

Newsletter Mensual

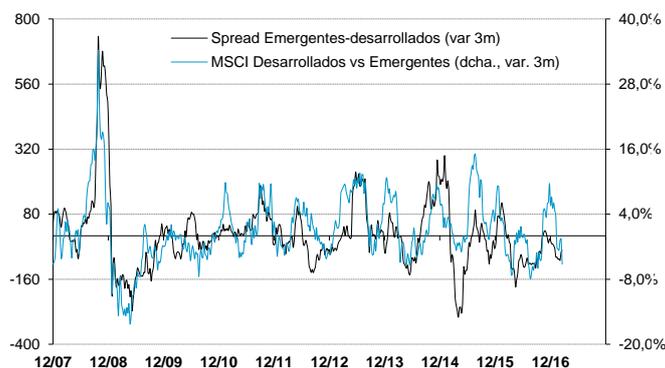
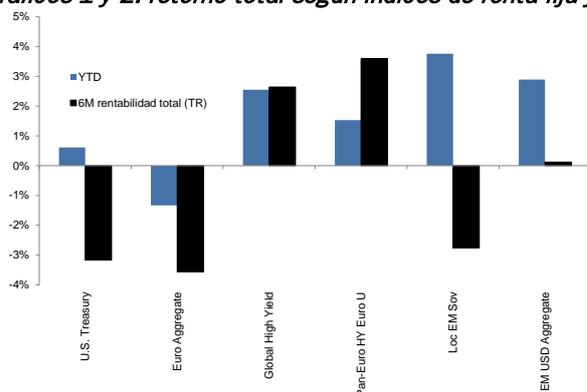
La renta variable sigue instalada en el optimismo

MEJORAMOS LA VISIÓN DE LOS EMERGENTES EQUIPARÁNDOLA CON LA DE LOS DESARROLLADOS

Desde inicio de año, las **bolsas emergentes** se han revalorizado un +8,1% (+8,0% desde que D. Trump fue elegido Presidente) frente al +4,1% de los desarrollados (+12,2%). En cuanto a la **renta fija emergente** lleva un +2,3% en 2017 (+0,7% desde Trump) frente al +1,7% (-3,6%) de la renta fija global. En **ciclos económicos normales** (con políticas monetarias ortodoxas) el diferencial de la deuda soberana de emergentes respecto a desarrollados solía estrechar en las primeras etapas de subidas de tipos de interés por parte de la FED, mientras que tendían a estabilizarse al final del ciclo de subidas para volver a repuntar cuando la FED recortaba los tipos de interés debido al deterioro macro. Sin embargo, la introducción de **las políticas monetarias heterodoxas** que se han aplicado en Estados Unidos (y que todavía están en vigor en la Zona Euro) **han alterado el ciclo nominal de tipos de interés**. Con esto, **no tendría por qué darse un repunte de los diferenciales de la deuda soberana emergente con la misma intensidad que en anteriores ciclos alcistas de tipos de interés** ante las próximas subidas de la FED de 2017 y 2018. De esta forma, creemos que la rentabilidad extra que ofrece la deuda corporativa emergente en dólares, tanto de la de mayor riesgo como de que tiene grado de inversión, respecto a la deuda corporativa de Estados Unidos es reducida (y no cabría que aumentara de forma sustancial) al tiempo que la reforma fiscal de D.Trump podría seguir soportando los diferenciales de deuda corporativa en Estados Unidos.

Por otro lado, según datos del Instituto Internacional de Finanzas, si bien **la deuda en los países emergentes** (sin contar el sector financiero) ha subido en los últimos 10 años (un +33% frente a la media desde 1996) **en términos de peso sobre el PIB, todavía se encuentra un -19% por debajo del endeudamiento medio de los países desarrollados** desde 1996 (actualmente en el 279% PIB, un +23% frente a su media histórica). Del mismo modo, **las empresas de los emergentes están menos endeudadas que las de los desarrollados**. Así, el ratio de endeudamiento Deuda Neta/EBITDA de las empresas del MSCI Emergentes, aunque en comparación con el ratio del MSCI Desarrollados no ha parado de subir en los últimos años, el endeudamiento se sitúa en niveles de 1,7x frente a 2,4x de los desarrollados pero **con mucho mayor potencial de recuperación en el ciclo de beneficios de los emergentes** (sobre todo tras las fuertes revisiones a la baja de los años anteriores). En este sentido, según los datos recogidos por el MSCI emergentes, los beneficios se situarían un -20% por debajo del beneficio medio de los últimos 10 años (-80% en LatAm, -59% en Europa y -0,1% en Asia. Por **valoración**, los índices de renta variable emergentes serían más atractivos con una perspectiva a medio largo plazo. Así, el PER ajustado por ciclo de los emergentes está un -16% por debajo de la media histórica frente a un -2% de los desarrollados con crecimiento tendencial nulo de los beneficios. En términos de P/VC los emergentes cotizan con un descuento del -19% respecto al P/VC relativo medio frente a desarrollados). Teniendo en cuenta todo lo anterior **subimos nuestra recomendación en bolsas emergentes a Neutral frente a las desarrolladas. Nuestro índice preferido es el Bovespa** que se verá además favorecido por la continuación de las rebajas de tipos de interés desde el 12,25% actual y que el consenso espera que continúen a lo largo del año hasta el 9,0%. **Por regiones**, puesto que los emergentes en Europa presentan un menor endeudamiento que LatAm (ligeramente mayor que Asia), **nuestra preferencia entre los Emergentes sería primero Europa, seguido de Latam y por último Asia.**

Gráficos 1 y 2: retorno total según índices de renta fija y emergentes frente a desarrollados (diferencial frente a MSCI)



Fuente: Reuters-Datastream, Bloomberg y BS Análisis

PRÓXIMOS EVENTOS A TENER EN CUENTA

Reuniones y comunicados Bancos Centrales: En **Europa**, 06/04 Actas del BCE correspondientes a la reunión del 9 de marzo. En **Estados Unidos**: 05/04 Actas de la FED correspondientes a la reunión del 15 de marzo.

OTROS EVENTOS: el 07-08/04 Eurogrupo en Malta; 19/04 Libro Beige de la Reserva Federal; el 23/04 primera ronda de las elecciones presidenciales en Francia; el 29/04 Consejo Europeo para decidir directrices de la negociación del *Brexit* con el Reino Unido,

LA MACRO DEL MES Y LA QUE VIENE

En su informe provisional, la **OCDE** mantiene sus previsiones de crecimiento global para 2017/18 en 3,3%/3,6% (frente al 3,0% en 2016) pero alerta de los riesgos como el creciente proteccionismo, la vulnerabilidad financiera y la potencial volatilidad de las diferentes políticas monetarias de Estados Unidos y la Zona Euro.

Después de la reunión del **G20**, el **Consejo de Estabilidad Financiera (FSB)** ha advertido del riesgo de pérdida de impulso de la implementación completa de las normas internacionales para la reforma financiera aprobadas tras la crisis de 2008.

De los datos macro del mes en Estados Unidos destacó el repunte del ISM Manufacturero de febrero hasta niveles no vistos desde 2014. En **Europa** el PMI Manufacturero preliminar de marzo se situó en máximos de los últimos 71 meses y en **España** la inflación de febrero se situó en el 3,0%.

En abril esperamos: Estados Unidos, estimación final PIB 4T. **Europa** indicadores adelantados. **España y China**, PMI Manufacturero.

EVOLUCIÓN DE DIVISAS Y MATERIAS PRIMAS

En **divisas**, el **euro** se aprecia contra el dólar ante el mensaje ligeramente cauto de la FED tras la subida de tipos de interés de marzo. Entre las **materias primas**, las **industriales** suben ligeramente por las restricciones de oferta en LatAm y el veto a la exportación en Filipinas. El **petróleo** se desploma un -10,0% en el mes ante el aumento del nivel de inventarios en Estados Unidos y las dudas sobre una prórroga al segundo semestre del acuerdo vigente de la OPEP de reducción de la producción. Por su parte, el **oro** se revaloriza ligeramente.

Renta Variable: Mantenemos la recomendación de VENDER Bolsa

Con nuestro nuevo escenario de un repunte de la rentabilidad de la deuda alemana a finales de 2017, que revisamos hasta un rango de 0,65%/0,8% desde el 0,3% anterior, **mantenemos nuestra apuesta de neutralidad entre sectores y valores growth y value y también entre cíclicos y defensivos** ante expectativas (aún por materializarse) de políticas fiscales más expansivas en Estados Unidos y preferencia por las financieras.

Así, **con las expectativas de un escenario macro más positivo desde 2018 mantenemos nuestras valoraciones a diciembre 2017 del IBEX 35, el Euro STOXX 50 y el S&P 500 en 9.500, 3.250 y 2.300 puntos respectivamente**. Aunque algunas bolsas han retrocedido ligeramente en las últimas semanas otras han subido con lo que el potencial alcista de los índices continúa agotado. Con todo, la valoración de las bolsas seguiría siendo ajustada con respecto a nuestro escenario macro y estarían descontando sustanciales revisiones de beneficios al alza que no contemplamos. **En este contexto, los riesgos** (políticos en Europa, de ejecución presupuestaria y cambios impositivos en Estados Unidos) **no estarían compensados por lo que mantenemos nuestra recomendación direccional de las Bolsas en VENDER**.

Dentro de los **índices**, como indicábamos antes, **subimos nuestra preferencia por los mercados emergentes a Neutral equiparándola respecto a los desarrollados**. Entre los emergentes **subimos la recomendación al Bovespa a Neutral** desde infraponderar. Entre los desarrollados, **mantenemos la preferencia por el Footsie y el S&P 500**. En **Europa**, **mantenemos en Neutral** Suiza junto con el Euro STOXX 50, el DAX y el CAC), mientras **los periféricos (IBEX 35 y MIB) siguen en Infraponderar**.

Entre los **sectores**, **continúan en Sobreponderar Seguros** dentro de los financieros (bancos Neutral), **Energía e Industriales junto con Tecnología** entre los cíclicos y **Retail** entre defensivos.

Renta Fija: menor aversión al riesgo y búsqueda de rentabilidad en crédito

Las **rentabilidades periféricas a largo plazo** ampliaron en un mes marcado por el tono más hawkish del BCE (posibilidad de subir tipos antes de finalizar el QE) y la primera subida de tipos del año por parte de la Fed. **En la periferia, a pesar de la menor incertidumbre política en Francia**, el 10 años español amplió desde el 1,67% hasta el 1,70% mientras que Italia abarató desde el 2,18% hasta el 2,25%. En **Portugal**, el 10 años amplió desde el 3,94% hasta el 4,14% afectado por la disminución progresiva en las compras del BCE. **En Grecia**, sigue sin llegarse a un acuerdo acerca de la segunda revisión del programa de ayuda, el 2 años lo recogió repitió en el 8,04%.

En deuda core, declaraciones desde el BCE dejando abierta a repuntes de tipos antes de finalizar el QE, provocaron **repuntes en el 2 años alemán desde el -0,89% hasta el -0,78%** a la vez que el 10 años amplió desde el 0,23% hasta el 0,40%, dejando una pendiente 2-10 años en 120 puntos básicos desde los 130 anterior. Con todo, la **prima de riesgo española estrechó hasta los 130 puntos básicos** y la italiana estrechó hasta los 185 puntos básicos. En **Estados Unidos** el 10 años cotizó sin apenas cambios en el 2,40%, **tras haber alcanzado el 2,60% post reunión de la Fed y lastrado posteriormente por la incertidumbre en torno a la política fiscal de Trump**. El mercado descuenta una tercera subida de tipos para diciembre'17 con un 34% de probabilidad.

No hay cambios de posicionamiento. Continuamos en Infraponderar soberano euros frente a crédito. En concreto, seguimos sobreponderando deuda americana frente a la deuda core europea. Por otro lado, dentro de la periferia mantenemos en sobreponderar primas de riesgo española frente al resto por la menor incertidumbre política.

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

En cuanto a nuestros **emisores favoritos** mantenemos **Telefónica** (senior, híbrido y Telefónica Colombia en dólares), **Repsol, Gas Natural y ACS**. En **híbridos**, también mantenemos nuestra recomendación en **Telefónica en sobreponderar** esperando mayor desapalancamiento y en **Repsol** a pesar del buen comportamiento registrado.

Por su parte, en **Financieros**, seguimos Neutral en senior frente el Benchmark de crédito y **Sobreponderamos Subordinados e híbridos frente a Senior**.

En cuanto al resto de activos de Renta Fija, en **cédulas hipotecarias seguimos Neutral frente a financiero senior y positivos en Soberanos frente a cédulas** (diferencial entre ambos en máximos desde sept'15).

ENTORNO MACROECONÓMICO: TEMAS DESTACADOS DEL MES

En Estados Unidos, la FED sube los tipos de interés y mantiene un mensaje positivo en crecimiento

En Europa, el Reino Unido activará el artículo 50 del Tratado de Lisboa el próximo 29 de marzo

En España, el rechazo del Congreso a la liberalización de la estiba podría suponer la vuelta a la parálisis política

En Estados Unidos, en la reunión del 16 de marzo, la FED subió en 25 puntos básicos el tipo de interés de los Fondos Federales hasta situarlo en el rango de 0,75%-1,0% manteniendo el optimismo sobre el crecimiento económico

En Estados Unidos y en relación a la política monetaria, en la reunión del 16 de marzo la FED subió el tipo de interés de los fondos federales en 25 puntos básicos dejando la horquilla entre el 0,75% y el 1,0% manteniendo su optimismo en cuanto a crecimiento. En concreto, los miembros se mostraron más positivos respecto a la evolución de la inversión y reconocieron que la inflación ya está cerca de su objetivo del 2,0%. En materia de tipos de interés, la FED siguió apostando por el mismo ritmo de subidas que ya había ido definiendo en las últimas semanas con tres subidas de 25 puntos básicos en 2017 (una ya realizada) y otras tres en 2018. En todo caso, la presidenta, J. Yellen, se mostró relativamente cauta en su mensaje y destacó que la reducción del balance de la Autoridad Monetaria se producirá cuando se encuentre muy avanzada la normalización de los tipos de interés. En cuanto a la **macro**, la FED mantuvo casi inalteradas las previsiones de crecimiento e inflación aunque se hizo eco de la mejoría de los indicadores de inversión y de la solidez del mercado laboral. Con todo ello, la FED califica como equilibrados los riegos a corto plazo sobre las previsiones económicas.

