Europa, las revisiones de beneficios a la baja impiden un mejor comportamiento de los cíclicos de forma sostenida y eleva el riesgo de corrección a corto plazo.

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





Fuente: FactSet, Análisis BS

Así, a nivel de recomendaciones sectoriales destacamos:

Subimos a Sobreponderar Seguros por **(i)** subida de las rentabilidades a largo plazo a nivel global (mejora las carteras del ramo Vida), **(ii)** exposición a Estados Unidos donde están previstas varias subidas de tipos de interés.

Subimos a Sobreponderar Energía porque (i) el precio del petróleo está soportado ante el cambio de sesgo de la OPEP hacia un mayor compromiso con los recortes de producción, (ii) elevada correlación positiva con la cotización del crudo (un precio del Brent entre 50 y 55 dólares/barril respalda avances del sector del +10% a 6 meses).

Subimos a Neutral Bancos por **(i)** correlación positiva con el empinamiento de la pendiente del Euribor 12-3 meses, **(ii)** subida de rentabilidades a largo plazo (aunque el impacto es menor que en Seguros).

Bajamos a Infraponderar Bienes de Consumo por **(i)** valoración exigente, **(ii)** elevada exposición a China donde esperamos una pérdida de dinamismo de la economía en el primer semestre de 2017 ante las medidas restrictivas que están siendo aplicadas en el sector residencial.

Bajamos a Infraponderar Telecom por el elevado endeudamiento en un entorno de rentabilidades al alza que encarece la financiación.

Bajamos a Neutral Alimentación por **(i)** exposición a Latinoamérica donde el consumo se está ralentizando **(ii)** valoración exigente a pesar de la mala evolución en 2016.

Con ello, además de Seguros y Energía, **mantenemos nuestra preferencia por Farmacia, Tecnología, Industriales y Retail**. Nuestra base para la selección tiene en cuenta de forma preferente la visibilidad de resultados.

Mantenemos en Sobreponderar Tecnología por **(i)** mejora en márgenes y en beneficios por acción ante la maduración de las innovaciones (*cloud*) que cada vez ganan más peso en la cuenta de resultados como han puesto de manifiesto las cuentas del tercer trimestre de 2016, **(ii)** vinculación a capex de mantenimiento y mejoras de productividad (en lugar de ampliación de capacidad), **(iii)** endeudamiento moderado.

Mantenemos en Sobreponderar Industriales por **(i)** mejora en perspectivas de algunas de las principales compañías del sector (Airbus, Deutsche Post), **(ii)** estabilización con positiva gestión de costes de otras (Siemens).

Mantenemos en Sobreponderar Farmacia por su **(i)** la visibilidad de sus resultados favorecida por la fortaleza del dólar, **(ii)** movimientos corporativos (intercambio de activos), **(iii)** mejora de cartera de productos y márgenes a medio plazo.

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

Como cambios respecto al mes anterior, este mes el modelo recomienda situar en Neutral el sector de Telecom (frente a Infraponderar antes) y en Infraponderar Alimentación e Inmobiliario (frente a Neutral antes). **A nivel fundamental no incorporamos estos cambios.**

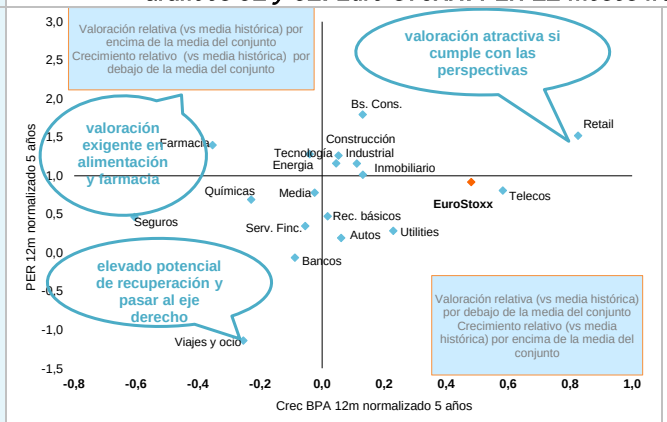
Tabla 7: Resumen modelo selección sectorial por múltiplos

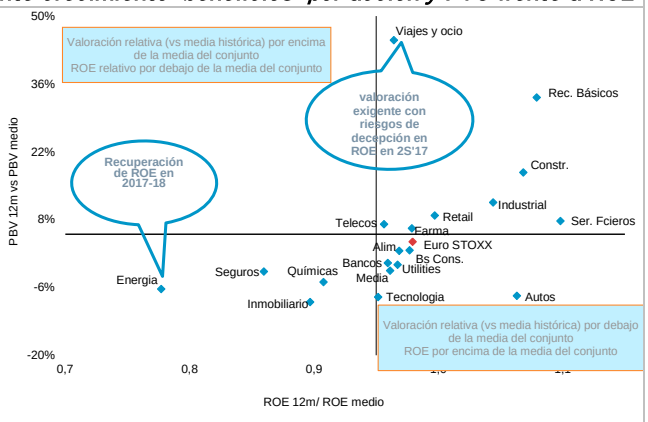
				Criterios													
				Precios			Múltiplos			Beneficios		Deuda		Dividend			
	Sectores		Cambio	Gap Volat	Cap. (*)	PER relativo	Cap. (*)	ROE relativo	Cap. (*)	Crto. BPA 12m	Cap. (*)	DN/ EBITDA	Cap. (*)	Yield	Cap. (*)		
Defensivos (beta <0,9)	B. consumo	●		2,06	0/72	1,1	5/-67	1,0	0/0	2,8	0/0	3,3	0/-5	2,7	30/0		
	Alimentación	●	↓	1,42	0/-34	1,1	0/-35	1,0	0/-12	5,3	3/-45	4,2	0/-19	3,0	15/0		
	Farmacia	●		2,28	0/79	1,0	0/-79	1,0	0/-11	1,0	17/0	6,1	50/-10	3,2	28/0		
	Viajes&Ocio	●		1,31	0/2,3	0,5	0/-39	0,5	0/0	0,1	18/0	3,6	0/-20	1,3	18/0		
	Media	●		-0,21	0/49	1,1	7/-41	0,8	13/-39	1,1	16/-14	5,6	0/-22	4,0	15/-40,		
	Utilities	●		0,65	0/9	2,0	4/-58	2,2	4/-8	-3,4	4/-7	11,0	0/-24	8,1	0/-66		
Neutrales (0,9<beta<1,05)	Telecom	●	↑	-0,25	0/79,1	1,1	0/-79	1,1	26/-21	2,5	41/-31	3,4	30/-6	4,7	0/-72		
	Inmobiliario	●	↓	2,27	52/52	0,8	0/-47	0,7	0/-56	-0,8	24/0	3,5	0/-14	3,5	8/-48		
	Retail	●		1,20	0/36	0,6	16/-56	0,5	0/-14	1,7	52/0	2,3	30/0	1,4	30/0		
	Técnología	●		-2,02	0/-24	0,9	0/-63	0,8	5/-46	2,4	17/0	2,3	16/0	1,2	63/0		
	Seguros	●		1,16	0/18	1,1	9/-69	0,9	0/-41	-2,1	0/-10	0,0	0/0	5,6	0/-69		
	Químicas	●		2,33	0/57	1,0	31/-51	0,9	0/-41	5,0	5/-29	5,7	0/-13	3,1	45,/0		
	Serv. Financieros	●		1,11	0/51	1,0	0/-81	1,0	0/-50	6,1	14/-7	4,7	9/-61	3,4	19,/-7		
Cíclicos (beta >1,05)	Industriales	●		-0,59	0/2	1,1	4/-69	1,1	11/-11	2,4	33/-4	3,9	3/-27	3,2	23/-3		
	Autos	●		3,33	0/-55	0,9	67/-15	1,1	5/-11	8,5	12/-11	3,6	0/-20	3,9	14,/0		
	Construcción	●		1,32	0/-11	1,1	7/-74	1,1	19/0	-1,0	52/0	2,6	33/-4	3,4	0/-12		
	Bancos	●		-3,51	0/74	1,0	48/-31	1,0	0/-32	3,1	0/-55	0,0	0/0	5,2	7/-20		
	Energía	●		0,35	0/71	1,2	7/-56	0,7	0/-87	18,8	0/-22	5,6	0/0	5,7	0/-87		
	Rec Básicos	●		2,39	0/78	1,3	24/-25	1,2	49/0	20,1	49/0	5,0	24/-14	3,0	38,/-39		
	Euro STOXX			0,72		1,00		0,93		1,64		1,03		3,47			

Fuente: FactSet, Análisis BS

Por **valoración**, dentro de lo sectores del índice Euro STOXX, en términos de PER 12 meses frente al crecimiento de los beneficios, detectamos oportunidades en sectores como Tecnología, Construcción y Bancos por presentar un nivel PER poco exigente frente a perspectivas de mejora de beneficios en 2017/18. Por el contrario, según este criterio, veríamos riesgos en Alimentación, Bienes de Consumo y Farma ya que cotizan en niveles exigentes. Por su parte, Químicas podría seguir deteriorándose a corto plazo. Enfrentando la rentabilidad sobre recursos propios (ROE) con el PVC, los sectores preferidos serían Energía, Seguros y Retail en menor medida por mejora de ROE. Por su parte, Tecnología y Autos ya descuentan deterioro en ROE. Según este criterio, los riesgos estarían, por un lado, en Viajes y Ocio y Alimentación por cotizar con un PVC exigente frente a la expectativa de ROE de 2017 y, por otro, Recursos Básicos cotiza un ROE muy exigente.