D. Trump retrasa la puesta en marcha de la reforma fiscal hasta que sea aprobada la modificación de la legislación sanitaria (Obamacare) heredada de la anterior administración

Por el lado **político**, **D. Trump ha pospuesto la aprobación de la reforma fiscal hasta que sea aprobada la sustitución de la ley de reforma de la sanidad** (conocida como *Obamacare*) decidida en la anterior legislatura. La votación sobre esta reforma, prevista para el jueves 23 de marzo, se ha pospuesto al viernes 24 con amenaza de ultimátum por parte de D. Trump. La razón de esta demora sería las dificultades para alcanzar un consenso dentro del Partido Republicano por la **reticencia de algunos congresistas a implantar una nueva legislación que podría suponer la pérdida de cobertura sanitaria para una parte de sus votantes** (y un descenso del déficit público menor de lo anteriormente previsto (150.000 millones de dólares en una década frente a los 337.000 millones de dólares), con el posible impacto negativo de cara a las elecciones legislativas de noviembre 2018. En cuanto a las **relaciones exteriores**, siguen las tensiones con México a pesar de que como antesala al comienzo de la renegociación del NAFTA en verano, el nuevo gobierno americano ha declarado, a través del nuevo director de política comercial, P. Navarro, su intención de impulsar la región (Estados Unidos, México y Canadá) como una potencia manufacturera fuerte. Sin embargo, **la nueva administración norteamericana mantiene el discurso proteccionista en la reunión del G20** donde ha conseguido que se elimine del comunicado final la condena al proteccionismo de ocasiones anteriores al tiempo que ha alertado que podría fomentar la renegociación de los acuerdos multilaterales de la Organización Mundial del Comercio (OMC).

Respecto a la macro del mes, los últimos indicadores de actividad económica publicados son positivos apuntando a un crecimiento en el primer trimestre en torno al 2,0% trimestral anualizado, ligeramente por encima del 1,9% previsto por el consenso, en línea con el alcanzado en el cuarto trimestre. Por componentes, los pedidos de bienes de capital anticipan una recuperación de la inversión en bienes de equipo hasta el 2,5% interanual frente a una contracción del -3,5% en el cuarto trimestre.

En la reunión del 9 de marzo el BCE mantuvo la política monetaria aunque lanzó un mensaje más optimista en cuanto a la macro revisando al alza las previsiones de crecimiento e inflación

Mientras tanto en la Euro Zona, en la reunión del BCE del 9 de marzo no hubo cambios de política monetaria con lo que ya en abril las compras mensuales disminuirán a 60.000 millones de euros por mes en lugar de los 80.000 millones hasta ahora. En cuanto al **mensaje**, M. Draghi se mostró **más optimista** en cuanto al crecimiento al reconocer que si bien los riesgos siguen siendo a la baja, son menos acusados. En el aspecto macro, el BCE se mostró especialmente positivo respecto al consumo privado y revisó al alza tanto las previsiones de PIB de la Zona Euro en 2017/18 hasta 1,8%/1,7% (frente a 1,7%/1,6%) como de inflación hasta 1,7%/1,6% (frente a 1,3%/1,5% anterior) aunque según la Autoridad Monetaria el objetivo de inflación del 2,0% no se alcanzaría hasta 2019.

En Europa, T. May anuncia que el Reino Unido invocará el artículo 50 del Tratado de Roma el 29 de marzo

En el ámbito **político-institucional** en **Europa, la primera ministra T. May ha anunciado que el próximo 29 de marzo solicitará formalmente la desconexión del Reino Unido de la UE** con la activación del artículo 50 del Tratado de Lisboa. Se inicia así un **proceso** que durará al menos dos años y que **parte con una profunda desavenencia** sobre la compensación a la que el Reino Unido debería hacer frente por los compromisos asumidos anteriormente como miembro de la UE. Según fuentes comunitarias la cifra rondaría los 60.000 millones de euros mientras que el ejecutivo británico opina que no tiene pagos pendientes con la UE por lo que el asunto podría acabar en los tribunales.

Por otro lado, en **Holanda**, las elecciones generales se saldaron con la **victoria del Partido Popular de la Libertad y la Democracia (VVD) del primer ministro M. Rutte**, relegando al segundo puesto al Partido de la Libertad (PVV) del candidato euroescéptico G. Wilders. **Mientras, en Francia** se ha iniciado la campaña electoral de las elecciones presidenciales. En el primer debate entre los principales candidatos para alcanzar la presidencia (E. Macron, M. Le Pen, F. Fillon y J.L. Melenchon), **el independiente E. Macron** ha resultado vencedor lo que le **revalida como favorito de cara a la segunda ronda** (7 de mayo) mientras que para la primera ronda (23 de abril) en las últimas semanas continúa el empate técnico entre E. Macron y la líder del partido euroescéptico Frente Nacional, M. Le Pen. Por su parte, en **Alemania**, en el congreso del **Partido Socialista (SPD)** el hasta ahora presidente del Parlamento Europeo, **M. Schulz, ha sido elegido oficialmente como candidato** por unanimidad para las elecciones federales del 24 de septiembre. Ante esta elección, las últimas encuestas muestran a su partido empatado con la CDU-CSU de A. Merkel (en torno al 30% cada uno) aunque M. Schulz sería el candidato mejor valorado adelantando a la actual canciller en más de 15 puntos porcentuales en intención de voto. Con estos resultados, **se modera el riesgo político en Europa**.

Por el contrario, **ha aumentado la tensión entre la UE y Turquía** por la negativa de Holanda y Alemania de que políticos turcos hagan campaña en sus respectivos países de cara al referéndum constitucional que se celebrará el 16 de abril en Turquía encaminado a ampliar los poderes ejecutivos del actual presidente. R. Erdogan. Ante esta situación, **Turquía ha amenazado con dejar sin efecto el pacto migratorio firmado en 2016 con la UE** el cual lo que supondría un nuevo aumento muy considerable de la presión migratoria en Europa tras la importante disminución de la llegada de migrantes lograda por la puesta en marcha del acuerdo. **Grecia** sería uno de los países más afectados en caso de que se produjera esta hipotética ruptura en un contexto en que aún no se ha alcanzado un entendimiento entre el gobierno griego y la Comisión Europea sobre la segunda revisión del tercer rescate.

En el **ámbito financiero**, el **BCE** ha aprobado **la versión definitiva de su guía para el tratamiento de los préstamos morosos** en la que se incluyen las estrategias a adoptar por las entidades en materia de gobernanza y gestión de riesgos. En lugar de establecer criterios cuantitativos para la reducción de la morosidad, el BCE ha optado por permitir a los bancos que establezcan sus propias políticas de carácter interno o externo incluyendo la venta de carteras de préstamos morosos.

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

En España, el rechazo del Congreso a la liberalización de la estiba propuesta por el gobierno condicionaría la actividad del Ejecutivo

En **España, el rechazo del Congreso** a la propuesta del gobierno sobre la **liberalización de la estiba** exigida por Bruselas **podría suponer un nuevo período de parálisis política**. En este sentido, **también están pendientes de aprobación los Presupuestos 2017** a la espera de que el PSOE esté en disposición de apoyarlos una vez conocido el resultado de las elecciones primarias del PSOE del próximo 26 de marzo en las que concurren los candidatos S. Díaz, P. López y P. Sánchez.

En cuanto a **datos macro, éstos han sido mixtos**. Así, el PMI de Manufacturero de febrero decepcionó mientras que el PMI de Servicios sorprendió al alza por la aceleración de los nuevos pedidos aunque con estrechamiento de márgenes. Por otro lado, la OCDE ha elevado su previsión de crecimiento del PIB para 2017 hasta el 2,5% frente al 2,3% anterior pero alerta sobre el todavía elevado nivel de desempleo y la escasa calidad del empleo creado.

Por último, en los países emergentes, la Asamblea Anual del Partido Comunista de China ha fijado como suelo para el crecimiento del PIB en 2017 el 6,5% (frente a un rango objetivo en 2016 en 6,5%/7,0%) estableciendo como soporte de la demanda agregada la política fiscal. No obstante, y con el objetivo de promover un menor crecimiento del crédito compatible con una mayor estabilidad al sistema financiero, el banco central ha vuelto a incrementar (por segunda vez este año) el tipo de interés de algunas de sus operaciones de financiación a corto y medio plazo. En cuanto a los **datos** agregados de **enero y febrero** publicados, éstos han sido **mixtos** con sorpresas positivas en el ritmo de crecimiento de la producción industrial y de la inversión en activos fijos mientras que tanto las ventas al por menor como las exportaciones y exportaciones decepcionaron con desplome del superávit comercial.

DIVISAS Y MATERIAS PRIMAS

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

El euro se aprecia frente al dólar con riesgo al alza de la inflación

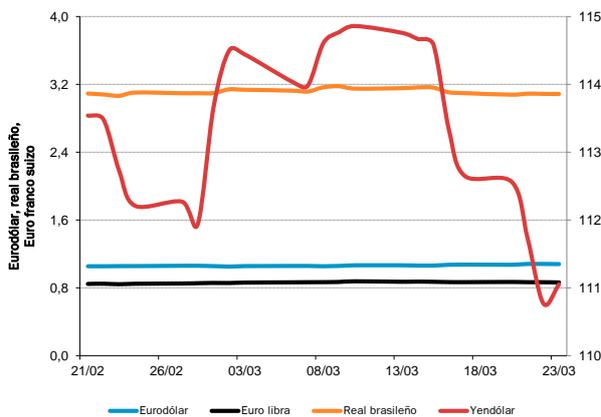
El yen se aprecia frente al dólar mientras que la libra cede posiciones frente al euro

El real brasileño queda plano frente al dólar

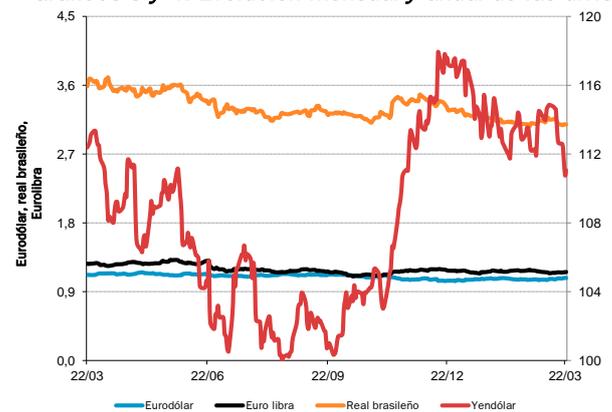
El dólar pierde terreno frente a la mayoría de las divisas emergentes destacando el peso mexicano y rand sudafricano mientras el euro solo cede ante esas dos divisas. **La divisa americana** se ha depreciado en el mes frente al euro (-2,3%) ante el estrechamiento del diferencial entre el bono americano y el alemán de 10 puntos básicos y el mensaje relativamente cauto de la FED tras la reunión de tipos del 15 de marzo en relación a la disminución de su balance, muy aumentado con el programa ya finalizado de compra de bonos. El euro, por su parte, se ha visto relativamente fortalecido por las declaraciones de algunos miembros del BCE de que podría haber un aumento del tipo de interés de depósito (ahora en el -0,4%) antes de la finalización del programa de compra de bonos inicialmente prevista para diciembre de 2017.

El **yen**, tras un mes de comportamiento volátil que le ha llevado a cotizar cerca de los 115 yenes/dólar, se ha apreciado un +2,2% frente al dólar hasta los 111,05 yenes/dólar a pesar de que el gobernador del Banco Central ha destacado que una subida de la inflación hasta el 1,0% no supondrá una rápida subida de los tipos de interés. La **libra esterlina** contra el euro se deprecia un -2,0% en el mes ante la inminencia de la solicitud de separación de la UE (día 29) y pese a que algunos miembros del Banco Central se mostraron favorables a una subida de tipos en un plazo no muy lejano y que la inflación de febrero ha superado en tres décimas el objetivo de la Autoridad Monetaria del 2,0%

Por su parte, el **real brasileño** ha acabado el mes prácticamente plano frente al dólar, aunque ha llegado a depreciarse un -2,7%, por la mejora de las perspectivas de crecimiento y los positivos datos macro conocidos. Además, el gobierno ha anunciado que impulsará un plan de inversiones en los sectores de energía, transporte y sanidad por 14.400 millones de dólares con financiación privada.



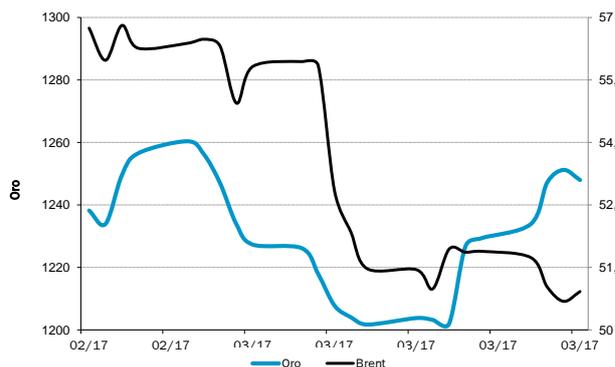
Gráficos 3 y 4: Evolución mensual y anual de las divisas



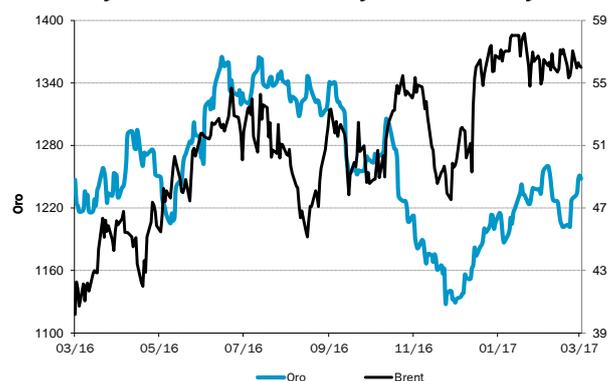
Fuente: BS Análisis

En el mes, los metales industriales suben y el petróleo se hunde; el oro sube ante la depreciación del dólar

En cuanto a **commodities**, los **metales industriales** ganan un +3,3% en el mes por huelgas en Chile y Perú y veto a la exportación en Filipinas. Por su parte, el **Brent** se ha desplomado un -10,3% ante las dudas de que la OPEP prorrogue al segundo semestre el recorte de la producción y el aumento de los inventarios en Estados Unidos. Por último, el **oro** sube un 0,8% ante la depreciación del dólar.



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



Fuente: BS Análisis

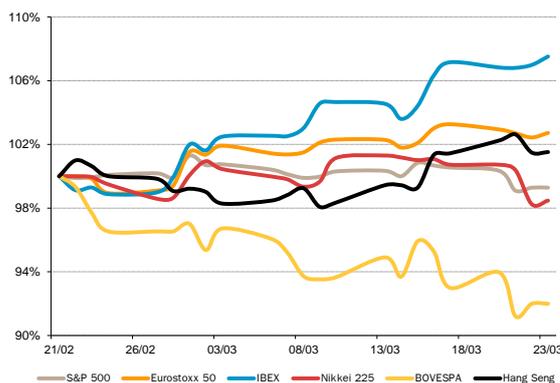
RENDA VARIABLE: EVOLUCIÓN DEL MES, REVISIÓN BENEFICIOS, RECOMENDACIONES ESTRATEGIA

Bolsas mixtas en marzo, destacando las europeas (periféricas) al alza

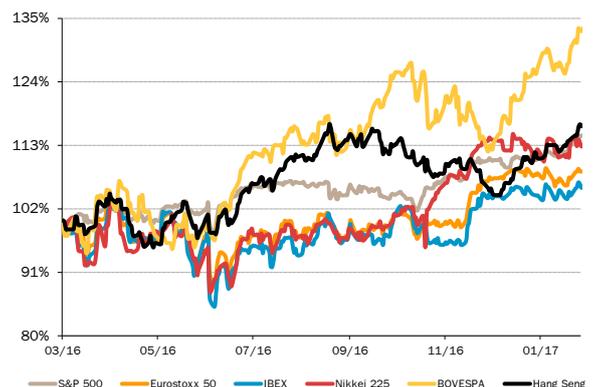
Las bolsas americanas han acogido con ligeras caídas las dificultades que de momento está encontrando la nueva administración de D. Trump para la puesta en práctica de las medidas expansivas (reforma fiscal y programa de infraestructuras) contenidas en su programa electoral (ver la parte macro, página 3, Estados Unidos). Estas dudas sobre el escenario de un mayor crecimiento e inflación en Estados Unidos gracias al aumento de la inversión y del gasto privado por la mayor renta disponible ha supuesto que las rentabilidades de la deuda pública americana apenas se hayan movido respecto al mes anterior al difuminarse el repunte que experimentaron tras la subida de la tipos de la Reserva Federal en la reunión del 15 de marzo. También ha afectado a las bolsas en Estados Unidos americanas la caída del precio del petróleo precisamente por el aumento de los inventarios en este país a un nivel récord tanto por el aumento de las importaciones como de la producción nacional. Con todo, el **S&P 500** ha cedido un -0,7% y sus sectores han tendido un comportamiento dispar. Así, las mayores caídas han correspondido a los Financieros (-4,2%), seguido de Energía (-2,2%) e Industriales (-1,7%) mientras que subidas las han liderado Utilities (+3,4%) y Tecnología (+1,3%). Entre los desarrollados, también el **Nikkei** ha retrocedido este mes (-1,5%) ante la apreciación del yen.

Por el contrario, las bolsas europeas han subido este mes lideradas por las periféricas, **IBEX 35** (+8,7%) y **MIB** (+7,1%) impulsadas por los valores financieros que serían los principales beneficiados de subidas de la curva de los tipos de interés. En este sentido, el mercado de futuros ya cotiza un tipo a 3 meses en positivo a diciembre de 2018 mientras que hace unas semanas no se esperaba ese nivel hasta mediados de 2019. Así, en el **IBEX 35** las mayores ganancias han correspondido a Caixabank (+18,5%), Bankia (+16,5%), BBVA (+15,7%), Popular (+12,6%) y Santander (+10,4%) y en el **MIB** Intesa ha ganado un +17,6% y Unicredito un +13,5%. Por su parte, el **Euro STOXX 50** se ha revalorizado un +2,7% también aupado por los bancos, Adidas (+17,3%) favorecida por los positivos mensajes lanzados por la compañía de cara a 2020 (sobre todo en ventas a través de internet) y Engie (+11,4%) por el anuncio del cierre de su central de carbón en Australia, Hazelwood, aplicando su política de desinvertir en los activos de carbón a nivel mundial, noticia que compensó sobradamente la imposición de una multa de 100 millones de euros en Francia por abuso de posición dominante en el mercado del gas. Por el contrario, Deutsche Bank ha perdido un -4,76% con el inicio el lunes 20 de marzo de su ampliación de capital de 8.000 millones de euros con un descuento del -35% respecto al cierre del viernes anterior, seguido de Volkswagen (-3,8%) cuyos resultados de 2016 no aportaron mejoras en cuestión de márgenes.

Entre los emergentes ha habido diferencias. Así, el **Mexbol** ha subido un +1,8% por la percepción del mercado de que la administración de D. Trump va a afrontar más dificultades de las previstas en aplicar algunas de sus políticas, entre ellas las que podrían afectar negativamente a México. También el **Hang Seng** ha ido al alza, +1,5%, con el objetivo del gobierno de impedir un crecimiento en 2017 por debajo del 6,5%. Por el contrario, el **Bovespa** se ha desplomado un -8,0% en el mes (aunque en el año sube un +5,3%) ante un escándalo relacionado con el sector cárnico que está afectando a su sector exportador de materias primas agrícolas y ganaderas y a pesar de que la agencia de calificación Moody's mejoró la perspectiva de la deuda brasileña.



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



Fuente: BS Análisis

La campaña de resultados Euro del cuarto trimestre tanto en Estados Unidos como en la Zona finaliza con un sesgo algo menos positivo que al inicio pero las expectativas mejoran sustancialmente en la Eurozona y España

Por el lado micro, la campaña de resultados del cuarto trimestre de 2016 finalizó con un tono algo menos positivo que al inicio de la misma tanto en Estados Unidos como en la Euro Zona con ratio de sorpresas positivas en beneficios por debajo de la media histórica en el S&P 500 y en IBEX 35 y solo ligeramente por encima en el Euro STOXX. No obstante, los beneficios en agregado baten las expectativas en los tres índices (S&P 500, +2,6%, Euro STOXX, +26,9% e IBEX 35, +23,3%) y experimentan un crecimiento en relación al mismo trimestre del año anterior por segundo trimestre consecutivo tanto en Estados Unidos (+5,5% en el cuarto trimestre 2016 y +4,1% en el tercero) como en la Euro Zona (+4,2% y +14,6%). De cara al primer trimestre 2017, las compañías son algo más pesimistas en Estados Unidos que lo eran para el cuarto trimestre 2016 mientras que en la Euro Zona y en España las compañías se han mostrado mucho más optimistas.

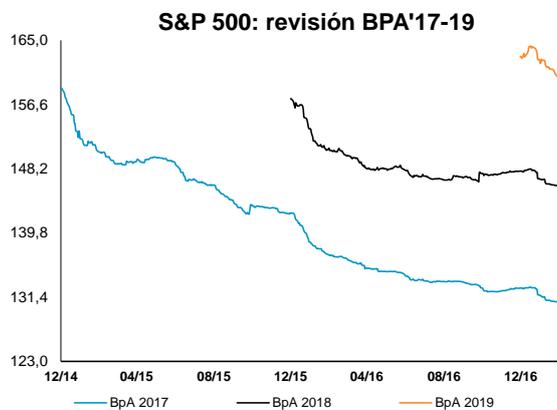
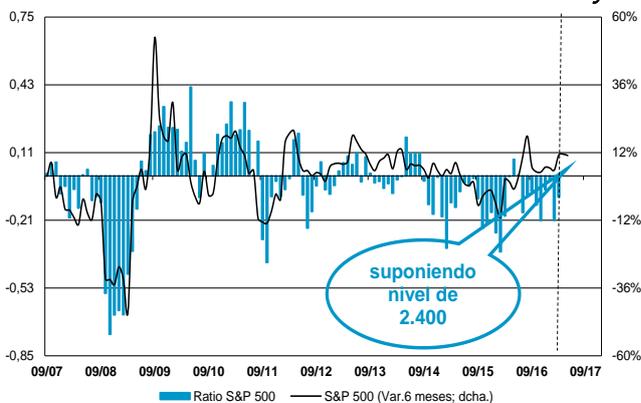
Tablas 1 y 2: S & P 500 y Euro STOXX 50: final campaña de beneficios del cuarto trimestre 2016

S&P 500 (%)	% Sorp BPA	+ BPA	= BPA	- BPA	% Sorp vtas	+ VTAS	= VTAS	- VTAS	%Publicado
S&P 500	2,58%	73,1	1,2	25,7	0,44%	53,2	0,0	46,8	98,0%
Cíclicos exfinancieros	5,30%	77,6	1,1	21,3	1,05%	60,4	0,0	38,0	98,37%
Defensivos	1,03%	71,4	1,6	27,0	-0,88%	41,8	0,0	56,4	98,20%
Financieros	-0,03%	79,2	0,0	20,8	1,61%	52,4	0,0	45,0	100,0%
Euro STOXX (%)	% Sorp BPA	+ BPA	= BPA	- BPA	% Sorp vtas	+ VTAS	= VTAS	- VTAS	%Publicado
Eurostoxx	26,88%	52,0	0,0	48,0	0,54%	67,4	0,0	32,6	86,6%
Cíclicos exfinancieros	24,31%	53,5	0,0	46,5	0,78%	62,2	0,0	37,8	88,5%
Defensivos	3,73%	38,9	0,0	61,1	1,19%	63,9	0,0	36,1	90,1%
Financieros	73,79%	52,9	0,0	47,1	8,02%	85,5	0,0	14,5	84,6%

Fuente: Bloomberg y BS Análisis

En el S&P 500, el Índice *Upward-Downward* (ratio que mide las revisiones al alza sobre las revisiones a la baja en las estimaciones de consenso) está en negativo. A los niveles actuales de cotización el S&P 500 descuenta un ratio de revisiones de beneficios al alza frente a las últimas revisiones a la baja. La expectativa de estímulos fiscales debería ir diluyéndose a lo largo de 2017.

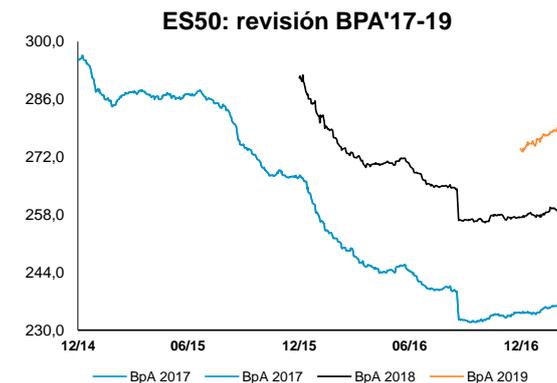
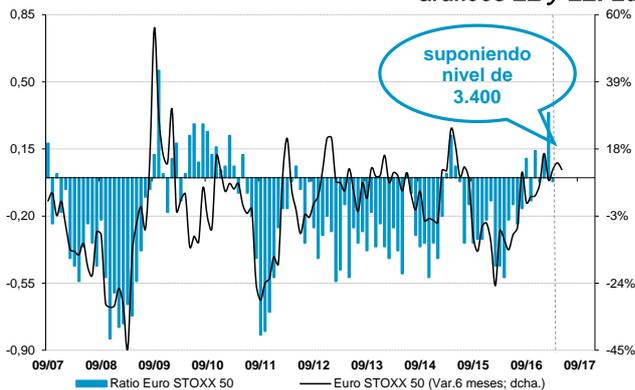
Gráficos 9 y 10: S & P 500, Índice Upward- Downward y Rev. BPA Consenso



Fuente: BS Análisis

En el Euro STOXX 50 el índice *Upward-Downward* está plano y podría deteriorarse (tornarse negativo) en el segundo trimestre de 2017.

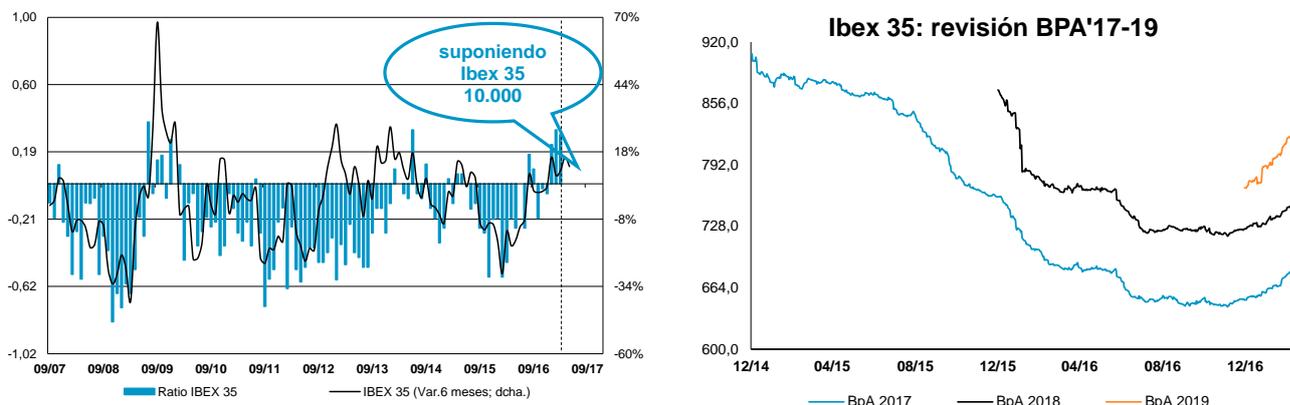
Gráficos 11 y 12: Euro STOXX 50 Índice Upward-Downward y Rev. BPA Consenso



Fuente: BS Análisis

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

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



Fuente: BS Análisis

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

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

En relación al anterior informe mantenemos nuestras estimaciones *Top Down* de 2017/19 para Estados Unidos, España y Europa y seguimos ligeramente por debajo del consenso en el IBEX 35, el Euro STOXX 50 y en el S&P 500 (salvo en IBEX para 2019). Mantenemos nuestras estimaciones *Bottom Up* 2017-18 en IBEX 35 y en Euro STOXX 50 y continuamos por encima del consenso.