Gráficos 51 y 52: Euro STOXX: PER 12 meses frente crecimiento beneficios por acción y PVC frente a ROE





Fuente: FactSet, Análisis BS

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	-10,00% -5,00% 0,00% 5,00% 10,00%	evol. dsd. 12/10/16	evol. YTD	peso bech.	peso rec.	var. peso rec.	*pond. s/bench.*	ult. cambio	evol. rel. vs bech.
S&P 500	↑ **Sobreponderar**		2,0%	6,7%	8,9%	10,7%	**1,7%**	120%	Feb'16 (↑)	3,9%
Euro STOXX 50	**Neutral**		0,4%	-7,5%	7,7%	7,7%		100%	Nov'15 (↓)	-9,3%
DAX	**Neutral**		1,3%	-0,7%	8,3%	8,3%		100%	Nov'15 (↓)	-1,0%
CAC 40	**Neutral**		1,2%	-2,9%	8,1%	8,1%		100%	Mar'16 (↓)	-3,4%
MIB 30	**Infraponderar**		-1,2%	-24,1%	6,3%	6,0%	**0,5%**	94%	Mar'16 (↓)	-17,5%
Ibex 35	**Infraponderar**		-0,7%	-9,7%	7,5%	7,1%	**0,7%**	94%	Ene'16 (↓)	-8,3%
FTSE	**Neutral**		-3,5%	8,5%	9,1%	9,1%		100%	Oct'16 (↑)	-2,2%
SMI Suiza	**Sobreponderar**		-2,0%	-10,4%	7,5%	9,0%	**-0,4%**	120%	Nov'15 (↑)	-7,4%
Nikkei	**Neutral**		6,7%	-5,6%	7,9%	7,9%		100%	Nov'15 (↓)	-5,4%
Bovespa	**Infraponderar**		-1,7%	38,3%	11,5%	10,9%	**1,0%**	94%	Sep'15 (↓)	24,4%
IPC Mexico	↓ **Infraponderar**		-7,4%	3,2%	8,6%	7,3%	**-3,8%**	85%	Sep'16 (↓)	-7,6%
HS Index	**Infraponderar**		-4,5%	2,0%	8,5%	8,0%	**0,3%**	94%	Feb'16 (↓)	4,9%
benchmark			-1,01%	-0,17%						
cartera			**-0,90%**	**-0,43%**	(evolución S&P500/ES50/Ibex desde…)				Mar'16 (↓)	*0,3%*
Bolsas: Infraponderar										
Estilos inversión:	↑ **Desarrollados vs Emergentes**		5,5%	-2,3%	*(MSCI/MSCI EM)*					
	Europa: Small/Medium vs Large		-2,5%	0,63%	*(MSCI Eur Small/MSCI Eur Large)*					
	España Small/Medium vs Large		-3,3%	3,43%	*(MSCI Sp Small/MSCI Sp Large)*					
	EE.UU. Small/Medium vs Large		3,4%	7,20%	*(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	-15,00% -10,00% -5,00% 0,00% 5,00% 10,00% 15,00%	evol. dsd. 12/10/16	evol. YTD	peso bech.	peso rec.	var. peso rec.	*pond. s/bench.*	ult. cambio	evol. rel. vs bech.
Rec. Básicos	**Infraponderar**		11,1%	36,5%	1,3%	1,0%		75%	Feb'16 (↓)	48,2%
Químicas	**Infraponderar**		0,8%	-2,5%	6,4%	4,8%		76%	Jun'16 (↓)	4,0%
B y Serv. Industr.	**Sobreponderar**		0,2%	4,9%	12,6%	15,3%		122%	Sep'16 (↑)	0,2%
Construcción	**Neutral**		0,8%	2,7%	3,1%	3,1%		100%	Oct'15 (↓)	12,5%
Viajes y Ocio	**Neutral**		7,5%	-9,8%	1,1%	1,1%		99%	Sep'16 (↓)	4,0%
Autos	**Infraponderar**		1,2%	-12,4%	6,9%	5,2%		76%	Sep'16 (↓)	2,3%
Bs de Consumo	**Infraponderar**		-4,3%	5,1%	10,5%	8,0%	**-4,7%**	76%	Mar'16 (↑)	4,4%
Media	**Neutral**		-4,6%	-12,2%	3,4%	3,4%		100%	Abr'16 (↑)	-11,7%
Bancos	**Neutral**		9,1%	-18,1%	9,8%	9,9%	**3,0%**	100%	Mar'16 (↓)	-8,5%
Seguros	**Sobreponderar**		5,8%	-11,9%	5,5%	6,8%	**2,9%**	123%	Sep'16 (↓)	11,4%
Serv. Financieros	**Neutral**		4,7%	-7,4%	1,1%	1,1%		100%	Dic'14 (↓)	13,8%
Inmobiliario	**Neutral**		-5,3%	-5,2%	1,8%	1,8%		100%	Ene'15 (↑)	-2,0%
Tecnología	**Sobreponderar**		-1,5%	-3,0%	5,4%	6,5%		122%	Nov'15 (↑)	12,7%
Energía	**Sobreponderar**		-2,0%	4,5%	4,5%	5,5%	**0,9%**	122%	Sep'16 (↑)	1,7%
Retail	**Sobreponderar**		-1,9%	1,1%	4,5%	5,4%		122%	Mar'16 (↑)	4,4%
Telecos	**Infraponderar**		-3,3%	-17,3%	4,5%	3,4%	**-1,1%**	76%	Sep'16 (↑)	-4,8%
Utilities	**Infraponderar**		-7,4%	-15,8%	5,4%	4,1%		76%	Oct'15 (↓)	-10,6%
Alimentación	**Neutral**		-11,1%	-11,3%	6,4%	6,5%	**-1,3%**	100%	Feb'16 (↑)	-11,6%
Farmacia	**Sobreponderar**		2,8%	-3,3%	5,8%	7,1%		122%	Nov'15 (↑)	2,4%
Euro STOXX			-0,67%	-5,86%						
cartera			**-1,23%**	**-6,01%**						
Estilos inversión:	**Defensivos vs Financieros/Cíclicos**		-5,52%	-6,37%		(ponderación rec cíclicos vs bench 001)				
	Growth = Value		-4,40%	-0,40%		*(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

En cuanto a salidas y entradas en la cartera, damos **entrada** a **Santander** en carteras tras presentar unos resultados del tercer trimestre 2016 por encima de nuestras estimaciones y las del consenso, que nos ha llevado a revisar al alza nuestras estimaciones de BPA un +4% y nuestro precio objetivo en un +8%. **Con este movimiento, incrementamos el peso en el sector bancos aunque sigue infraponderado. Sale** de la cartera **ACS** donde pensamos que los resultados seguirán presionado por los márgenes de construcción al menos un trimestre más.

Con respecto a pesos, subimos en **Repsol** restándoselo a **Iberdrola** y en el sector financiero rebajamos **BBVA** por su exposición a México y le damos su peso a **Santander**; también incrementamos el peso de **Bankia** y **Liberbank** rebajando la sobreponderación de **Telefónica**. Reducimos el peso de **Abertis** y se lo damos a **Mediaset**. En el entorno que esperamos de mayor inflación Abertis tiene más factores a favor que otro bond proxies y esperamos que la mejora de los tráficos continúe. Sin embargo, Mediaset es un valor de más beta, donde esperamos un cuatro trimestre 2016 positivo por una mejora de las ventas publicitarias y en un entorno de tipos al alza su situación de caja neta y su capacidad para incrementar el dividendo la sitúa en una posición de ventaja. La única duda, la vuelta de la publicidad a TVE, lo que en todo caso no esperamos a corto plazo.

La beta histórica: La beta histórica de 250 sesiones (un año) de la cartera se sitúa en el 0,962x y la beta histórica calculada en 30 sesiones en 0,932x frente a 0,962x y 0,927x anteriores respectivamente.

Carteras reducidas

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

Sin cambios desde nuestro anterior informe.

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

Sale Abertis de la cartera y entra Mediaset por las razones anteriores.

Pequeñas y Medianas: **Acerinox, Barón de Ley, CAF, Catalana Occidente, Ence, Iberpapel, Logista, Mediaset, Meliá, Sacyr.**

Salen de la cartera EDPR, Acciona y Colonial tras su buena evolución en la cartera y entran Ence, Catalana Occidente y Sacyr, donde vemos potencial superior.

CARTERAS EUROPEAS

ULTIMOS CAMBIOS VALORES

Cartera Modelo

En cuanto salidas y entradas en la cartera, damos **entrada** a **Santander** por las razones justificadas anteriormente. **También entra Société Générale**. Junto con los bancos italianos es de los que más se beneficia de la mejora en los tipos de interés a largo y el riesgo del impuesto Kiervel no lo vemos a corto plazo.

Con respecto a pesos, incrementamos peso en **Axa, Intesa**, y **Air Liquide**. En esta última creemos que su exposición creciente a Estados Unidos tras la compra de Airgas y la mejora en la actividad industrial en ese país, debería beneficiarla notablemente, conservando intactas el resto de sus ventajas. **Seguimos bajando nuestra exposición a Essilor**, tras unas ventas del tercer trimestre 2016 que decepcionaron no sólo por la falta de recuperación en Estados Unidos, sino también por la fuerte desaceleración en sus mercados principales. Esto pensamos que seguirá pesando al valor en los próximos meses, previsiblemente hasta la publicación de sus resultados completos de 2016. **Reducimos peso** también en **Iberdrola, en Telefónica y en Ab Inbev**. En esta última, además vemos que a pesar de que está barata a estos precios, las dudas en Brasil pueden seguir pesando hasta la publicación de resultados del cuarto trimestre de 2016 en febrero del año que viene, cuando también podrían actualizarse las sinergias con SAB Miller.