Tabla 3: Estimaciones de beneficios ajustados S&P 500 2017 – 2018 y revisiones S&P 500

	2017	Crecimiento	2018	Crecimiento	2019	Crecimiento	
BS Análisis	Beneficios Top Down	125,5	5,5%	134,9	7,5%	142,3	5,5%
	Revisión frente a Mes Anterior	0,0%		0,0%		-	
	Beneficios Bottom Up	n.a.		n.a.		n.a.	
	Revisión frente a Mes Anterior	n.a.		n.a.		n.a.	
	Revisión 2017	n.a.		n.a.		n.a.	
	Beneficios Ex - financieros	n.a.		n.a.		n.a.	
Bloomberg	Revisión frente a Mes Anterior	n.a.		n.a.		n.a.	
	Revisión 2017	n.a.		n.a.		n.a.	
	Beneficios Bloomberg	130,9	6,4%	145,9	11,5%	162,3	11,2%
	Revisión 1 Mes	0,2%		0,0%		-	
	Revisión 3 Meses	-0,6%		-0,9%		-	
	Revisión 2017	-2,2%		0,0%		-	
FactSet	Beneficios FactSet	130,7	10,2%	146,1	11,8%	160,6	9,9%
	Revisión 1 Mes	-0,7%		-0,4%		-0,9%	
	Revisión 3 Meses	-1,2%		-1,0%		-	
	Revisión 2017	-1,4%		-1,2%		-	
	Beneficios Cíclicos Exfinan						
	Revisión 1 Mes (*)	-0,6%		0,4%		-1,6%	
	Revisión 3 Meses (*)	-0,7%		0,0%		-	
	Revisión 2017 (*)	-1,3%		-0,9%		-	
	Beneficios Defensivos						
	Revisión 1 Mes (*)	-1,3%		-1,4%		-1,9%	
	Revisión 3 Meses (*)	-2,2%		-2,5%		-	
	Revisión 2017 (*)	-2,1%		-2,4%		-	
Beneficios Financieros							
Revisión 1 Mes (*)	-0,2%		0,0%		-1,4%		
Revisión 3 Meses (*)	1,6%		2,9%		-		
Revisión 2017 (*)	0,6%		1,1%		-		

Fuente: BS Análisis

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

		Ibex 35					
		2017	Crecimiento	2018	Crecimiento	2019	Crecimiento
BS Análisis	Beneficios Top Down	638,3	9,5%	721,3	13,0%	833,0	15,5%
	Revisión frente a Mes Anterior	0,0%		0,0%			
	Beneficios Bottom Up	748,7	24,0%	811,1	8,3%	-	-
	Revisión frente a Mes Anterior	0,0%		0,0%			
	Revisión 2017	8,4%		5,5%			
BS Análisis	Beneficios Ex - financieros	446,9	8,6%	492,5	10,2%	-	-
	Revisión frente a Mes Anterior	0,0%		0,0%			
	Revisión 2017	2,9%		2,8%			
Bloomberg	Beneficios Bloomberg	680,8	20,7%	751,4	10,4%	812,3	8,11%
	Revisión 1 Mes	0,2%		-0,4%		-	
	Revisión 3 Meses	-0,1%		-0,6%		-	
	Revisión 2017	-0,8%		-0,4%		-	
FactSet	Beneficios FactSet	681,0	24,7%	751,0	10,3%	823,6	9,66%
	Revisión 1 Mes	3,3%		2,8%		4,1%	
	Revisión 3 Meses	5,4%		4,2%		-	
	Revisión 2017	4,5%		3,6%		-	

Fuente: BS Análisis

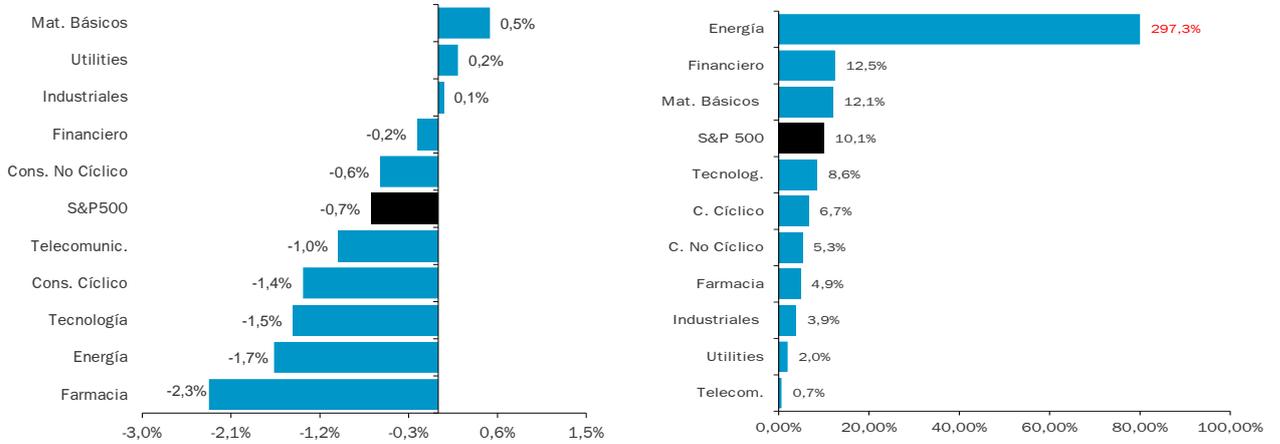
Tabla 5: Estimaciones de beneficios ajustados Euro STOXX 50 2017 – 2019 y revisiones

		Euro STOXX 50					
		2017	Crecimiento	2018	Crecimiento	2019	Crecimiento
BS Análisis	Beneficios Top Down	232,4	9,0%	252,2	8,5%	269,8	7,0%
	Revisión frente a Mes Anterior	0,0%		0,0%			
	Beneficios Bottom Up	244,0	10,9%	267,3	9,5%	-	-
	Revisión frente a Mes Anterior	0,0%		0,0%			
	Revisión 2017	0,8%		0,6%			
BS Análisis	Beneficios Ex - financieros	201,3	10,4%	221,9	10,2%	-	-
	Revisión frente a Mes Anterior	0,0%		0,0%			
	Revisión 2017	-0,9%		-0,5%			
Bloomberg	Beneficios Bloomberg	232,9	15,2%	256,3	10,0%	278,5	8,6%
	Revisión 1 Mes	0,0%		1,2%		-	
	Revisión 3 Meses	-2,5%		-2,8%		-	
	Revisión 2017	0,0%		1,2%		-	
FactSet	Beneficios FactSet	235,2	10,3%	259,1	10,2%	278,0	7,3%
	Revisión 1 Mes	0,4%		0,6%		0,9%	
	Revisión 3 Meses	0,7%		0,5%		-	
	Revisión 2017	0,4%		0,7%		-	
	Beneficios Cíclicos Exfinan						
	Revisión 1 Mes (*)	1,1%		1,1%		2,0%	
	Revisión 3 Meses (*)	1,4%		1,1%		-	
	Revisión 2017 (*)	1,3%		1,4%		-	
	Beneficios Defensivos						
	Revisión 1 Mes (*)	0,6%		0,1%		-0,9%	
Revisión 3 Meses (*)	-0,6%		-0,4%		-		
Revisión 2017 (*)	0,3%		0,3%		-		
Beneficios Financieros							
Revisión 1 Mes (*)	-1,5%		-0,7%		1,0%		
Revisión 3 Meses (*)	-2,1%		-1,7%		-		
Revisión 2017 (*)	-1,6%		-1,3%		-		

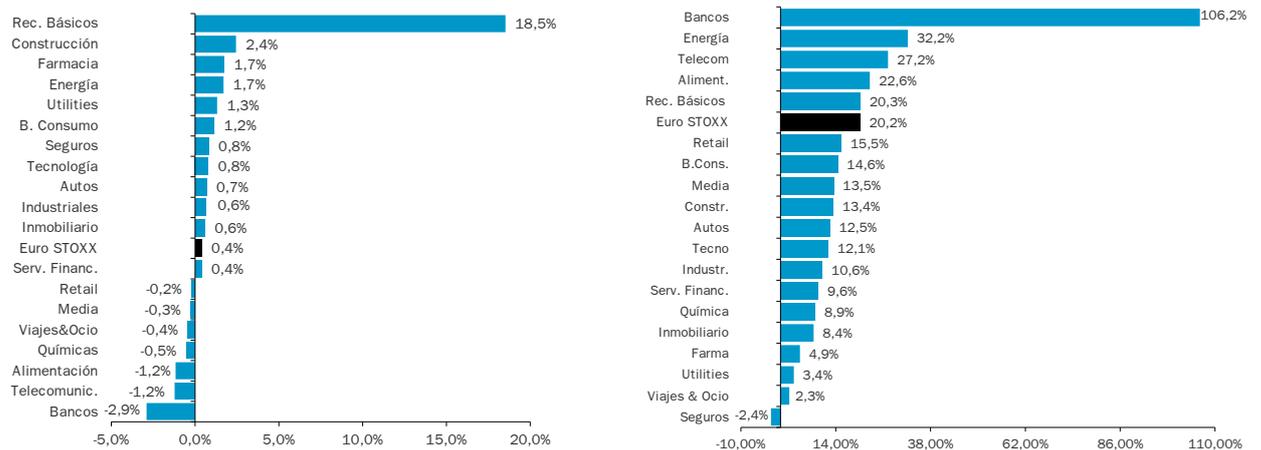
Fuente: BS Análisis

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

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



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



Fuente: BS Análisis

RECOMENDACIONES GEOGRÁFICAS Y SECTORIALES Y ÚLTIMOS CAMBIOS

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

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

Fuente: BS Análisis

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

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

Mantenemos nuestra recomendación de la Bolsa en VENDER.

En las últimas semanas ha continuado el flujo de noticias positivas que ha dado impulso a las bolsas como: (i) la escalada de la inflación general que ha contribuido a mantener las rentabilidades en niveles altos este año (tras un movimiento de ida y vuelta), (ii) buenos datos macro publicados, (iii) la relajación del riesgo político en Europa (ver la parte macro, página 4). Sin embargo, en adelante el flujo de noticias tendería a deteriorarse por una posición dura de la Euro Zona en el inicio de las negociaciones del *Brexit* (ver la parte macro, página 3) al tiempo que los niveles de sorpresas macro alcanzados son difícilmente sostenibles y por la falta de concreción de la reforma fiscal en Estados Unidos. **Con todo ello, y con los índices cotizando por encima de los niveles de valoración de diciembre 2017 seguimos manteniendo nuestra recomendación de VENDER considerando: (i) no hay margen de valoración que ya estaría muy ajustada, (ii) los indicadores de sentimiento están en riesgo.**

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

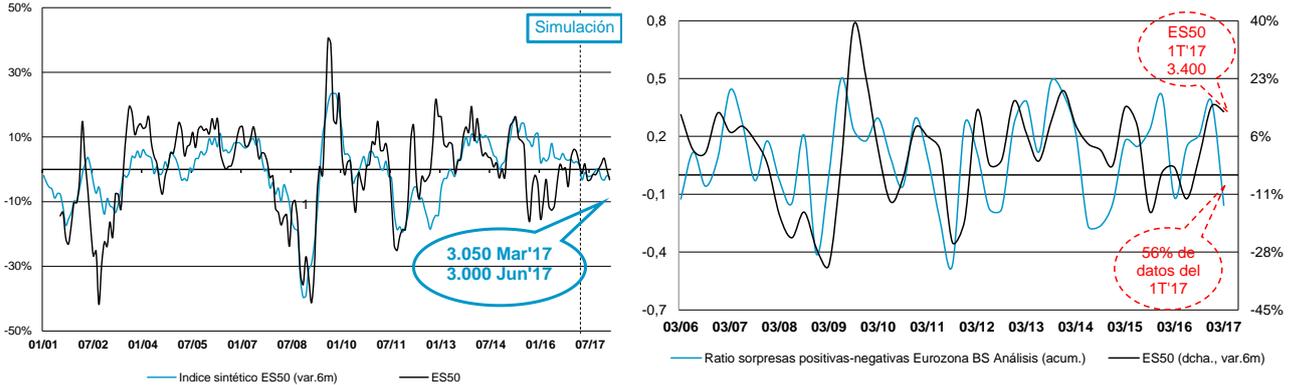
Así, **mantenemos las valoraciones para el IBEX 35, el Euro STOXX 50 y el S&P 500** y con las subidas bursátiles del último mes **no queda potencial para finales de 2017...**

- (I) **IBEX 35 -7,9%** con la valoración a diciembre 2017 de 9.500 puntos.
- (II) **Euro STOXX 50 -5,7%** con la valoración para diciembre 2017 en 3.250 puntos.
- (III) **S&P 500 -2,2%** con la valoración a diciembre 2017 en 2.300 puntos.

...la valoración es todavía más exigente y nos deja sin margen...

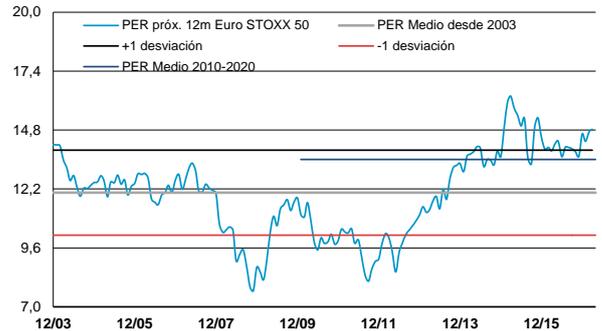
Así, en el **Euro STOXX 50** la macro sigue siendo acorde con niveles de 3.000 a junio 2017 y 3.100 a diciembre dado que los datos de actividad más retrasados son ligeramente menos positivos que los indicadores adelantados. En este sentido, las decepciones macro podrían acentuarse en el segundo trimestre 2017 mientras que el Euro STOXX 50 ya tiene descontado un ratio de sorpresas positivas en máximos. En cuanto al PER 12 meses, cotiza un +10% por encima de la media histórica esperada para 2010-20 (un +23% por encima de la media desde 2003). Por su parte, el índice *upward-downward* (ver página 7) se tornó negativo en marzo y podría deteriorar aún más en el segundo trimestre 2017. Por último, los niveles actuales de mercado descuentan revisiones de beneficios 2017 al alza frente a nuestro escenario de ligeras revisiones a la baja.

Gráficos 19 y 20: Euro STOXX 50: índice sintético macro y ratio de sorpresas positivas



Fuente: FactSet, BS Análisis

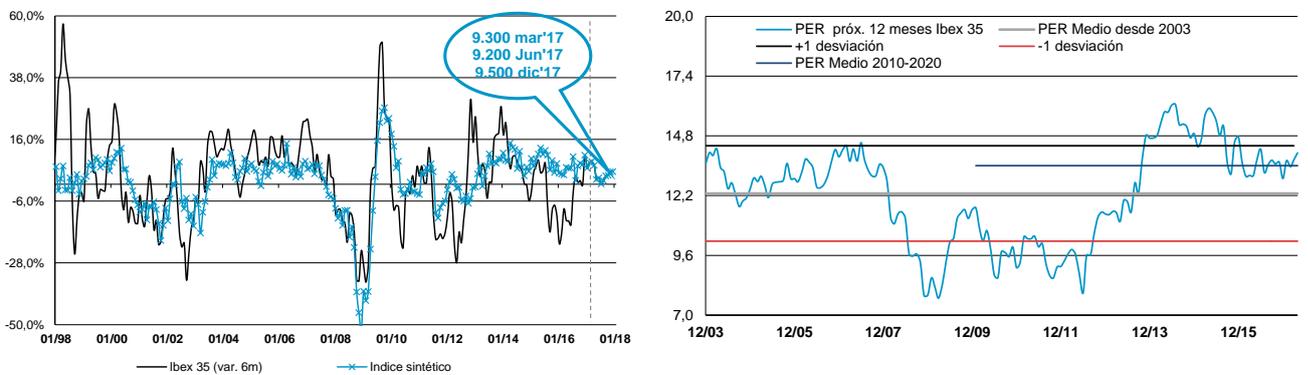
Gráfico 21: Euro STOXX 50: PER 12 meses



Fuente: FactSet, BS Análisis

En el caso del **IBEX 35** el índice sintético macro respalda niveles de 9.300 puntos a marzo 2017, 9.200 a junio y 9.500 a diciembre 2017.

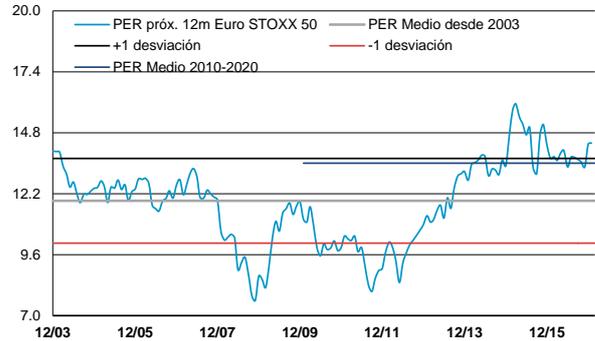
Gráficos 22 y 23: IBEX 35: índice sintético macro y ratio sorpresas positivas



Fuente: FactSet, BS Análisis

A pesar de las últimas revisiones al alza del beneficio 2017, el índice cotiza a un PER 12 meses por encima de su media histórica. En este sentido, e PER 12 meses, cotiza un +4% por encima de la media histórica esperada para 2010-20.

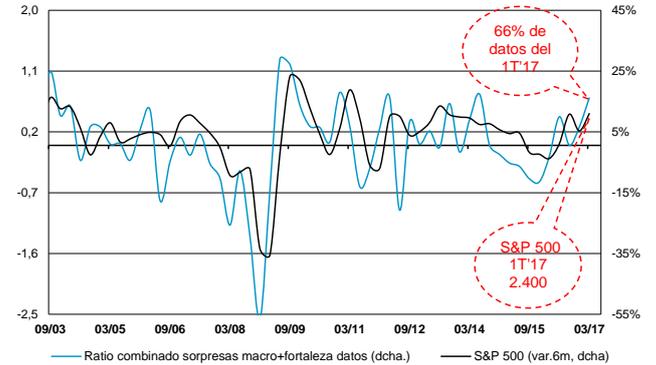
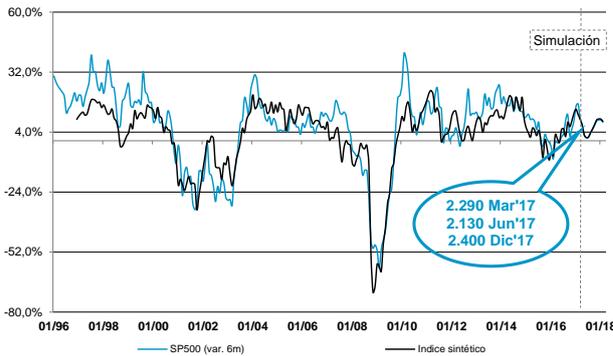
Gráfico 24: IBEX 35: PER 12 meses



Fuente: FactSet, BS Análisis

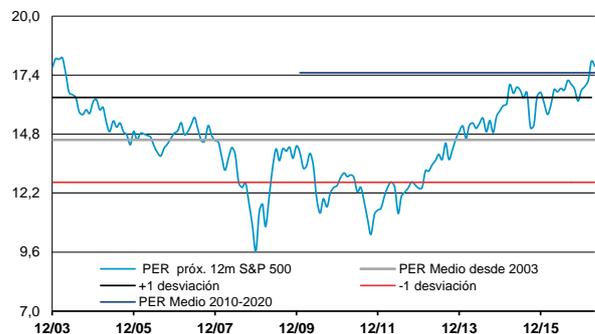
En el **S&P 500**, como los indicadores adelantados de actividad están cerca de máximos y los diferenciales de crédito han evolucionado favorablemente, las perspectivas para el primer y segundo semestres 2017 han mejorado. Así, la macro apunta a 2.290 en marzo 2017, 2.130 en junio y 2.400 para diciembre. Por otro lado, el ratio de sorpresas macro se encuentra en niveles máximos ante la fortaleza de los indicadores adelantados. Por último, el PER se sitúa un +23% por encima de la media desde 2003 y un +1,7% de la media esperada para 2010-20 con mantenimiento del escenario de tipos de interés bajos. El S&P 500 empieza a cotizar caro en ausencia de revisiones de beneficios al alza.

Gráficos 25 y 26: S&P 500: índice sintético macro y ratio de sorpresas positivas



Fuente: FactSet, BS Análisis

Gráfico 27: S&P 500: PER 12 meses

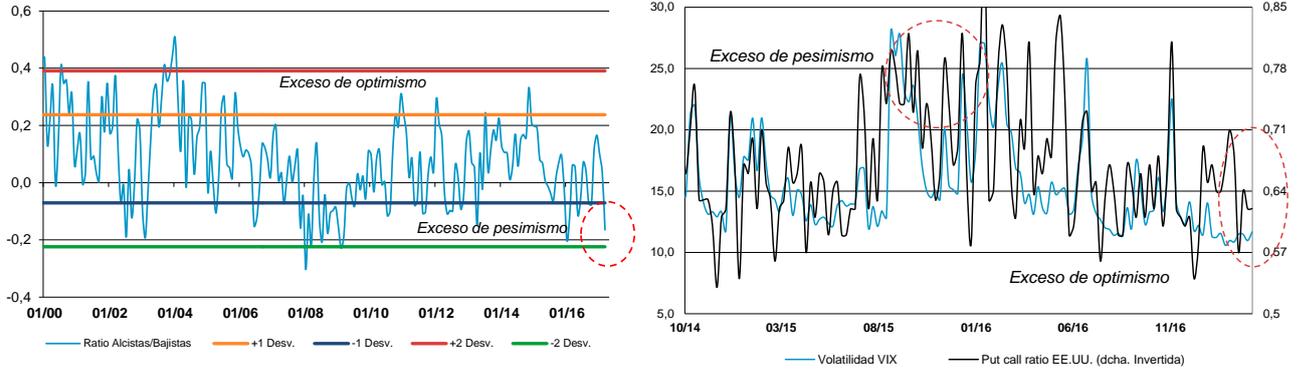


Fuente: FactSet, BS Análisis

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

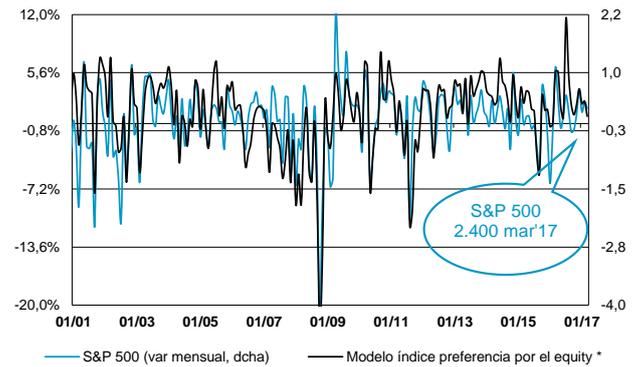
Así, con la volatilidad en mínimos junto a un ratio alcistas (bull)/bajistas (bear), gráfico de la izquierda abajo, cerca de extremo pesimismo y bolsas en máximos podría indicar una corrección cercana (normalmente la correlación es directa mientras que ahora es inversa). Por su parte, el ratio put/call sigue en tierra de nadie mientras que el índice de preferencia por la renta variable respalda niveles de 2.400 puntos para el S&P 500 y lleva desde febrero 2016 sin moverse a terreno negativo.

Gráficos 28 y 29: S&P 500: ratio alcistas/bajistas y ratio put/call frente a índice de volatilidad (VIX)



Fuente: FactSet, BS Análisis

Gráfico 30: S&P 500: índice de preferencia por la renta variable



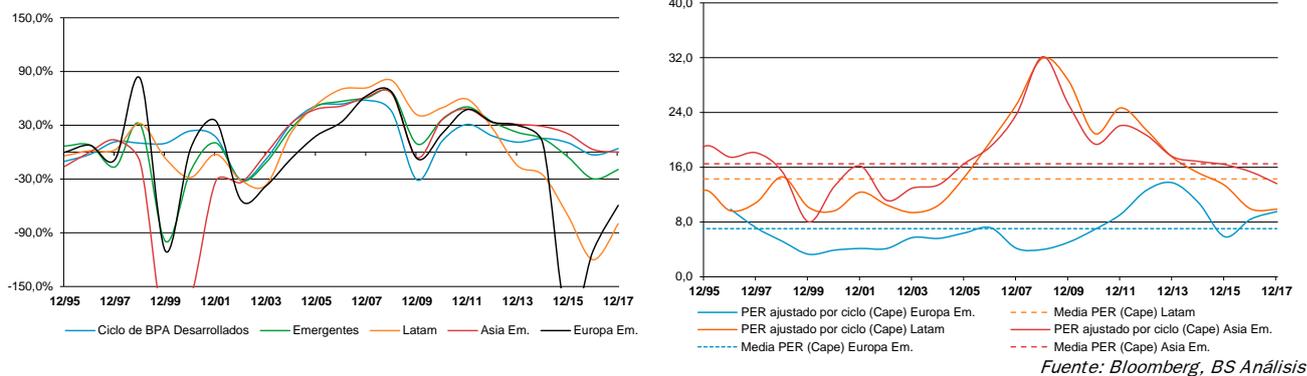
Fuentes: FactSet, Bloomberg, y BS Análisis basado en VIX, ratio alcistas/bajistas, ratio put/call, diferencial alta rentabilidad, sorpresas macro y ratio subidas/bajadas

Recomendaciones geográficas: mantenemos nuestra preferencia en el S&P 500 y el Footsie en desarrollados y subimos a Neutral Emergentes (frente a Desarrollados)

Subimos a Neutral Emergentes frente a Desarrollados. Subimos a Neutral Brasil desde Infraponderar. Mantenemos nuestra preferencia por compañías de menor capitalización en Estados Unidos, en línea con Europa y España

Subimos nuestra recomendación a Neutral en Emergentes frente a Desarrollados. Tanto porque los repuntes del diferencial de la deuda soberana emergente respecto a la desarrollada deberían ser contenidos como porque los países y las empresas están menos endeudados que los desarrollados (ver portada). Además, por **beneficios**, y a pesar de las revisiones a la baja del último mes, los emergentes tienen un amplio margen de recuperación puesto que los beneficios están un -20% por debajo del beneficio medio del ciclo. No obstante, tras el peor comportamiento relativo de los emergentes (-6% desde principios de noviembre 2016) y un mercado que ya descuenta en gran medida subidas de tipos de la FED, la atención volverá a virar hacia la **valoración**. En este sentido, los emergentes serían más atractivos con una perspectiva a medio largo plazo. Así, el PER ajustado por ciclo de los emergentes está un -16% por debajo de la media histórica frente a un -2% de los desarrollados con crecimiento tendencial nulo de los beneficios. En términos de P/VC los emergentes cotizan con un descuento del -19% respecto al P/VC relativo medio frente a desarrollados.

Gráficos 31 y 32: Emergentes/Desarrollados: ciclo de beneficios y PER ajustado



Dentro de los Emergentes subimos a Neutral Brasil (índice Bovespa) desde Infraponderar por (i) el cambio de rumbo del Banco Central con bajadas de los tipos de interés (frente a subidas en México) que apuntala la recuperación económica (que por otra parte el mercado ya ha descontado en gran medida, +42% frente al MSCI desde los mínimos de enero 2015 volviendo a niveles de 2014), (ii) la aceleración de las revisiones al alza de los beneficios.

Gráficos 33 y 34: Brasil: PIB 2017/18 esperado frente al consenso y tipos de interés de referencia frente al consenso

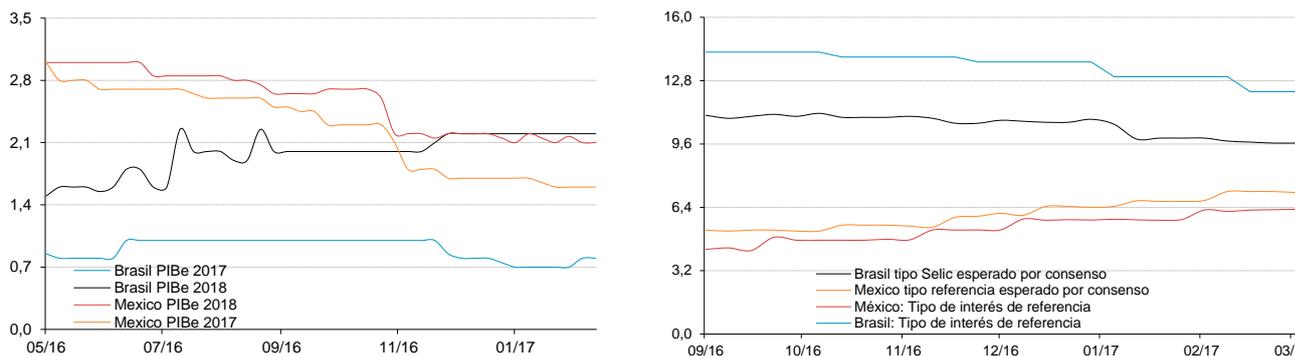
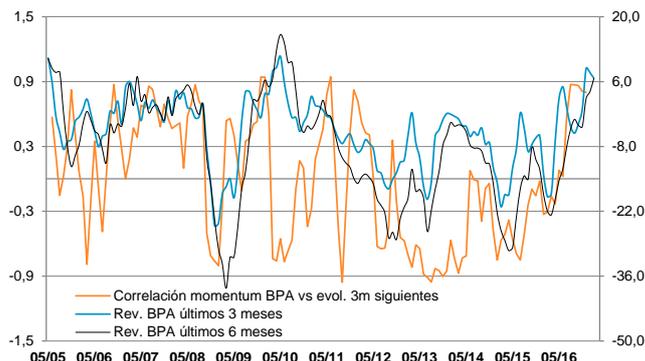


Gráfico 35: Bovespa: revisiones de beneficios a 3 y 6 meses y correlación con el precio



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

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

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

Mantenemos en Sobreponderar el S&P 500 (Estados Unidos) por (i) mejores expectativas de crecimiento, (ii) mayores posibilidades de revisión de beneficios al alza que en Europa.

Dentro de Europa mantenemos la preferencia al DAX (aunque sigue en Neutral). En efecto, aunque se ha moderado la incertidumbre política en Europa, (ver sección macro, página 4), todavía no se puede descartar algún episodio de mayor volatilidad asociado a las elecciones presidenciales francesas. En comparación con el CAC, un repunte de la prima de riesgo francesa impulsaría el ratio DAX/CAC.