Por último, bajamos el peso de Intesa por el riesgo del referéndum, ya que esperamos que según nos acerquemos a la fecha del mismo (4 diciembre) el riesgo político será mayor. En este sentido, Intesa no se ha beneficiado del repunte de las tires de largo plazo en cotización, haciéndolo mucho peor que su sector, pero sí lo ha hecho mejor que el índice MIB italiano. Una vez conozcamos el resultado del referéndum, podremos valorar si en el que ahora parece más probable ya esta descontado en ese momento. Nuestro peso en el sector bancos sigue en neutral.

La beta histórica de 250 sesiones (un año) de la cartera se sitúa en el 0,962x y la beta histórica calculada en 30 sesiones en 0,932x frente a 0,962x y 0,927x anteriores respectivamente.

Carteras reducidas
Cartera 5 Valores High Yield: AXA, SAP, Vinci, LVMH, y Deutsche Post .
Sale de la cartera Ab Inbev por las razones ya comentadas y **entra en su lugar Axa**. En este movimiento de los tipos de interés entendemos que hay que sobreponderar el peso en aseguradoras de Vida y Estados Unidos. Además, **los indicadores de actividad 9meses'16 dejaron de manifiesto en nuestra opinión la solidez del modelo de negocio de Axa**

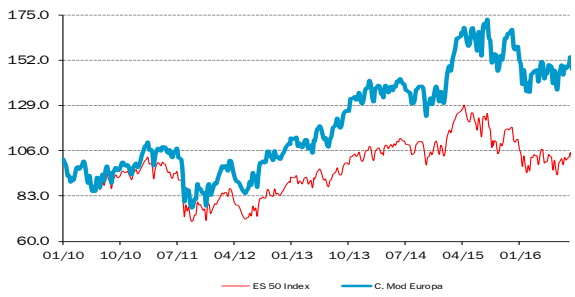
Tabla 10 : Evolución de nuestras carteras

	% 1 sem	%4 Sem.	%1 Trim	%12 M	YTD	2015	Desde 31/12/2014	Desde 31/12/2013	Desde 31/12/2012
IBEX	-0,1%	-5,9%	-0,3%	-15,6%	-9,6%	-7,2%	-8,8%	-4,7%	1,4%
CARTERA MODELO ESPAÑOLA	-0,3%	-5,4%	-0,7%	-10,8%	-5,1%	2,0%	-1,7%	-0,4%	6,7%
vs Ibex	-0,2%	0,6%	-0,4%	5,7%	5,0%	9,9%	7,8%	4,5%	5,2%
CARTERA 5 VALORES	-0,4%	-5,9%	-4,4%	-15,8%	-12,4%	-1,6%	-7,5%	-3,1%	4,0%
vs Ibex	-0,3%	0,1%	-4,1%	-0,2%	-3,1%	6,0%	1,4%	1,7%	2,5%
CARTERA HIGH YIELD	-0,3%	-8,2%	-3,8%	-16,1%	-9,7%	6,2%	-2,2%	1,0%	7,1%
vs Ibex	-0,2%	-2,4%	-3,5%	-0,5%	-0,1%	14,4%	7,3%	5,9%	5,6%
C. Small&Mid	1,8%	-0,8%	0,6%	-1,3%	0,9%	19,1%	10,2%	6,5%	13,5%
vs Ibex	1,9%	5,5%	0,9%	17,0%	11,6%	28,3%	20,8%	11,8%	11,9%
Eurostoxx50	0,2%	-1,6%	1,1%	0,8%	-12,4%	-7,2%	3,8%	-1,9%	-0,9%
BS ES50 Modelo	0,9%	-2,1%	-0,7%	-0,3%	-11,0%	-6,0%	17,4%	5,3%	2,6%
vs ES50	0,7%	-0,5%	-1,7%	-1,1%	1,7%	1,3%	13,1%	7,4%	3,5%
BS High Yield ES50	1,0%	-2,4%	-2,1%	-0,3%	-5,5%	-2,4%	30,7%	13,7%	7,5%
vs ES50	0,9%	-0,8%	-3,2%	-1,1%	7,9%	5,2%	25,9%	15,9%	8,4%

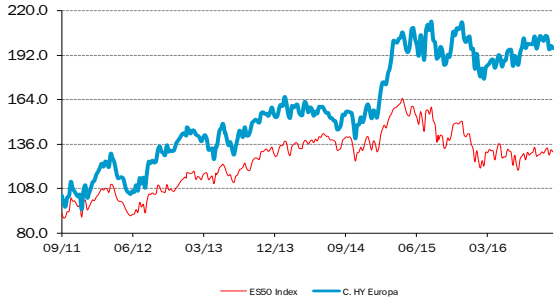
Fuente Análisis BS

Gráficos 53 a 56: Evolución de nuestras carteras

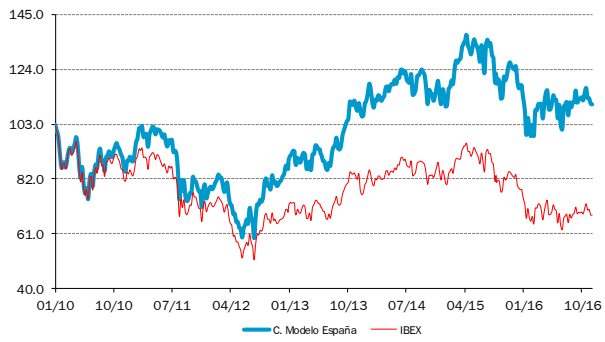
Cartera Modelo frente a ES50 (Base 100 = 28/10/2005)



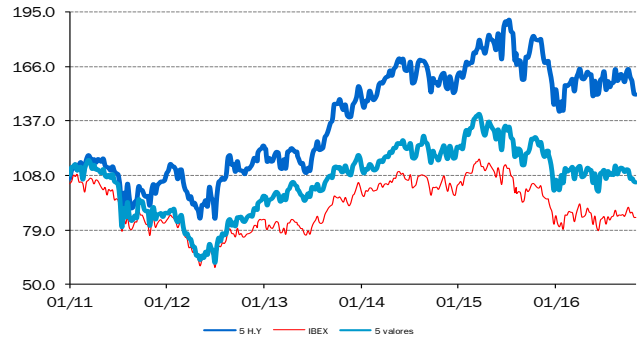
Cartera HY frente a ES50 (Base 100 = 18/08/2011)



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



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



Fuente Análisis BS

Tabla 11 Composición y evolución pesos sectores en nuestras carteras España

Sector y Valor	P.O.	Pot.	PER'16	Yield 16	Peso IBEX	Peso Cartera	vs.ant Informe
Comunicación					***10,0%***	***18,0%***	↓
Telefónica	12,30	55,1%	10,20	9,3%	8,73%	12,0%	
Mediaset	12,50	29,1%	16,94	5,9%	0,73%	5,0%	
Cellnex	20,90	58,3%	54,33	1,5%	0,55%	1,0%	
Consumo Cíclico					***16,0%***	***22,0%***	
Inditex	38,50	23,3%	31,20	1,9%	13,11%	15,0%	
IAG	6,90	30,1%	6,49	3,6%	2,43%	3,0%	
Meliá	13,00	19,5%	26,31	0,7%	0,45%	4,0%	
Consumo No Cíclico					***5,6%***	***8,0%***	↓
Dia	6,70	49,4%	11,47	4,4%	0,63%	5,0%	
Abertis	15,60	26,0%	22,21	5,8%	2,75%	3,0%	
Energía					***4,0%***	***9,0%***	
Repsol	13,80	12,4%	n/a	6,5%	4,04%	9,0%	
Financieras					***33,8%***	***26,0%***	↑
Santander	4,30	-0,8%	11,22	4,6%	14,19%	7,0%	
BBVA	6,30	7,7%	10,40	5,4%	8,62%	5,5%	
Liberbank	1,28	42,5%	7,84	0,0%	n.a.	4,5%	
Bankia	0,96	12,7%	11,80	4,2%	1,32%	4,0%	
Merlin	11,62	21,9%	5,43	4,9%	1,01%	5,0%	
Industriales					***9,4%***	***5,0%***	↓
Acciona	85,00	33,9%	5,10	4,1%	0,65%	5,0%	
Utilities					***15,2%***	***7,0%***	↓
Iberdrola	6,80	21,6%	12,69	5,8%	7,99%	7,0%	
Materias Primas					***1,6%***	***5,0%***	
Acerinox	13,80	12,7%	41,96	3,7%	0,61%	5,0%	

Fuente Análisis BS

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

Sector y Valor	P.O.	Pot.	PER'16	Yield'16	Peso ES50	Peso Cartera	vs. ant Informe
Materiales Básicos					***8,9%***	***6,60%***	↑
Air Liquide	111,0	18,1%	20,1	2,76%	1,8%	6,6%	
Industriales					***14,6%***	***26,2%***	↑
Deutsche Post	32,5	11,0%	14,9	2,89%	1,4%	8,7%	
Airbus	67,0	12,1%	18,6	2,36%	1,6%	6,1%	
Saint Gobain	44,0	7,2%	20,7	3,25%	0,9%	4,9%	
Vinci	77,0	29,8%	15,5	3,01%	1,5%	6,6%	
Bs. Consumo					***25,2%***	***27,8%***	↓
Daimler	71,0	10,1%	8,3	4,82%	3,2%	4,2%	
Lvmh	168,1	0,5%	22,1	2,26%	2,2%	8,5%	
Inditex	38,5	23,3%	31,2	1,91%	1,7%	5,5%	
Danone	78,3	33,6%	19,1	2,85%	1,7%	3,8%	
AB Inbev	125,6	29,5%	52,7	4,14%	4,9%	5,7%	
Petróleo y Gas					***6,6%***	***5,1%***	
Total	49,5	12,4%	13,6	6,14%	5,0%	5,1%	
Tecnología					***5,4%***	***9,8%***	
SAP	90,0	12,9%	22,8	1,75%	3,7%	9,8%	
Financieras					***22,0%***	***18,5%***	↑
Santander	4,3	-0,8%	11,2	4,62%	3,0%	4,0%	
BBVA	6,3	7,7%	10,4	5,45%	1,9%	3,2%	
Intesa Sanpaolo	2,5	22,1%	8,8	8,85%	1,4%	2,2%	
Société Générale	33,0	-17,8%	9,4	5,30%	1,5%	2,0%	
AXA	23,5	5,5%	9,9	4,73%	2,6%	7,1%	
Farmacia					***6,4%***	***2,6%***	↓
Essilor	135,0	40,2%	25,4	1,21%	1,0%	2,6%	
Telecomunicaciones					***6,4%***	***1,8%***	↓
Telefónica	12,3	55,1%	10,2	9,26%	1,7%	1,8%	
Utilities					***4,5%***	***1,5%***	↓
Iberdrola	6,8	21,6%	12,7	5,85%	1,7%	1,5%	

Fuente Análisis BS

CAMBIOS DE VALORACIÓN Y RECOMENDACIONES RECIENTES EN VALORES EN COBERTURA

ESPAÑA

CAF/TALGO

Seguimos positivos con la compañía pero el carácter cíclico de Talgo es mucho más acentuado (por su enfoque nicho a alta velocidad y su menor tamaño) y **nuestra favorita sigue siendo CAF por la visibilidad en resultados**; **presentó resultados tercer trimestre 2016** flojos comparado con 2015 con una caída del -8% en EBITDA pero que suponen una clara mejora frente al segundo trimestre 2016, con un crecimiento de c. +40% en EBITDA y doblando en BDI. **Mejoramos estimación de contratación a largo plazo de CAF un +7% y nuestro precio objetivo hasta 420 euros/acción.**

CATALANA OCCIDENTE

Presentó muy buenos resultados del tercer trimestre 2016 que dejan constancia de la amplia capacidad de generación de valor por sus elevados márgenes técnicos**.** Revisamos el BPA'16-18 un c.+5% debido fundamentalmente al mejor ratio combinado -RC- en Crédito y Caución en niveles del 75% y donde no hay atisbos para que empeore a cierre de año. Este hecho impacta de igual forma la evolución del mencionado ratio para el período. Además **Grupo Catalana Occidente continua mostrando un crecimiento muy fuerte en las primas de Autos y el RC del negocio tradicional ex Plus Ultra está en referencias por debajo del 90%. Aumentamos nuestro precio objetivo a 32,50 euros/acción.**

SANTANDER

Revisamos el BPA'16-18 un +4% fundamentalmente por la rebaja en provisiones (nos quedamos -2,5% frente al consenso) y **aumentamos precio objetivo a 4,3 euros/acc.**, que no deja potencial. **Pensamos que hace falta más potencial para cambiar nuestra recomendación de VENDER,** dado que se pagan expectativas de 2017 y que el crecimiento a medio plazo será bajo mientras que se mantenga el escenario de tipos en Europa y los riesgos a provisiones en Brasil.

BBVA

Presentó resultados tercer trimestre 2016 positivos destacando Turquía y mejoramos el BPA'16-18 un +2%. Los riesgos geopolíticos permanecen **pero no está habiendo aún un empeoramiento notable de las métricas de calidad crediticia,** por lo que ahora tenemos un posicionamiento más constructivo en la valoración de la misma. **BBVA cotiza a 1,03x P/TBV'17e para un RoTBV'17e del 10,3%,** por lo que pensamos que la acción está en precio. **Para cambiar nuestra recomendación necesitaríamos un entorno de tipos o volumen más positivo,** o bien el anuncio de alguna medida para optimizar los costes. Cambiamos nuestro precio objetivo a **6,30 euros/acción.**

IAG

Revisamos estimaciones, **si bien mantenemos una TACC 2016/19e en EBIT del +5,5%,** asumiendo que **alcanza un EBIT'18e aproximadamente 2.860 millones euros** (+14% frente a 2016(e), en línea con antes y –8% vs objetivo IAG(e)). **Revisamos al alza el precio objetivo a 6,9 euros/acción por menor capex tras las indicaciones de su CMD y a pesar de ser más cautos que la compañía** (capex medio 2016/20 de 2.350 millones frente a 1.700 millones IAG(e)), asumiendo salidas de caja para reestructuraciones. Seguimos pensando que **IAG está barata y el newsflow y la visibilidad están mejorando**. **La cotización descuenta un EBIT recurrente de aproximadamente 2.300 millones de euros. Subimos precio objetivo a 6,9 euros/acción.**

ARCELOR

Resultados tercer trimestre 2016 mejor en EBITDA frente a BS(e) y en línea con consenso. Todas las regiones están por encima de lo previsto salvo Estados Unidos y destacan **Europa y ACIS. Esperan un cash flow operativo > capex'16 y para cumplirlo necesitan un EBITDA aproximadamente 6.000 millones de dólares**. Así de cara al cuarto trimestre 2016 prevén una reducción de rentabilidad frente al tercer trimestre. Con estos resultados**,** las **subidas de precios de acero, la renegociación de contratos previstas** y el aumento del **precio del hierro**, **revisamos al alza estimaciones y precio objetivo hasta 6,9 euros/acción**.

TUBACEX

Los resultados del tercer trimestre de 2016 han sido peor de lo esperado en EBITDA . Pero lo más destacado han sido los **comentarios negativos,** que apuntan a **que el sector no muestra síntomas de recuperación** y que Tubacex **podría sufrir durante los próximos dos o tres años las consecuencias de la reducción de inversiones de las petroleras**. Así el escenario planteado no es positivo y es peor de lo esperado. **Así, revisamos a la baja estimaciones y el precio objetivo a 2 euros/acción.** . **Esto reafirma nuestra cautela en el valor, cuya cotización creemos que asume como recurrente un EBITDA >80 millones euros**.

TÉCNICAS REUNIDAS

Revisamos estimaciones al alza a la espera de una mayor contratación recurrente por el elevado pipeline de ofertas que deberían resolverse a corto plazo. Seguimos cautos en márgenes, en línea con un guidance de no mejorarlos hasta 2018 y porque todos los contratos que se cierren a corto plazo se hacen con el riesgo de estar presionados a la baja. **Nuestro precio objetivo de 31,61 euros está penalizado c. -9% por una reclamación de Hacienda de 165 millones euros pendiente de resolver.**

MAPFRE

La compañía no ha transmitido ningún mensaje nuevo, se ha limitado a dar más detalles de su *guidance* anticipado en la JGA en marzo. Se mantienen por tanto todos sus objetivos principales. En nuestras estimaciones alcanzamos las referencias de ingresos, pay out y ROE (11%) pero somos más pesimistas en RC (96%) especialmente en Brasil y Estados Unidos. Hemos actualizado las tendencias 9meses 2016 y la visión más optimista de las economías tras la elecciones en Estados Unidos. Incrementamos así el BPA'17-18 de un aproximadamente +7% con **un impacto en precio objetivo en 2,8 euros/acción** pero continuamos sin potencial.

VISCOFAN

Tras resultados del tercer trimestre de 2016 que no resolvieron las dudas generadas por el profit warning de Julio'16, **recortamos precio objetivo hasta 51,70 euros /acción** tras rebajar EBITDA 2016e un -4% y un -10% el EBITDA a perpetuidad. **Reiteramos COMPRAR** porque tras una caída del -22% en 2016 la acción cotiza a niveles atractivos por las buenas perspectivas de crecimiento a medio y largo plazo. Con todo la inercia en resultados no es lo suficientemente buena para incluirla en nuestras carteras.

ENDESA

Más allá de las buenas perspectivas estimadas por Endesa ya preanunciadas por Enel en su presentación estratégica, **el plan destacó en dividendo previsto para 2017**, que se revisó +19% hasta un mínimo de 1,32-1,37 euros/acción. Los motivos principales del optimismo son tanto inversiones de crecimiento en renovables como en eficiencias que en nuestra opinión requieren de un delivery. El cumplimiento de las mismas ofrecería un potencial adicional de entre +5/+13% en precio objetivo que no esperamos que se descuente a corto. Revisamos precio objetivo hasta 19,40 euros/acción y **reiteramos VENDER** por excelente performance en 2016

EUROPA

BNP PARIBAS

Revisamos estimaciones y precio objetivo al alza pero mantenemos VENDER. Tras resultados del tercer trimestre mejores de lo esperado por los mayores ingresos por FICC y Seguros, revisamos BPA'16-18e un +5%, lo que unido al mayor exceso de capital sobre un mínimo de CT1 FL del 11% **nos lleva a un precio objetivo de 49,5 euros/acción**. Para tener recorrido en valoración BNP debería generar un RoTBV'17 de aproximadamente 10% para un CoE de aproximadamente 9% y ver más reducción de costes.