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

En cuanto a estilos, mantenemos nuestra preferencia por compañías de menor capitalización tanto en Estados Unidos como en Europa y España. Así, en Estados Unidos las pequeñas se han comportado en 2017 un -3,7% peor que las grandes experimentando así una fuerte corrección de la mano de la subida de los financieros (tras el rally desde noviembre 2016) mientras que el PER relativo entre pequeñas y grandes cotiza un 3,5% por encima de su media y en el caso del PVC un -1,2% por debajo. También favorece a las pequeñas la mayor exposición doméstica y la correlación positiva con el S&P 500. En la Euro zona, las pequeñas ceden un -2,3% en 2017 frente a las grandes (igual en España) en tanto que el PER relativo entre pequeñas y grandes cotiza un -4,3% por debajo de su media (-17,0% en España) y en el caso del PVC un -3,0% (+0,9% en España). Con esto, **esperaríamos a un recorte en bancos para modificar la preferencia a Grandes en España.**

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

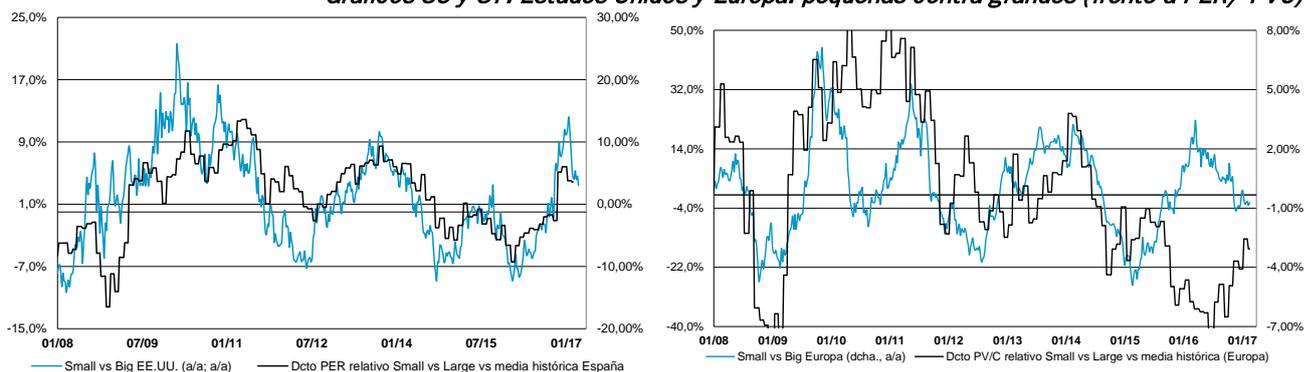
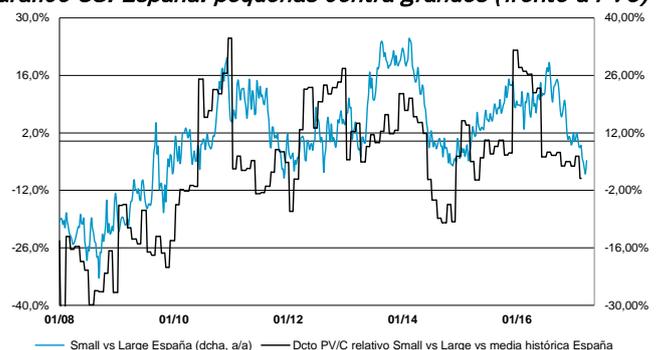
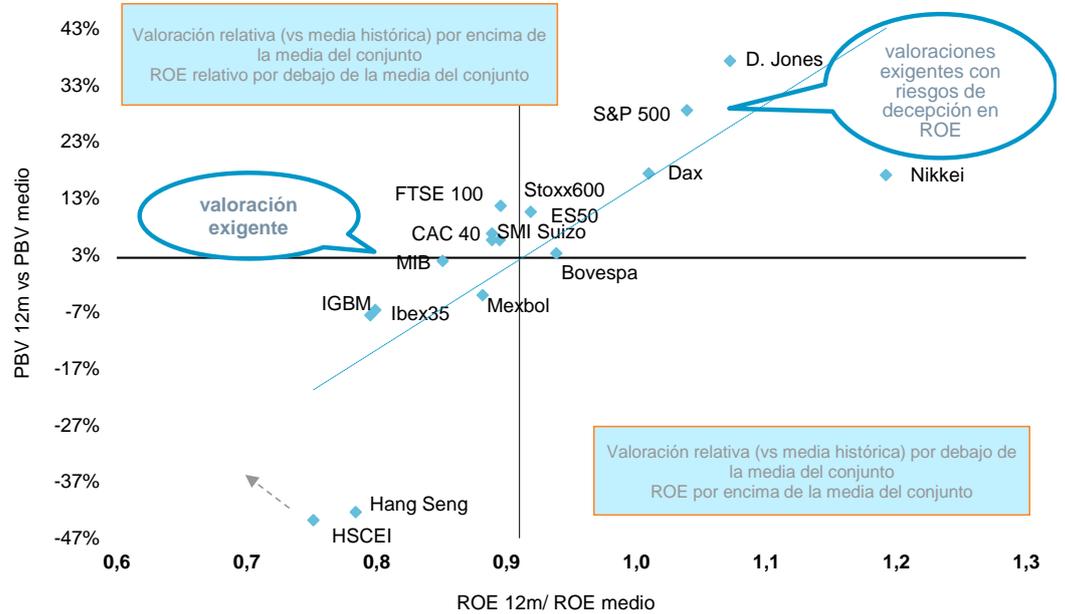


Gráfico 38: España: pequeñas contra grandes (frente a PVC)



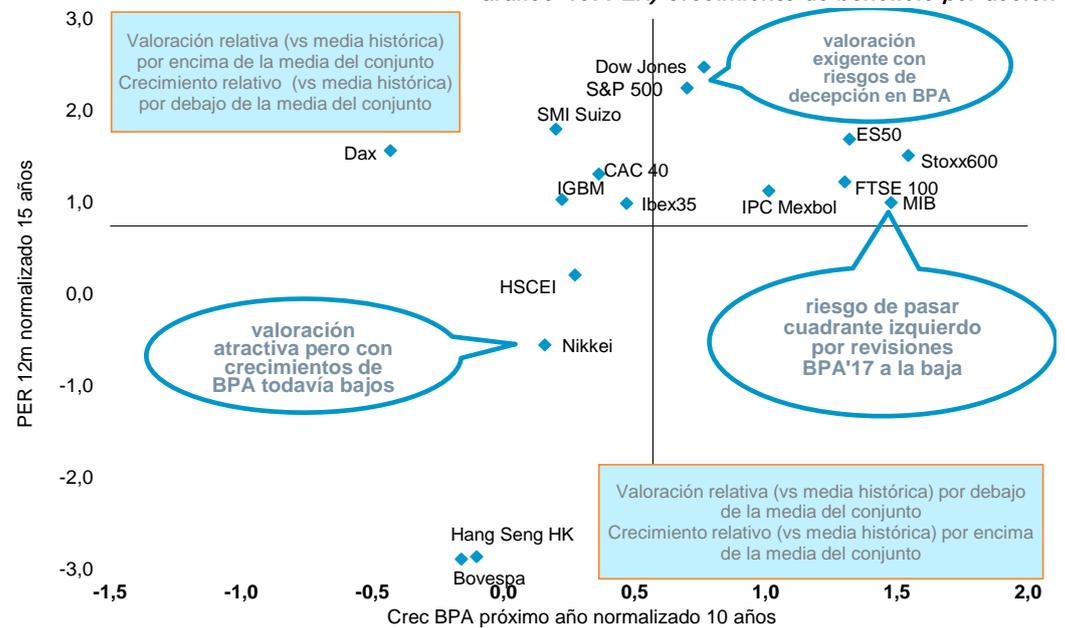
En los 4 gráficos siguientes mostramos los niveles de distintos ratios por índices.

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



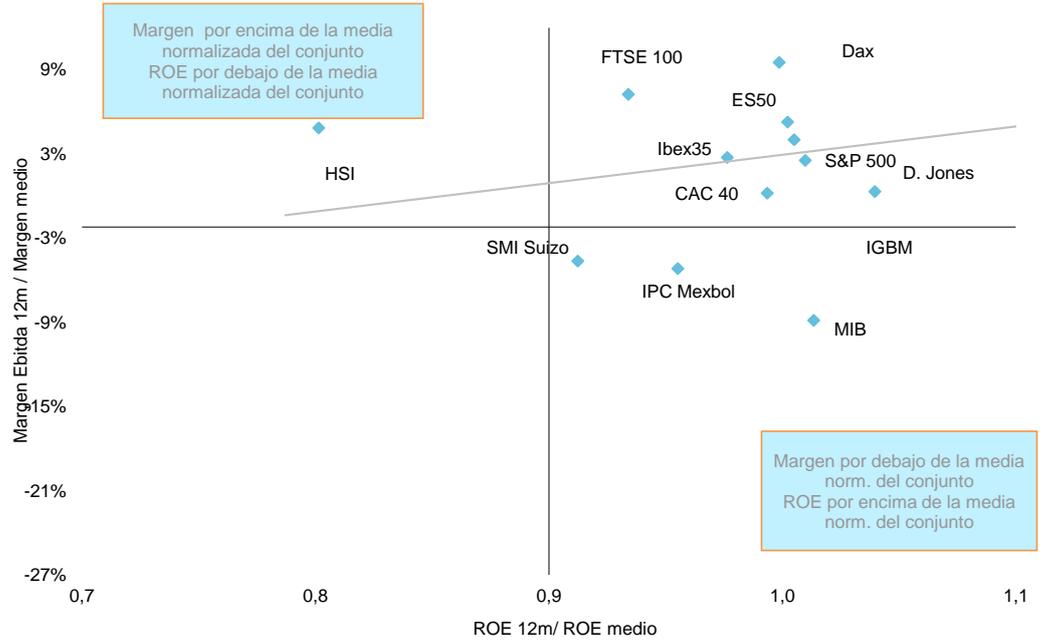
Fuente: FactSet y BS Análisis

Gráfico 40: PER/Crecimiento de beneficio por acción



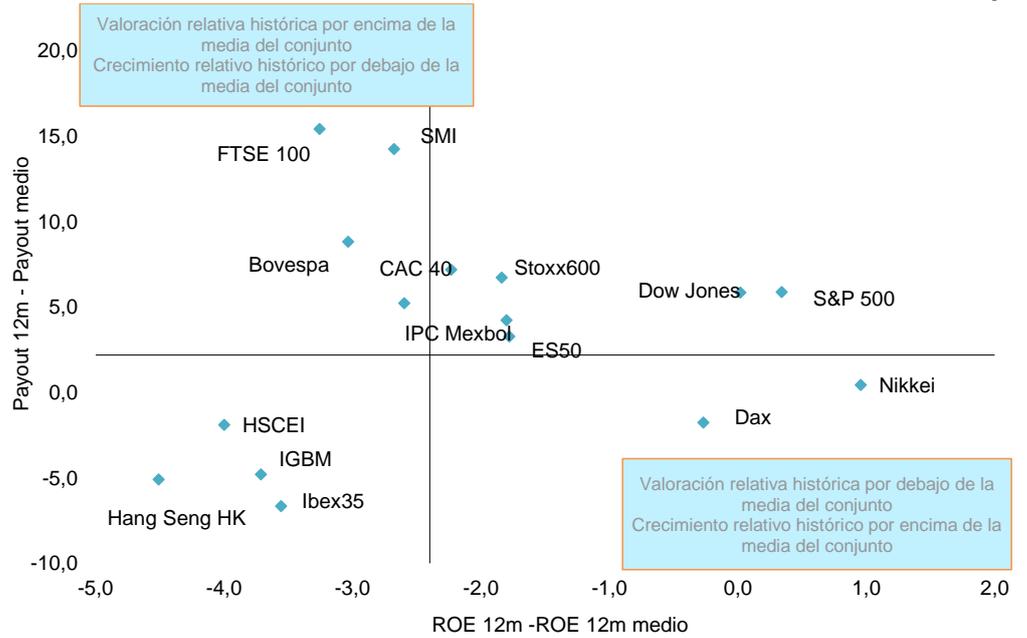
Fuente: FactSet y BS Análisis

Gráfico 41: Margen EBITDA frente a ROE



Fuente: FactSet y BS Análisis

Gráfico 42: ROE frente a Payout



Fuente: FactSet y BS Análisis

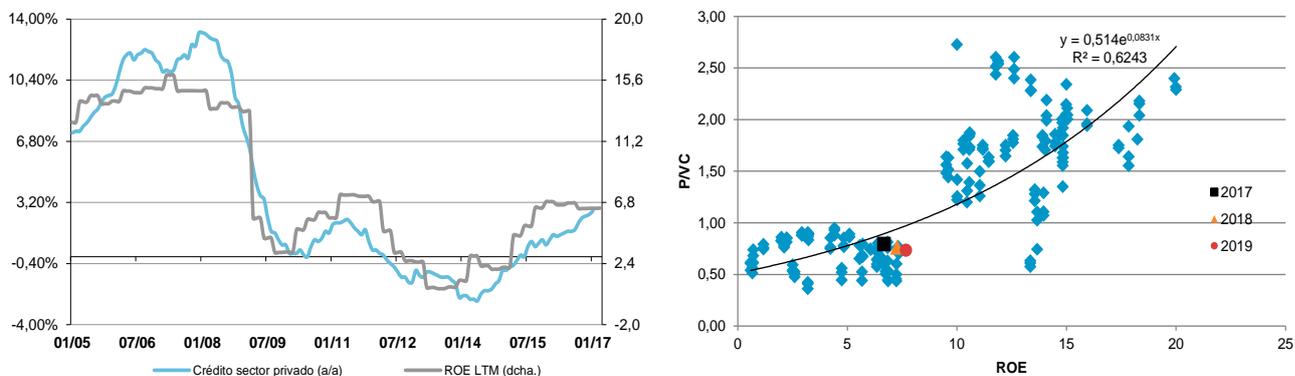
Recomendaciones sectoriales: Neutrales entre *growth* / *value* y cíclicos/defensivos, más peso en financieros

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

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

En cuanto a los **financieros**, la subida de rentabilidades de la deuda de los últimos meses ha favorecido un fuerte repunte de las cotizaciones aunque serían necesarios otros factores para mantener los niveles de precios actuales. La evolución de los bancos está muy correlacionada con el **crecimiento del crédito** para el que se espera solo una ligera aceleración hasta el +3,5% este año frente a un +2,7% en 2016. Este crecimiento del crédito mencionado respalda un ROE para 2017 del 6,8% frente a un 6,7% del consenso aunque sí habría margen de mejora mediante la reducción de costes. Para 2019, el ROE del consenso está en el 7,7%, sin grandes riesgos al alza o a la baja, dando también margen de subida por PVC hasta niveles de 0,9x frente al 0,8x actual. Otro apoyo para la mejora de la evolución de los bancos sería una **subida de tipos**, pero no esperamos que los tipos a corto plazo se sitúen en positivo hasta finales de 2018. En consecuencia, y aunque hemos revisado al alza nuestra previsión de rentabilidad de la deuda alemana para finales de 2017 (ver página 2), **mantenemos nuestra recomendación de Neutral en bancos a la espera de un recorte en las cotizaciones para mejorarla.**

Gráficos 43 y 44: Sector bancos del Euro STOXX: crédito privado Euro Zona frente a ROE y P/VC frente a ROE

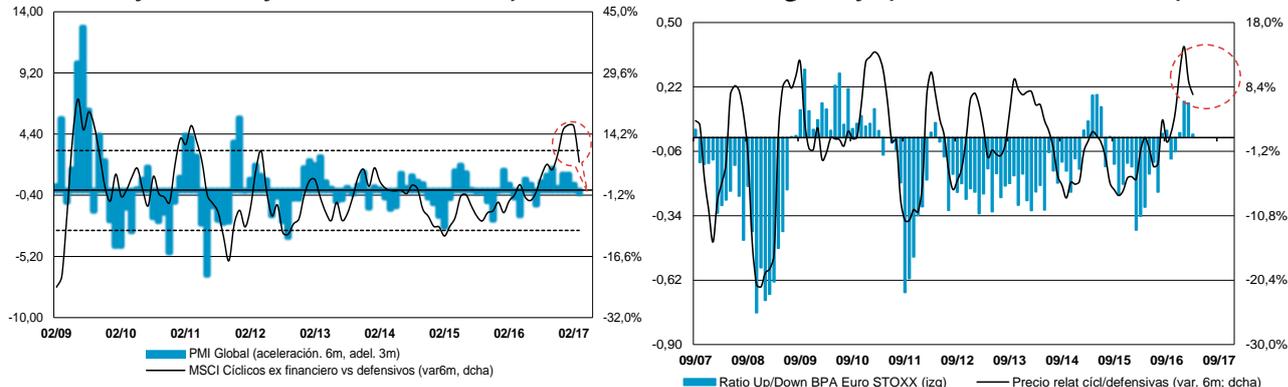


Fuente: FactSet, BS Análisis

Como decíamos, **nos mantenemos equilibrados entre *growth* y *value*** considerando que el repunte de la pendiente 2-10 años aún no ha alcanzado el máximo relativo desde diciembre 2016 lo que ha permitido cierta recuperación del relativo *value-growth* (+2,0% desde mínimos de 2017 frente a un -3,9% desde inicio de año). La progresiva menor pendiente en el segundo semestre 2017 debería favorecer cierto rebote en el *growth* en dicho período. En cuanto a valoración, a pesar de la corrección desde los máximos de 2016, el ratio PVC relativo *growth*/ *value* se mantiene en niveles elevados compatibles con sus niveles de ROE. Por último, una estabilización de la pendiente en Estados Unidos en 100 puntos básicos frente a los 113 actuales favorecería el ROE y el P/VC relativo del *growth*.