AB INBEV

Revisamos estimaciones un -5% en EBITDA'16/20e por Brasil, donde a una lenta recuperación se ha unido el retraso en subir precios (realizado ya en octubre) y un impacto en coberturas de tipo de cambio en costes significativo pero temporal. En todo caso, mantenemos la apuesta por Ab Inbev ya que **esperamos actualicen las sinergias de costes** con SAB y **den indicaciones sobre las de ingresos**. De asumir **+600 millones de dólares adicionales implicaría un +3% en precio objetivo. Además, cotiza a un PER'17e teórico de aproximadamente 19,4x,** lo que supone un +6% frente al sector que debería ampliarse por **mejores perspectivas. Rebajamos precio objetivo a 125,6 euros/acción.**

RENTA FIJA: EVOLUCIÓN DEL MES Y RECOMENDACIONES

Repunte generalizados de las rentabilidades soberanas lideradas por el 10 años americano

Mes marcado por el fuerte **repunte de rentabilidades soberanas** como consecuencia de la victoria de D. Trump y su posible **cambio en la política fiscal americana.** El **10 años español** amplió desde el 1,10% hasta el 1,59% y el **italiano** desde el 1,38% hasta el 2,11% (las encuestas sobre el referéndum se inclinan por el NO). **Portugal amplió desde el 3,13% hasta el 3,64%** al contrario que la referencia a 10 años griega que terminó **estrechando desde el 8,34% hasta el 6,78%** a la espera de **medidas para una reestructuración de la deuda**. En core, **ampliaciones en la referencia alemana** desde el 0,02% hasta el 0,26% lo que provocó un aumento en las primas de riesgo (española en los 135 puntos básicos e italiana en los 185 puntos básicos). En **Estados Unidos el 10 años** lideró los avances en deuda core al **reputar en rentabilidad** desde el 1,76% **hasta el 2,35%** de la mano de unas actas de la Fed que certificaron prontas subidas de tipos de interés y apoyado en unas mayores **expectativas de inflación a 10 años en el 1,97%** (niveles julio'14).

En crédito doméstico, fuerte corrección en todos los nombres con Telefónica (tanto senior como híbrido) a la cabeza

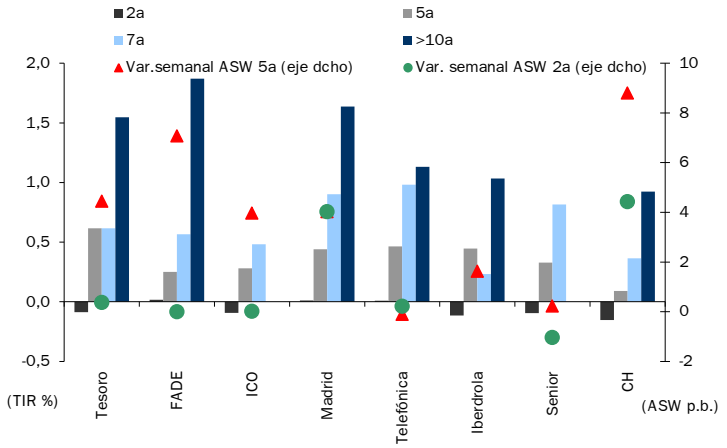
En **crédito** dentro del **sector financiero** Santander registró mejor comportamiento relativo en el tramo senior frente a BBVA dada la alta exposición a México. En **híbridos ambos nombres sufrieron ampliaciones superiores a los 150 puntos básicos**. En **corporativos, Telefónica fue el doméstico más castigado** a pesar de la venta del 100% de Telefé y de reducir el dividendo 2016/2017. **Gas Natural** (con la intervención en su filial en Colombia), Iberdrola y Red Eléctrica sufrieron ampliaciones en toda la curva superiores a 30 puntos básicos mientras que los híbridos de **Repsol a pesar de la recuperación en el precio del crudo abarataron 80 puntos básicos en el mes.**
En subastas, el tesoro español completó su programa de letras**. En primario, BBVA** y **Caja Rural de Navarra colocaron cédulas**.

PREFERENCIAS POR TIPOLOGÍA DE ACTIVOS

SOBERANOS: Adoptamos un posicionamiento de Infraponderar desde Neutral en soberano euros frente a crédito**.** Seguimos sobreponderando deuda americana frente a la deuda core europea y preferimos España dentro de la periferia.
RENTA FIJA PRIVADA CORPORATIVA: Bajamos desde Sobreponderar a Neutral los corporativos IG euros frente al crédito (riesgo tapering). Subimos a Sobreponderar desde Neutral IG dólares frente IG euros.
HY: Adoptamos un posicionamiento Neutral desde Infraponderar en HY euros respecto a IG euros (protección ante repuntes de tipos). En HY dólar subimos a Sobreponderar desde Neutral frente HY euros (mayor diferencial).
DEUDA FINANCIERA: Mantenemos financieros senior en Neutral frente el Benchmark de crédito y Sobreponderamos frente a deuda subordinada y cédulas. En cédulas mantendríamos en Infraponderar frente a la deuda senior financiera y corporativa y bajamos a Neutral desde Sobreponderar respecto al soberano.
CC.AA. y Agencias: Bajamos ADIF a Neutral desde Sobreponderar frente a Tesoro y mantenemos en Sobreponderar a Cores y Madrid (diferencial atractivo).
EMISIONES PREFERIDAS: Telefónica (senior, híbrido y Telefónica Colombia en dólares), Repsol, Gas Natural (aumentaríamos duración) y ACS.

EVOLUCION MENSUAL DE LOS ACTIVOS DE RENTA FIJA DOMÉSTICA

Gráfico 57: Evolución mensual de los activos de Renta Fija Doméstica



Fuente Análisis BS

ANEXO 1: Ratios principales de compañías

ESPAÑA

COMPAÑÍAS	PER 16e	EV/EBITDA 16e	Dividend Yield'16e	COMPAÑÍAS	P.O.	EV/EBITDA 16e	Dividend Yield'16e
ABERTIS	22,2	9,2	5,8%	GRIFOLS	19,50	13,4	1,7%
ACCIONA	17,0	8,1	4,1%	HISPANIA	13,94	17,6	3,5%
ACERINOX	42,5	12,7	3,7%	IAG	6,90	3,7	3,7%
ACS	10,4	5,4	4,2%	IBERDROLA	6,80	8,5	5,9%
ADVEO	N/A	7,7	0,0%	IBERPAPEL	25,30	5,0	3,3%
AENA	20,3	12,1	2,5%	INDITEX	38,50	17,9	1,9%
ALMIRALL	18,1	9,8	1,7%	INDRA	11,10	9,1	0,0%
AMADEUS	24,4	12,2	2,0%	LAR ESPAÑA	9,05	26,3	4,7%
APPLUS	13,7	9,8	1,7%	LIBERBANK	1,28	n/a	0,0%
ATRESMEDIA	15,5	11,2	4,2%	LOGISTA	23,60	2,8	3,7%
ARCELOR MITTAL	11,6	5,6	0,0%	MAPFRE	2,80	n/a	4,5%
AXIARE	6,2	34,4	0,4%	MERLIN PROPERTIES	11,62	22,8	4,9%
BANKIA	11,6	n/a	4,3%	NATRA	BR	7,0	0,0%
BANKINTER	15,7	n/a	3,2%	NH HOTELES	4,55	10,4	0,0%
BARÓN DE LEY	17,2	8,3	0,0%	OHL	BR	7,2	5,5%
BBVA	10,3	n/a	5,5%	PRISA	6,00	7,1	0,0%
CAF	21,0	10,2	3,0%	REALIA	BR	34,9	0,0%
CAIXABANK	13,9	n/a	3,9%	RED ELECTRICA	20,68	9,7	5,1%
C. OCCIDENTE	12,8	n/a	2,5%	REN	3,00	8,1	6,7%
CELLNEX	48,0	16,3	1,5%	REPSOL	13,80	7,9	6,5%
COLONIAL	20,3	30,5	2,4%	ROVI	17,00	13,4	1,8%
DIA	9,5	6,1	4,5%	SACYR	2,45	14,5	0,0%
D.FELGUERA	12,8	9,2	0,0%	SANTANDER	4,30	n/a	4,6%
EBRO FOODS	17,8	9,9	3,1%	MELIÁ Hotels	13,00	11,3	0,7%
EDP	10,6	8,0	7,1%	DEOLEO	0,24	35,5	0,0%
EDP Renovaveis	29,3	8,3	1,0%	TALGO	6,40	7,3	2,7%
ENAGAS	13,3	11,3	6,0%	T. REUNIDAS	31,61	6,7	4,1%
ENCE	12,6	5,5	4,8%	MEDIASET ESPAÑA	12,50	12,4	5,8%
ENDESA	14,6	7,4	6,9%	TELEFÓNICA	12,30	6,1	9,3%
EUSKALTEL	21,3	8,8	0,0%	TUBACEX	2,00	13,4	0,0%
EUROPAC	10,9	6,0	4,6%	TUBOS REUNIDOS	0,64	49,7	0,0%
FCC	27,2	9,0	0,0%	VIDRALA	55,94	8,9	1,7%
FERROVIAL	21,9	16,6	4,3%	VISCOFAN	51,70	9,8	3,1%
GAMESA	20,1	8,0	1,2%	VOCENTO	1,70	7,3	0,0%
GAS NATURAL	11,4	7,1	6,2%	ZARDOYA OTIS	7,90	14,4	4,3%