También **mantenemos la equiparación entre cíclicos y defensivos** considerando que los cíclicos han empezado a poner en precio la pérdida de *momentum* en el PMI global. Esperamos que el mejor comportamiento relativo acumulado continúe revirtiendo en el segundo semestre de 2017. Por otro lado, los cíclicos lo hicieron peor en la Euro Zona en el último mes y empiezan a alinearse con un ratio *up-downward* de beneficios estable. Las últimas revisiones al alza corren riesgos de revisión a lo largo de 2017 (en el último mes el beneficio 2017 se revisó un +1,1% al alza en cíclicos y un +0,6% en defensivos frente a un -1,5% en financieros).

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



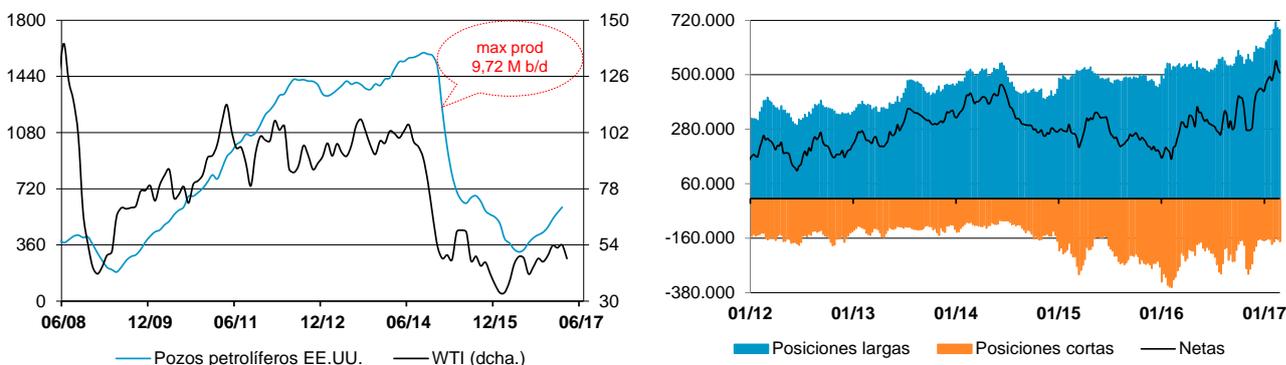
Fuente: FactSet, BS Análisis

Así, a nivel de recomendaciones sectoriales destacamos:

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

Mantenemos en Sobreponderar Energía porque (i) el precio del petróleo está soportado por la posibilidad de los países de la OPEP extiendan más allá de junio el pacto alcanzado en noviembre para reducir la producción aunque el máximo en las posiciones especulativas largas justifica caídas violentas (gráfico abajo derecha), (ii) los inventarios en máximos en Estados Unidos (gráfico abajo izquierda) deberían reducirse estacionalmente hasta septiembre, (iii) elevada correlación positiva con la cotización del crudo: una caída del crudo (Brent) por debajo de los 50 dólares/barril es una oportunidad de compra.

Gráficos 47 y 48: Estados Unidos: pozos frente al WTI y posiciones especulativas en futuros de crudo



Fuente: FactSet, BS Análisis

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

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

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

Con respecto al mes anterior, este mes el modelo recomienda situar en Sobreponderar los sectores de Farmacia, Telecom y Tecnología (frente a Infraponderar antes en todos los casos), en Neutral Bancos y Viajes y Ocio (frente a Sobreponderar anterior) y en Infraponderar Alimentación (frente a Neutral antes). **A nivel fundamental no incorporamos estas propuestas.**

Tabla 7: Resumen modelo selección sectorial por múltiplos

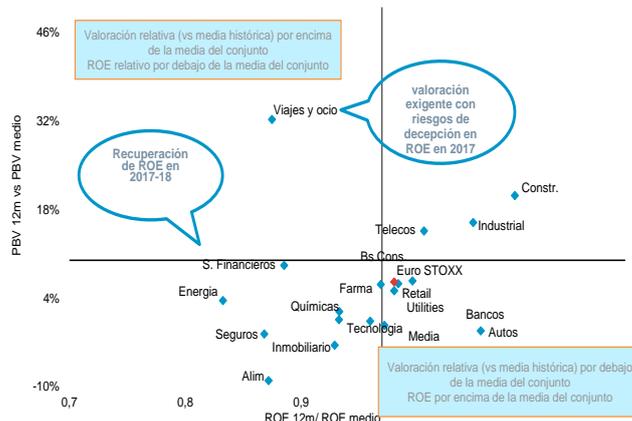
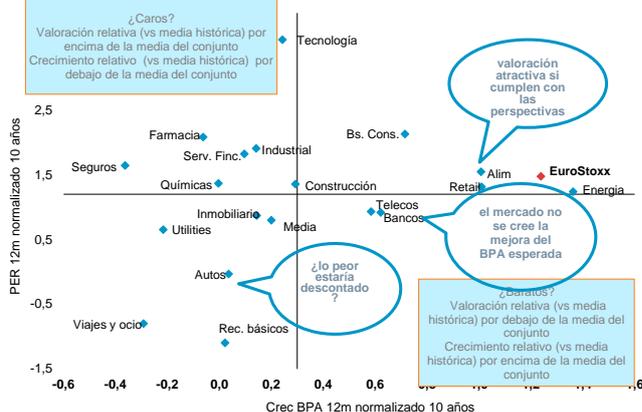
		Criterios												
		Precios		Múltiplos		Beneficios		Deuda		Dividend				
Sectores		Cambio	Gap Volat	PER Cap. (*)	ROE relativo	Cap. (*)	Crto. BPA 12m	DN/EBITDA Cap. (*)	Yield	Cap. (*)				
Defensivos (beta < 0,9)	B. consumo	●	3,36	54/-25	1,2	0/-72	1,0	0/0	0,6	6/-5	0,5	32/-46	2,5	30/0
	Alimentación	●	2,46	0/-77	1,1	0/-81	0,9	0/-45	0,1	20/0	1,6	0/-65	3,1	15/0
	Farmacia	●	3,69	50/-28	1,1	0/-79	0,9	0/-11	0,6	11/0	1,3	7/-50	2,8	28/0
	Viajes&Ocio	●	3,64	-/39	0,5	0/-39	0,5	0/0	0,7	18/-21	1,2	0/-39	1,4	18/0
	Media	●	3,34	0/-76	1,0	23/-21	0,9	13/-44	0,3	24/-11	1,4	7/-31	3,6	15/-40
Neutrales (0,9 < beta < 1,05)	Utilities	●	3,56	29/-28	1,9	5/-62	2,4	4/-9	0,2	19/-19	1,7	4/0	8,5	0/-66
	Telecom	●	2,76	42/-37	1,0	31/-48	1,0	0/-22	0,4	33/0	1,0	15/-37	3,9	0/-72
	Inmobiliario	●	3,11	22/-51	0,8	0/-62	0,7	0/-56	0,5	24/-5	0,8	0/0	3,6	8/-48
	Retail	●	3,62	12/-69	0,5	16/-31	0,5	0/0	0,9	31/0	0,5	16/0	1,5	30/0
	Tecnología	●	-1,56	16/-54	0,9	0/-64	0,7	0/-30	0,8	28/0	13,3	28/0	1,2	63/0
Cíclicos (beta > 1,05)	Seguros	●	2,59	21/-49	1,1	10/-70	0,9	0/-20	0,5	0/-20	0,0	0/0	5,3	0/-69
	Químicas	●	3,80	20/-61	1,1	31/-31	0,9	0/-41	0,2	5/0-9	1,1	41/-32	2,9	45/0
	Serv. Financieros	●	3,07	10/-31	1,2	25/-55	0,9	9/-50	1,0	11/-7	1,3	0/-64	3,1	19/-7,
	Industriales	●	1,28	22/-37	1,1	2/-70	1,1	12/-13	0,4	35/-4	1,1	11/-37	2,9	23/-4
	Autos	●	6,82	7/-65	0,9	68/-16	1,0	5/-11	0,8	23/0	0,9	20/-18	3,7	14/0
Euro STOXX	Construcción	●	4,02	19/-58	1,1	0/-75	1,1	19/-5	0,9	52/-7	0,8	56/0	3,2	0/-12
	Bancos	●	-0,18	0/-73	1,0	26/-41	1,0	8/-32	0,3	0/-49	0,0	0/0	4,7	7/-20
	Energía	●	6,59	87/0	1,1	8/-57	0,8	0/-79	0,1	65/0	1,1	0/-79	5,4	0/-87
	Rec Básicos	●	5,88	15/0	1,2	24/-39	1,5	49/0	0,7	25/0	0,7	63/-14	2,9	38/-39
	Euro STOXX		3,00		1,00		0,94		2,40		1,55		3,29	
Percentil mejor perf		61%-90%		0%-20%		90%-100%		70%-100%		0%-30%		0%-30%		
Percentil peor perf		0%-60%		21%-90%		0%-30%		0%-20%		70%-100%		70%-100%		

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

Fuente: FactSet, BS Análisis

Por **valoración**, dentro de los sectores del índice Euro STOXX, en términos de PER 12 meses frente al crecimiento de los beneficios, detectamos oportunidades en sectores como Retail, Energía y Alimentación por contar con un nivel de PER poco exigente frente a perspectivas de mejora de beneficios en 2017/18. Por el contrario, según este criterio, veríamos riesgos en Tecnología, Farma y Seguros 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, Tecnología, Inmobiliario y Retail al estar descontando un escenario de ROE negativo en P/VC. Según este criterio, los riesgos estarían, por un lado, en Viajes y Ocio y Construcción al cotizar con un PVC exigente frente a la expectativa de ROE de 2017 y, por otro, Recursos Básicos cotiza un escenario de ROE muy exigente.

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



Fuente: FactSet, BS Análisis

En las tablas siguientes mostramos nuestras preferencias por índices.

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

	recomendación	evol. dsd.	evol.	peso	peso	var. peso	pond.	ult.	evol. rel.
		08/02/17	2017	bech.	rec.	rec.	s/bench.	cambio	frente a bech.
		-2,00% 0,00% 2,00% 4,00% 6,00% 8,00%							
S&P 500	Sobreponderar	3,1%	5,7%	8,2%	10,3%		125%	Nov'16 (↑)	-1,8%
Euro STOXX 50	Neutral	5,0%	3,3%	8,4%	8,4%		100%	Nov'15 (↓)	-7,5%
DAX	Neutral	3,9%	4,4%	8,5%	8,5%		100%	Nov'15 (↓)	0,8%
CAC 40	Neutral	4,4%	2,3%	8,3%	8,3%		100%	Mar'16 (↓)	-3,3%
MIB 30	Infraponderar	4,1%	1,6%	8,4%	8,0%		95%	Mar'16 (↓)	-10,2%
Ibex 35	Infraponderar	6,2%	5,9%	8,6%	8,2%		95%	Ene'16 (↓)	-4,6%
FTSE	Sobreponderar	2,4%	3,0%	8,3%	10,4%		125%	Ene'17 (↑)	-1,7%
SMI Suiza	Neutral	3,4%	5,4%	8,5%	8,5%		100%	Ene'17 (↓)	0,2%
Nikkei	Neutral	3,2%	2,6%	8,3%	8,3%		100%	Nov'15 (↓)	-6,4%
Bovespa	↑ Neutral	-0,2%	7,4%	8,2%	8,2%	0,4%	100%	Sep'15 (↓)	21,6%
IPC Mexico	Infraponderar	0,4%	3,2%	8,1%	6,0%		75%	Sep'16 (↓)	-11,1%
HS Index	Infraponderar	1,5%	8,3%	8,2%	6,9%	-0,5%	84%	Feb'16 (↓)	1,3%
benchmark		3,08%	4,38%						
cartera		3,14%	4,37%	(evolución S&P500/ES50/Ibex desde...)				Mar'16 (↓)	12,2%
Bolsas: Vender									
Estilos inversión:	↓ Desarrollados = Emergentes	1,2%	-1,6%	(MSCI/MSCI EM)					
	Europa: Pequeñas/Medias frente a Grandes	-0,6%	2,11%	(MSCI Eur Small/MSCI Eur Large)					
	España Pequeñas/Medias frente a Grandes	-5,1%	-2,30%	(MSCI Sp Small/MSCI Sp Large)					
	Estados Unidos. Pequeñas/Medias frente a Gra	-2,4%	-3,71%	(MSCI US Small/MSCI US)					