Fuente BS Análisis

EUROPA

COMPAÑÍAS	P.O.	EV/EBITDA 16e	Dividend Yield'16e	COMPAÑÍAS	P.O.	EV/EBITDA 16e	Dividend Yield'16e
AIRBUS	67,00	5,7	2,3%	LOREAL	186,00	16,9	1,9%
AIR LIQUIDE	111,00	9,4	2,8%	LVMH	173,80	10,4	2,3%
ALLIANZ	142,00	n/a	4,6%	MUNICH RE	170,00	n/a	4,9%
ANHEUSER-BUSCH INBEV	125,60	12,1	4,1%	ORANGE	17,00	5,8	4,4%
AXA	23,50	n/a	4,8%	SAINT GOBAIN	44,00	7,3	3,3%
BASF	70,60	8,2	4,0%	SANOFI	84,00	9,5	4,2%
BAYER	107,00	8,9	2,9%	SANTANDER	4,30	n/a	4,6%
BBVA	6,30	n/a	5,5%	SAP	90,00	14,0	1,7%
BNP PARIBAS	49,50	n/a	5,0%	SIEMENS	106,00	13,2	3,4%
BMW	84,00	3,5	4,0%	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	33,00	n/a	5,4%
CARREFOUR	27,90	5,7	3,6%	TELEFÓNICA	12,30	8,6	9,3%
DAIMLER	71,00	3,1	4,9%	TOTAL	49,50	5,8	6,1%
DANONE	78,30	10,4	2,8%	UNICREDIT	2,10	n/a	6,1%
DEUTSCHE BANK	9,50	n/a	0,0%	UNILEVER NV	43,90	12,6	3,4%
DEUTSCHE POST	32,50	9,1	2,9%	VINCI	77,00	8,5	2,9%
DEUTSCHE TELEKOM	17,90	6,1	4,1%	VIVENDI	17,20	13,4	11,3%
ENEL	4,80	6,0	4,8%	VOLKSWAGEN	123,00	1,4	4,6%
ENI	13,70	3,6	6,3%				
ESSILOR	135,00	14,3	1,2%				
IBERDROLA	6,80	9,1	5,9%				
INDITEX	38,50	20,1	1,9%				
INTESA SAN PAOLO	2,50	n/a	8,9%				

Fuente BS Análisis

ANEXO 2: EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS

	24/11/2016	Var %1 Dia	31/10/2016	Var %MTD	31/12/2015	YTD 2016	25/11/2015	Var %12M
1. BOLSAS								
IBEX 35	8.657,20	0,34	9.143,30	-5,32	9.544,20	-9,29	10.227,30	-15,35
FRÁNCFORT	10.689,26	0,25	10.665,01	0,23	10.743,01	-0,50	11.169,54	-4,30
Londres	6.829,20	0,17	6.954,22	-1,80	6.242,32	9,40	6.337,64	7,76
París	4.542,56	0,29	4.509,26	0,74	4.637,06	-2,04	4.892,99	-7,16
Euro Stoxx 50	3.040,60	0,28	3055,25	-0,48	3267,52	-6,94	3462,06	-12,17
TOKIO-NIKKEI 225	18.381,22	0,26	17.425,02	5,49	19.033,71	-3,43	19.847,58	-7,39
TOKIO-TOPIX	1.464,53	0,31	1.393,02	5,13	1.547,30	-5,35	1.594,67	-8,16
TOKIO-NIKKEI 300	293,80	0,38	278,58	5,46	311,10	-5,56	321,21	-8,53
SHANGHAI COMPOSITE	3.243,77	0,06	3.100,49	4,62	3.539,18	-8,35	3.647,93	-11,08
DOW JONES	19.083,18	0,31	18.142,42	5,19	17.425,03	9,52	17.812,19	7,14
NASDAQ	5.380,68	-0,11	5.189,14	3,69	5.007,41	7,45	5.102,81	5,45
S&P 500	2.204,72	0,08	2.126,15	3,70	2.043,94	7,87	2.089,14	5,53
RUSSELL 2000	1.342,09	0,58	1191,39	12,65	1135,89	18,15	1.188,81	12,89
BRAZIL BOVESPA	61.395,53	-0,95	64.924,52	-5,44	43.349,96	41,63	46.866,63	31,00
MEXICO BOLSA	45.265,90	0,18	48009,28	-5,71	42977,50	5,32	44.138,75	2,55
MSCI EMERGING	47.276,76	-0,47	48.817,41	-3,16	44.483,64	6,28	45.920,68	2,95
MSCI WORLD	488,64	0,08	479,55	1,90	468,60	4,28	480,33	1,73
VIX (Volat.Sintética S&P500)	12,43	0,16	17,06	-27,14	18,21	-31,74	15,93	-21,97
V2TX (Volat.Sintética Eurostoxx 50)	20,03	-0,81	21,44	-6,60	22,17	-9,67	23,94	-16,33
VDAX (Volat.Sintética DAX)	18,67	-0,77	20,53	-9,05	22,62	-17,48	23,62	-20,95
2. DIVISAS								
EUR/USD	1,0554	0,01	1,0981	-3,89	1,0862	-2,84	1,0624	-0,66
EUR/JPY	119,6100	0,73	115,1000	3,92	130,6400	-8,44	130,3900	-8,27
EUR/GBP	0,8477	-0,06	0,8969	-5,48	0,7370	15,02	0,7022	20,71
USD/JPY	113,3300	0,72	104,8200	8,12	120,2200	-5,73	122,7400	-7,67
GBP/USD	1,2451	0,06	1,2242	1,71	1,4736	-15,51	1,5129	-17,70
EUR/CHF	1,0730	0,00	1,0860	-1,20	1,0882	-1,40	1,0852	-1,12
USD/CAD	1,3492	0,03	1,3409	0,62	1,3839	-2,51	1,3290	1,52
AUD/USD	0,7408	0,31	0,7609	-2,64	0,7286	1,67	0,7252	2,15
USD/BRL	3,3903	1,01	3,1936	6,16	3,9608	-14,40	3,6992	-8,35
USD/MXN	20,7441	0,48	18,8642	9,97	17,2075	20,55	16,5029	25,70
USD/CLP	680,17	0,40	653,2200	4,13	708,60	-4,01	710,72	-4,30
USD/ARS	15,55	0,67	15,15	2,58	12,9315	20,21	9,6742	60,69
3. MATERIAS PRIMAS								
Petróleo (Brent)	49,00	0,10	48,30	1,45	37,28	31,44	46,17	6,13
CRB	187,56	0,14	186,28	0,69	176,14	6,48	185,27	1,24
Oro	1.181,67	-0,56	1.277,21	-7,48	1.061,10	11,36	1.071,12	10,32
Gasoil	444,25	-0,34	440,25	0,91	326,25	36,17	428,75	3,62
Trigo	427,25	0,00	433,75	-1,50	519,25	-17,72	530,75	-19,50
Cobre	5.724,50	2,28	4.841,00	18,25	4.705,75	21,65	4.624,50	23,79
Aluminio	1.716,00	-0,29	1.740,50	-1,41	1.811,50	-5,27	1.759,50	-2,47
	24/11/2016	**Var p.b.**	**31/10/2016**	**Var p.b. mes**	**31/12/2015**	**Var p.b. año**	**25/11/2015**	**Var 12M p.b.**
4. CRÉDITO								
iTraxx Europa 5y (EU Inv.Grade)	81,03	-0,12	72,96	8,08	77,27	3,76	71,21	9,82
iTraxx Crossover 5y (Bonos Basura)	341,35	0,00	329,84	11,51	314,62	26,73	299,13	42,22
CDX US.Inv. Grade	73,76	0,00	78,51	-4,74	88,32	-14,56	84,56	-10,80
CDX Hvol 5y (US. High Yield)	104,51	0,00	103,36	1,15	101,14	3,37	101,98	2,53
SECTORIALES								
iTraxx Sen-Financials 5Y	118,92	-0,10	119,55	-0,53	119,52	-0,50	119,82	-0,90
iTraxx Sub-Financials 5Y	244,53	-1,39	223,06	9,63	153,50	59,30	147,34	97,18
CDS PAÍSES								
Alemania 5Y	22,76	0,21	19,40	3,36	12,87	9,89	13,65	9,11
Francia 5Y	39,74	1,31	30,92	8,82	26,36	13,38	27,97	11,77
España 5Y	83,39	0,56	72,08	11,31	89,88	-6,49	87,64	-4,24
Portugal 5Y	277,13	-8,20	274,16	2,97	170,51	106,62	190,80	86,33
Irlanda 5Y	67,64	0,17	64,71	2,93	39,27	28,37	44,87	22,76
5. BONOS								
FGBL c1 (Futuro 10 ALE)	161,01	0,25	162,17	-1,16	157,92	3,09	157,79	3,22
USc1 (Futuro 10 USA)	125,08	-0,28	129,63	-4,55	125,91	-0,83	126,98	-1,91

	24/11/2016	Var p.b.	31/10/2016	Var p.b. mes	31/12/2015	Var p.b. año	25/11/2015	Var 12M p.b.
6. MERCADOS DE DEPÓSITOS								
EURIBOR								
D/D	-0,35	0,30	-0,33	-1,60	-0,13	-22,10	-0,14	1,10
1M	-0,37	0,00	-0,37	-0,10	-0,21	-16,80	-0,16	-5,00
3M	-0,31	0,00	-0,31	0,00	-0,13	-18,20	-0,10	-3,20
6M	-0,22	0,00	-0,21	-0,80	-0,04	-18,00	-0,03	-1,00
12M	-0,08	0,10	-0,07	-0,90	0,06	-13,80	0,06	-0,20
ESTADOS UNIDOS								
D/D	0,43	0,00	0,43	0,02	0,27	15,92	0,13	14,40
1M	0,59	0,78	0,53	5,82	0,43	16,25	0,22	20,85
3M	0,93	0,53	0,88	4,58	0,61	31,74	0,39	21,95
6M	1,28	0,17	1,26	2,39	0,85	43,37	0,63	21,30
12M	1,63	0,17	1,58	5,45	1,18	45,16	0,96	21,67
7. TIPOS SWAP								
EURO								
3 AÑOS	-0,09	-1,37	-0,12	2,60	0,06	-15,16	-0,05	10,62
5 AÑOS	0,08	-0,90	0,01	7,80	0,33	-24,70	0,19	13,83
10 AÑOS	0,65	-0,10	0,51	14,60	1,00	-35,00	0,83	17,30
30 AÑOS	1,19	-0,15	1,00	18,85	1,61	-42,45	1,47	13,90
DÓLAR								
3 AÑOS	1,34	0,12	1,08	26,07	1,18	16,22	0,99	19,20
5 AÑOS	1,84	3,52	1,33	50,57	1,74	9,98	1,59	14,26
10 AÑOS	2,20	2,12	1,68	51,48	2,19	1,22	2,10	8,75
30 AÑOS	2,46	1,93	2,04	42,09	2,62	-16,03	2,54	7,70
8. DEUDA PÚBLICA								
ESPAÑA								
2 AÑOS	-0,12	1,20	-0,17	4,60	0,01	-12,50	-0,01	1,90
5 AÑOS	0,55	2,80	0,18	37,40	0,67	-12,40	0,57	10,00
10 AÑOS	1,59	-0,70	1,20	39,00	1,77	-18,20	1,64	13,50
30 AÑOS	2,78	1,60	2,37	41,30	2,98	-19,60	2,78	19,30
ALEMANIA								
2 AÑOS	-0,73	-3,20	-0,62	-11,60	-0,35	-38,90	-0,37	2,70
5 AÑOS	-0,43	-3,20	-0,40	-2,60	-0,05	-38,20	-0,14	9,10
10 AÑOS	0,26	-0,30	0,16	9,60	0,63	-37,00	0,52	11,20
30 AÑOS	0,91	1,80	0,79	12,00	1,49	-57,50	1,33	16,20
ESTADOS UNIDOS								
2 AÑOS	1,15	2,38	0,84	30,57	1,05	9,89	0,93	11,34
5 AÑOS	1,87	3,79	1,31	56,33	1,76	11,02	1,67	8,90
10 AÑOS	2,38	3,09	1,83	55,52	2,27	11,13	2,23	3,53
30 AÑOS	3,04	1,87	2,58	45,96	3,02	2,36	2,99	2,14
JAPÓN								
2 AÑOS	-0,14	2,10	-0,24	9,90	-0,01	-13,10	-0,01	-0,20
5 AÑOS	-0,07	1,80	-0,19	12,10	0,03	-9,60	0,04	-1,10
10 AÑOS	0,04	0,80	-0,05	8,80	0,27	-22,50	0,30	-3,90
30 AÑOS	0,21	0,00	0,11	9,90	0,55	-34,70	0,64	-8,30
9. DIFERENCIALES								
TIPOS DEUDA 10 AÑOS								
ESPAÑA-ALEMANIA	1,33	-0,40	1,04	29,40	1,14	18,8	1,12	2,30
ESPAÑA-FRANCIA	0,80	-1,60	0,73	6,60	0,78	1,50	0,79	-0,50
ESPAÑA-ITALIA	-0,54	-2,10	-0,46	-7,80	0,18	-71,70	0,13	4,60
EE.UU-ALEMANIA	2,12	3,39	1,66	45,92	1,64	48,13	1,72	-7,67
10. PENDIENTES DE LA CURVA								
ESPAÑA								
10 AÑOS-2 AÑOS	1,71	-1,90	1,36	34,40	1,77	-5,70	1,65	11,60
30 AÑOS- 10 AÑOS	1,19	2,30	1,17	2,30	1,21	-1,40	1,15	5,80
30 AÑOS- 2 AÑOS	2,90	0,40	2,53	36,70	2,97	-7,10	2,80	17,40
ALEMANIA								
10 AÑOS-2 AÑOS	0,99	2,90	0,78	21,20	0,97	1,90	0,89	8,50
30 AÑOS- 10 AÑOS	0,65	2,10	0,63	2,40	0,86	-20,50	0,81	5,00
30 AÑOS- 2 AÑOS	1,65	5,00	1,41	23,60	1,83	-18,60	1,70	13,50
ESTADOS UNIDOS								
10 AÑOS-2 AÑOS	1,23	0,71	0,98	24,95	1,22	1,24	1,30	-7,81
30 AÑOS- 10 AÑOS	0,66	-1,22	0,75	-9,56	0,75	-8,77	0,76	-1,39
30 AÑOS- 2 AÑOS	1,89	-0,51	1,74	15,39	1,97	-7,53	2,06	-9,20

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
24/10/16	MORGAN STANLEY	1500	1.375	27/10/26	99,07	MS+108	EUR	A3	BBB+	A
24/10/16	MORGAN STANLEY	1250	E+70	27/1/22	100,00	E+70	EUR	A3	BBB+	A
24/10/16	SEB AG	850	1.375	31/10/28	99,47	MS+135	EUR	Baa1	BBB+	A+
24/10/16	NORD LB	750	0.25	28/10/26	99,75	MS-11	EUR	Aaa		AAA
25/10/16	BANCO DE CREDITO SOCIAL COOPEI	100	9.00	3/11/26	100,00	9.00%	EUR			B+
25/10/16	BFCM	700	1.875	4/11/26	99,30	MS+155	EUR	A3	BBB	A
25/10/16	DG HYPOBANK	500	0.05	6/12/24	99,69	MS-14	EUR		AAA	
26/10/16	DEUTSCHE HYPO	250	0.625	2/11/20	99,87	MS+75	EUR	Baa1		
27/10/16	BRFKREDIT A/S	750	0.50	1/10/26	99,38	MS+8	EUR		AAA	
28/10/16	FIDELITY	400	2.50	4/11/26	99,87	MS+200	EUR	Baa1	BBB+	
3/11/16	SR-BANK	500	0.375	10/2/22	99,37	MS+45	EUR	A1		A-
4/11/16	NATIONAL AUSTRALIA BANK	500	0.625	10/11/23	99,78	MS+45	EUR	Aa2	AA-	AA-
8/11/16	ING-DIBA	500	0.25	16/11/26	98,92	MS-15	EUR	Aaa		
9/11/16	BANCO MARE NOSTRUM	175	9.00	16/11/26	100,00	MS+896	EUR			BB-
10/11/16	SAMPO	750	1.00	18/9/23	99,96	MS+68	EUR	Baa2	A-	
14/11/16	BBVA	1000	0.875	22/11/26	99,34	MS+23	EUR	Aa2		
14/11/16	NORDEA BANK	1000	0.25	21/11/23	99,55	MS-8	EUR	Aaa		
15/11/16	AMEX	1000	0.625	22/11/21	99,58	MS+57	EUR	A2	A-	A
15/11/16	CREDIT AGRICOLE HOME LOAN SFH	1500	0.25	23/2/24	99,31	MS-5	EUR	Aaa	AAA	AAA
15/11/16	ANZ BANK	750	0.45	22/11/23	99,87	MS+10	EUR	Aaa		AAA
16/11/16	CAJA RURAL NAVARRA	500	0.625	1/12/23	99,78	MS+27	EUR	Aa2		
16/11/16	COMMERZBANK	500	0.125	23/2/23	99,66	MS-12	EUR	Aaa		AAA
22/11/16	SP MORTGAGE BANK	500	0.10	29/11/21	99,91	MS+2	EUR		AAA	
23/11/16	UBS	1250	1.50	30/11/24	99,77	MS+108	EUR		A-	A

Fuente: Bond Radar, BS Análisis

Agencias

Fecha	Emisor	Volumen (M)	Cupón	Vto.	Re-offer	Spread	Divisa	Moody´s	S&P	Fitch
24/10/16	RENTENBANK	500	0.625	31/10/36	98,81	MS-16	EUR	Aaa	AAA	AAA
25/10/16	KOMMUNEKRED	500	0.875	3/11/36	97,80	MS+13	EUR	Aaa	AAA	
27/10/16	SNCF RESEAU	900	1.00	9/11/31	98,57	FRTR+31	EUR	Aa2	AA	AA
10/11/16	NRW.BANK	500	0.375	17/11/26	99,07	MS-17	EUR	Aa1	AA-	AAA
15/11/16	BAYERNLABO	500	0.625	23/11/26	99,98	MS-7	EUR	Aaa		
22/11/16	AGENCE FRANCE DEVELOP	850	0.375	30/4/24	99,98	FRTR+15	EUR		AA	AA
23/11/16	CAFFIL	500	1.125	1/12/31	99,47	MS+17	EUR	Aaa	AA+	AA
26/10/16	LAND NRW	1000	1.00	3/11/46	96,81	MS+18	EUR	Aa1	AA-	AAA
27/10/16	LAND SCHLESWIG HOLSTEIN	500	0.05	4/11/24	99,64	MS-20	EUR			AAA
2/11/16	LAND BERLIN	250	0.625	25/8/36	94,35	MS flat	EUR	Aa1		AAA
2/11/16	LOWER SAXONY	250	0.00	2/8/24	99,42	MS-19	EUR			AAA
14/11/16	LOWER SAXONY	100	0.50	8/6/26	100,03	MS-18	EUR			AAA
17/11/16	LAND SCHLESWIG HOLSTEIN	300	0.00	27/7/18	100,63	MS-22	EUR			AAA
22/11/16	LAND NRW	1000	0.20	16/2/24	99,94	MS-14	EUR	Aa1	AA-	AAA
25/10/16	AUSTRIA	2000	1.50	2/11/86	98,72	RAGB+53	EUR	Aa1	AA+	AA+
25/10/16	AUSTRIA	3000	0.00	15/7/23	101,29	MS-28	EUR	Aa1	AA+	AA+
26/10/16	EFSF	2000	0.40	31/5/26	101,72	MS-19	EUR	Aa1	AA	AA
2/11/16	EIB	500	0.00	15/3/24	100,27	MS-27	EUR	Aaa	AAA	AAA

Fuente: Bond Radar, BS Análisis

Emisores españoles

Fecha	Emisor	Volumen (M€)	Cupón	Vto.	Re-offer	Spread	Divisa	Moody´s	S&P	Fitch
25/10/16	BANCO DE CREDITO SOCIAL COOPEI	100	9.00	3/11/26	100,00	9.00%	EUR			B+
2/11/16	ABERTIS INFRA	500	1.00	27/2/27	97,34	MS+75	EUR		BBB	BBB+
9/11/16	BANCO MARE NOSTRUM	175	9.00	16/11/26	100,00	MS+896	EUR			BB-
14/11/16	BBVA	1000	0.875	22/11/26	99,34	MS+23	EUR	Aa2		
16/11/16	CAJA RURAL NAVARRA	500	0.625	1/12/23	99,78	MS+27	EUR	Aa2		
24/11/16	IBERDROLA GREEN BOND	500	0.50	7/3/23	99,70	MS+95	EUR	Baa1 pos	BBB+ est	BBB+ est

Fuente: Bond Radar, BS Análisis

Emisores No Financieros Europeos

Fecha	Emisor	Volumen (M)	Cupón	Vto.	Re-offer	Spread	Divisa	Moody´s	S&P	Fitch
24/10/16	IREN SPA	500	0.875	4/11/24	98,97	MS+80	EUR			BBB
25/10/16	DANONE	1600	1.208	3/11/28	100,00	MS+65	EUR	Baa1	BBB+	
25/10/16	DANONE	1250	0.709	3/11/24	100,00	MS+50	EUR	Baa1	BBB+	
25/10/16	DANONE	1000	0.424	3/11/22	100,00	MS+40	EUR	Baa1	BBB+	
25/10/16	DANONE	1000	0.167	3/11/20	100,00	MS+28	EUR	Baa1	BBB+	
25/10/16	DANONE	1350	E+15	3/11/18	100,00	E+15	EUR	Baa1	BBB+	
25/10/16	MERLIN PROPERTIES	800	1.875	2/11/26	98,93	MS+160	EUR	Baa2	BBB	
26/10/16	DOMUS VI	128	6.875	15/8/21	106,00	5.51%	EUR	B2		
26/10/16	SNAI	250	E+600	26/11/21	99,00		EUR	NA		
26/10/16	SNAI	320	6.735	26/10/16	100,00	B+681	EUR	NA		
26/10/16	VERIZON	1250	1.375	2/11/28	99,30	MS+83	EUR	Baa1	BBB+	A-
26/10/16	VERIZON	1000	0.875	26/10/16	99,43	MS+65	EUR	Baa1	BBB+	A-
26/10/16	DOMUS VI	200	E+425	15/11/21	100,00	E+425	EUR	B2	B	
26/10/16	VERIZON	1000	0.50	2/6/22	99,86	MS+50	EUR	Baa1	BBB+	A-
26/10/16	MERCK & CO	500	1.375	2/11/36	99,26	MS+50	EUR	A1	AA	
26/10/16	MERCK & CO	500	0.50	2/11/24	99,70	MS+28	EUR	A1	AA	
26/10/16	ORANGE	750	0.875	3/2/27	99,54	MS+45	EUR	Ba1	BBB+	BBB+
27/10/16	BUT SAS	380	5.50	15/11/24	100,00	B+565	EUR	B3	B	B+
27/10/16	PPG	300	0.00	3/11/19	99,63	MS+25	EUR	A3	A-	A-
27/10/16	PPG	600	0.875	3/11/25	98,84	MS+60	EUR	A3	A-	A-
27/10/16	PUBLICIS	500	0.50	3/11/23	98,64	MS+50	EUR	Baa2	BBB+	
27/10/16	SIXT	250	1.125	2/11/22	99,06	MS+120	EUR	NR	NR	NR
28/10/16	OWENS-ILLINOIS	500	3.125	15/11/24	100,00	B+326	EUR	Ba3	BB	
28/10/16	WIND HELLAS	250	10.00	1/11/21	98,00	B+1092	EUR		B	B
28/10/16	WHIRLPOOL	500	1.25	2/11/26	98,71	MS+87	EUR	Baa1	BBB	BBB
28/10/16	TEOLLISUUDEN	500	2.625	13/1/23	99,45	MS+260	EUR		BB+	BBB
1/11/16	CODERE	500	6.75	1/11/21	100,00	B+712	EUR	B2	B	
2/11/16	AROUNDTOWN PROPERTY	150	1.50	15/7/24	96,30	MS+175	EUR		BBB	
2/11/16	STATOIL	600	1.625	9/11/36	99,86	MS+68	EUR	Aa3	A+	
2/11/16	STATOIL	600	0.75	9/11/26	98,82	MS+38	EUR	Aa3	A+	
2/11/16	FONTERRA	350	0.75	8/11/24	99,21	MS+55	EUR		A-	A
2/11/16	ABERTIS INFRA	500	1.00	27/2/27	97,34	MS+75	EUR		BBB	BBB+
2/11/16	G4S	500	1.50	9/1/23	99,90	MS+140	EUR		BBB-	
2/11/16	DOVER CORP	600	1.25	9/11/26	99,02	MS+85	EUR	A3	A-	A-
3/11/16	AUTODIS	260	E+437.5	1/5/22	100,00	E+437.5	EUR	B2	B	
3/11/16	AUTODIS	260	4.375	1/5/22	100,00	B+477.1	EUR	B2	B	
3/11/16	GUALA CLOSURES	510	E+475	15/11/21	100,00	E+475	EUR	B2	B	
3/11/16	RENAULT	750	0.625	10/11/21	99,99	MS+60	EUR	Baa1	BBB	
3/11/16	BASF	500	0.75	10/11/26	99,00	MS+33	EUR	A1	A	
3/11/16	BASF	1000	0.00	10/11/20	99,60	MS+15	EUR	A1	A	
3/11/16	CAPGEMINI	500	0.50	9/11/21	99,77	MS+52	EUR		BBB	
4/11/16	SYNLAB BONDCO	940	E+350	1/7/22	100,00	E+350	EUR	B2	B+	B+
7/11/16	ICADE	500	1.125	17/11/25	98,97	MS+82	EUR		BBB+	
10/11/16	BUNGE	200	1.85	16/6/23	102,79	MS+110	EUR	Baa2	BBB	BBB
10/11/16	NEDERLANDSE GASUNIE	300	0.00	18/11/19	100,00	MS+5.9	EUR	A2	AA-	
14/11/16	ABBVIE INC	750	2.125	17/11/28	99,80	MS+125	EUR	Baa2	A-	
14/11/16	ABBVIE INC	1450	1.375	17/5/24	99,78	MS+95	EUR	Baa2	A-	
14/11/16	ABBVIE INC	1400	0.375	18/11/19	99,73	MS+50	EUR	Baa2	A-	
15/11/16	PERSTORP	200	E+762.5	30/6/21	100,00	E+762.5	EUR	B3		
15/11/16	PERSTORP	285	7.625	30/6/21	100,00	B+802	EUR	B3		
15/11/16	MYLAN	750	3.125	22/11/28	98,99	MS+237	EUR	Baa3	BBB-	BBB-
15/11/16	MYLAN	1000	2.25	22/11/24	99,73	MS+180	EUR	Baa3	BBB-	BBB-
15/11/16	MYLAN	750	1.25	23/11/20	99,57	MS+132	EUR	Baa3	BBB-	BBB-
15/11/16	UNIBAIL	500	0.875	21/2/25	99,05	MS+50	EUR		A	A+
15/11/16	MYLAN	500	E+87	22/11/18	100,00	E+87	EUR	Baa3	BBB-	BBB-
15/11/16	DAIMLER	250	0.125	22/11/19	100,00	MS+18	EUR	A3	A	A-
16/11/16	EASTMAN CHEMICAL	200	1.50	26/5/23	101,72	MS+90	EUR	Baa2	BBB	BBB
16/11/16	EASTMAN CHEMICAL	500	1.875	23/11/26	99,31	MS+125	EUR	Baa2	BBB	BBB
16/11/16	APRR	500	1.875	6/1/31	98,27	MS+102	EUR		A-	BBB+
16/11/16	APRR	500	1.25	6/1/27	98,76	MS+67	EUR		A-	BBB+
16/11/16	AKELIUS	600	1.50	23/1/22	99,39	MS+145	EUR		BBB-	
17/11/16	VIVENDI	600	1.125	24/11/23	99,80	MS+80	EUR	Baa2	BBB	
22/11/16	SES SA	550	5.625	Perpetual	99,30	MS+540.1	EUR	Ba1	BB+	
22/11/16	BP CAPITAL	925	1.117	25/1/24	100,00	MS+77	EUR	A2	A-	
22/11/16	SUEDZUCKER	300	1.25	29/11/23	99,69	MS+97	EUR		BBB-	
22/11/16	GRENKELEASING	150	1.125	2/2/22	99,37	MS+113	EUR		BBB+	
22/11/16	HEINEKEN	500	1.375	29/1/27	99,65	MS+75	EUR	Baa1	BBB+	
23/11/16	ASML	750	1.625	28/5/27	99,68	MS+95	EUR	Baa1		BBB+
23/11/16	CRAMO	150	2.375	28/2/22	99,95	MS+225	EUR	NR	NR	NR
23/11/16	ADECCO	500	1.00	2/12/24	99,16	MS+65	EUR	Baa1	BBB+	

Fuente: Bond Radar, BS Análisis

Dirección Análisis

Assistants

Ana Torrente: TorrenteA@bancsabadell.com
Isabel Riera: Rieral@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: RomeroIgnacio@bancsabadell.com

Distribución, retail, logística, alimentación y bebidas

Ignacio Romero: RomeroIgnacio@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: RomeroIgnacio@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 periodo 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. 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.

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 7 de agosto de 2015, 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: BANCO COMERCIAL PORTUGUÉS, FLUIDRA, S.A. y 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.