Fuente: BS Análisis

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

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

	recomendación	evol. dsd.					evol. peso	peso	var. peso	pond.	ult.	evol. rel.	
		-5,00%	0,00%	5,00%	10,00%	15,00%							08/02/17
Rec. Básicos	Infraponerar						4,5%	3,7%	1,3%	1,0%	76%	Feb'16 (↓)	51,6%
Químicas	Infraponerar						3,3%	3,7%	8,5%	6,4%	76%	Jun'16 (↓)	4,0%
B y Serv. Industr.	Sobreponderar						2,6%	3,3%	12,1%	15,1%	125%	Sep'16 (↑)	-0,8%
Construcción	Neutral						2,7%	4,4%	3,8%	3,8%	100%	Oct'15 (↓)	10,9%
Viajes y Ocio	Infraponerar						1,8%	0,5%	1,0%	0,8%	76%	Ene'17 (↓)	-3,0%
Autos	Infraponerar						4,1%	3,7%	6,4%	4,8%	76%	Sep'16 (↓)	3,8%
Bs de Consumo	Infraponerar						9,8%	9,3%	7,7%	5,9%	76%	Nov'16 (↓)	4,5%
Media	Neutral						3,2%	0,7%	2,5%	2,5%	100%	Abr'16 (↑)	-14,9%
Bancos	Neutral						7,7%	4,6%	12,0%	12,0%	100%	Nov'16 (↑)	4,8%
Seguros	Sobreponderar						4,6%	2,3%	6,0%	7,6%	125%	Nov'16 (↑)	-2,2%
Serv. Financieros	Neutral						1,9%	4,3%	1,0%	1,0%	100%	Dic'14 (↓)	9,9%
Inmobiliario	Neutral						-1,7%	-2,1%	2,0%	2,0%	100%	Ene'15 (↑)	-8,7%
Tecnología	Sobreponderar						5,0%	9,3%	6,7%	8,4%	125%	Nov'15 (↑)	17,8%
Energía	Sobreponderar						0,4%	-4,8%	5,4%	6,8%	125%	Nov'16 (↑)	-3,0%
Retail	Sobreponderar						1,4%	0,5%	2,8%	3,6%	125%	Mar'16 (↑)	-2,8%
Telecos	Infraponerar						5,3%	3,9%	4,6%	3,5%	76%	Nov'16 (↓)	3,0%
Utilities	Infraponerar						3,8%	1,2%	5,0%	3,8%	76%	Oct'15 (↓)	-11,4%
Alimentación	Neutral						3,4%	4,0%	4,5%	4,5%	100%	Nov'16 (↓)	-4,2%
Farmacia	Neutral						5,6%	6,0%	6,7%	6,7%	100%	Ene'17 (↓)	2,9%
Euro STOXX							4,35%	3,68%					
cartera							4,16%	3,52%					
Estilos inversión:	Defensivos frente a Financieros/Cíclicos						-0,21%	-0,32%	(ponderación rec cíclicos vs bench 1,02)				
	Growth = Value						-0,18%	2,31%	(MSCI Eur Growth/MSCI Eur Value)				

Fuente: BS Análisis

POSICIONAMIENTO EN CARTERAS Y RECOMENDACIONES DE VALORES

CARTERAS ESPAÑA

ULTIMOS CAMBIOS VALORES EN CARTERAS

Cartera Modelo

Sin cambios desde nuestro anterior informe.

La beta histórica de 250 sesiones (un año) de la cartera se sitúa en el 0,82x y la beta histórica calculada en 30 sesiones en 0,55x frente a 0,82x y 0,56x anteriores respectivamente.

Carteras reducidas

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

Sin cambios desde nuestro anterior informe.

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

Sin cambios desde nuestro anterior informe.

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

Entran **Talgo** y **Cellnex** en el lugar de **CAF** y **LAR**. En Talgo, el valor cotiza un nivel de adjudicaciones tan pesimista que rebaja mucho el riesgo de caída. En **Cellnex**, valoramos la visibilidad de su negocio y la presencia de catalizadores (compra de torres a operadores de telecomunicaciones).

CARTERAS EUROPEAS

ULTIMOS CAMBIOS VALORES

Cartera Modelo

Con respecto a los pesos, los riesgos políticos nos hacen **reducir nuestra exposición al mercado francés en valores donde además no vemos catalizadores relevantes en los próximos meses o que ya lo han hecho muy bien**. Bajamos así peso en **AXA, Danone, Essilor y Société Générale**. Damos entrada en la cartera a **Allianz** (se revisó la recomendación a COMPRAR) y **Bayer** (los comentarios de resultados nos aportan confianza no sólo en operativo, sino también en un final feliz en la operación de Monsanto). Finalmente **subimos peso en Santander**.

La beta histórica de 250 sesiones (un año) de la cartera se sitúa en el 1,01x y la beta histórica calculada en 30 sesiones en 1,02x frente a 1,02x y 0,98X anteriores respectivamente.

Carteras reducidas

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

Sale de la cartera Axa y damos entrada a Allianz por las razones comentadas anteriormente.

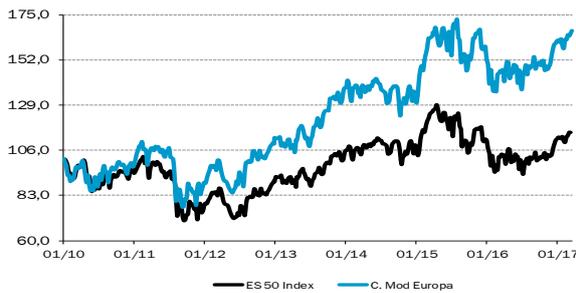
Tabla 10 : Evolución de nuestras carteras

	% 1 sem	%4 Sem.	%1 Trim	%12 M	YTD	2016	Desde 31/12/2015	Desde 31/12/2014	Desde 31/12/2013
IBEX	2,5%	7,9%	9,2%	14,6%	9,4%	-2,0%	5,8%	-0,2%	1,0%
CARTERA MODELO ESPAÑOLA	1,4%	6,3%	9,6%	18,9%	9,6%	3,1%	10,5%	6,6%	5,2%
<i>vs Ibex</i>	-1,0%	-1,5%	0,4%	3,7%	0,2%	5,2%	4,4%	6,8%	4,2%
CARTERA 5 VALORES	0,5%	3,8%	7,7%	7,2%	7,4%	-6,7%	0,2%	-0,6%	1,3%
<i>vs Ibex</i>	-1,9%	-3,9%	-1,4%	-6,4%	-1,8%	-4,8%	-5,3%	-0,4%	0,4%
CARTERA HIGH YIELD	0,6%	3,6%	6,9%	14,4%	7,1%	0,7%	6,4%	6,3%	6,6%
<i>vs Ibex</i>	-1,8%	-4,0%	-2,1%	-0,2%	-2,0%	2,7%	0,5%	6,5%	5,6%
C. Small&Mid	0,1%	2,7%	9,1%	25,6%	7,1%	11,7%	15,8%	17,3%	11,6%
<i>vs Ibex</i>	-2,3%	-4,9%	0,0%	9,7%	-2,1%	14,0%	9,4%	17,5%	10,5%
Eurostoxx50	0,3%	2,4%	4,6%	12,4%	4,0%	0,7%	1,2%	2,4%	2,0%
BS ES50 Modelo	0,9%	3,0%	4,4%	14,0%	3,8%	1,9%	4,7%	10,2%	6,1%
<i>vs ES50</i>	0,6%	0,5%	-0,2%	1,4%	-0,2%	1,2%	3,4%	7,6%	4,0%
BS High Yield ES50	0,7%	1,2%	3,6%	17,4%	3,2%	5,7%	7,4%	17,3%	10,5%
<i>vs ES50</i>	0,4%	-1,2%	-1,0%	4,4%	-0,7%	5,0%	6,0%	14,5%	8,3%

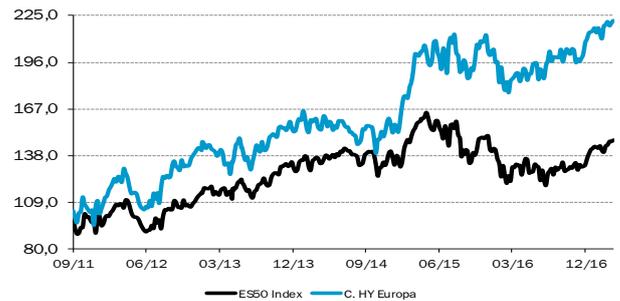
Fuente: BS Análisis

Gráficos 51 a 54: Evolución de nuestras carteras

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



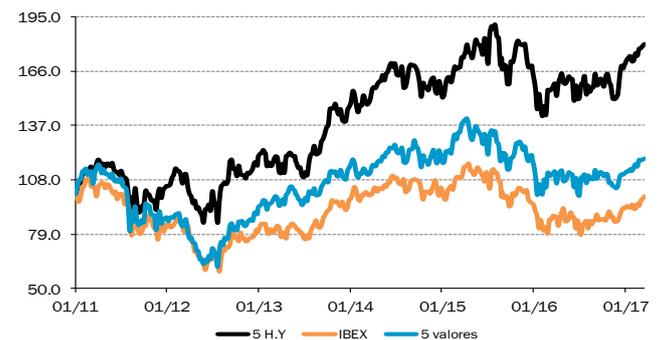
Cartera HY frente a ES50 (Base 100 = 18/08/2011)



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



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



Fuente: BS Análisis

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

Sector y Valor	P.O.	Pot.	PER 17	Yield 17	Peso IGBM	Peso IBEX	% Peso Cartera	vs. ant Informe
Comunicación					10,6%	11,0%	19,0%	
Telefónica	12,30	17,9%	12,25	3,9%	9,27%	9,91%	11,0%	
Mediaset	12,50	7,6%	18,08	5,5%	0,43%	0,59%	5,0%	
Cellnex	20,90	37,8%	42,46	1,4%	0,39%	0,53%	3,0%	
Consumo Cíclico					11,6%	14,2%	21,0%	
Inditex	38,50	21,0%	27,40	1,9%	8,83%	11,21%	14,0%	
IAG	6,90	9,5%	7,38	3,2%	1,80%	2,53%	3,0%	
Meliá	13,30	8,0%	27,59	1,1%	0,31%	0,43%	4,0%	
Consumo No Cíclico					6,4%	5,5%	8,0%	
Día	6,70	31,6%	12,63	4,4%	0,63%	0,60%	5,00%	
Abertis	15,60	5,0%	21,00	5,4%	1,96%	2,77%	3,00%	
Energía					3,4%	4,1%	9,0%	
Repsol	15,70	8,6%	12,80	0,0%	3,27%	4,08%	9,00%	
Financieras					40,2%	36,0%	25,0%	
Santander	BR	n.a.	12,47	3,7%	18,31%	15,61%	11,3%	
Bankia	1,12	3,2%	14,56	3,4%	1,10%	1,41%	5,8%	
Caixabank	BR	n.a.	14,05	3,6%	0,030942	0,0439	0,03	
Merlin	11,62	12,2%	6,20	4,7%	0,75%	0,92%	5,0%	
Industriales					9,3%	8,9%	5,0%	
Acciona	89,00	21,2%	14,05	4,3%	0,46%	0,63%	5,0%	
Utilities					13,4%	14,6%	8,0%	
Iberdrola	6,80	10,5%	15,94	5,0%	7,29%	7,93%	8,0%	
Materias Primas					1,2%	1,5%	5,0%	
Acerinox	14,50	16,1%	18,08	3,4%	0,41%	0,56%	5,0%	

Fuente: BS Análisis

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

Sector y Valor	P.O.	Pot.	PER '17	Yield '17	Peso ES50	Peso Cartera	4 sem (%)	vs. ant Informe
Materiales Básicos					9,0%	11,4%		
Air Liquide	117,0	10,4%	19,3	2,46%	1,8%	8,58%	2,8%	
Industriales					14,3%	22,2%		
Deutsche Post	BR	n.a.	15,7	3,13%	1,3%	8,29%	-3,4%	
Airbus	78,0	13,2%	20,2	2,00%	1,6%	4,10%	3,3%	
Saint Gobain	52,0	12,5%	19,0	2,68%	0,9%	4,88%	1,7%	
Vinci	77,0	6,7%	17,3	2,45%	1,6%	4,97%	5,4%	
Bs. Consumo					25,0%	25,4%		
Daimler	82,0	17,3%	9,0	4,43%	3,0%	4,05%	0,7%	
Lvmh	207,0	3,7%	23,0	2,17%	2,3%	9,15%	3,7%	
Inditex	38,5	21,0%	27,4	1,94%	1,5%	5,07%	3,5%	
Danone	78,3	22,4%	19,0	2,90%	1,6%	1,66%	2,6%	
AB Inbev	125,6	22,2%	23,2	3,94%	3,5%	5,42%	-0,5%	
Petróleo y Gas					6,1%	5,0%		
Total	49,5	2,6%	11,4	5,62%	4,8%	5,35%	1,4%	
Tecnología					5,4%	9,9%		
SAP	BR	n.a.	23,1	1,73%	3,7%	9,96%	1,7%	
Financieras					22,5%	20,7%		
Santander	BR	n.a.	12,5	3,71%	3,5%	7,09%	11,3%	
Intesa Sanpaolo	2,8	11,7%	11,5	8,54%	1,5%	3,19%	17,1%	
Société Générale	49,2	5,2%	10,5	4,81%	1,6%	3,09%	11,8%	
Allianz	189,0	11,9%	10,3	4,85%	3,3%	3,94%	1,5%	
AXA	28,5	21,4%	9,4	5,16%	2,4%	3,36%	2,9%	
Farmacia					6,4%	1,7%		
Essilor	126,0	12,8%	27,1	1,14%	1,0%	1,67%	3,3%	
Telecomunicaciones					6,7%	2,1%		
Telefónica	12,3	17,9%	12,2	3,86%	2,1%	2,07%	11,6%	
Utilities					4,7%	1,6%		
Iberdrola	7,2	10,5%	15,9	4,97%	1,8%	1,61%	7,1%	

Fuente: BS Análisis

CAMBIOS DE VALORACIÓN Y RECOMENDACIONES RECIENTES EN VALORES EN COBERTURA

ESPAÑA

SACYR

Revisión al alza del precio objetivo tras mejora valor Repsol. COMPRAR. Elevamos precio objetivo un **+16%** hasta **2,84 euros/acc.** tras mejorar valoración de su participación en Repsol (que pasa de 12,9 a 14,72 euros/acc tras subir un +17% en mercado en los últimos 3 meses). Concesiones (52%) y Repsol (31%) tienen el mayor peso en el precio objetivo. Los resultados 2016, publicados ayer, fueron mejores de lo previsto en márgenes, ya que las ventas estuvieron por debajo. No hemos realizado cambios significativos en nuestras estimaciones de resultados. Como principal riesgo, todavía creemos que el apalancamiento es alto con un LTV del 73%, lo que produce volatilidad en la acción.

PRISA

Resultados por encima en EBITDA por el mejor comportamiento de Santillana y a pesar de los peores datos de Radio y prensa. El BDI queda por debajo de nuestras estimaciones por el impacto negativo de la reforma fiscal sobre la deducción de escudos fiscales. La DFN se reduce hasta los 1.486,1 millones de euros principalmente por el impacto positivo del bono y de la venta de Canal+ ambos ya conocidos, y por la generación de caja en el cuarto trimestre 2016. El impacto en mercado podría ser positivo atendiendo al flojo performance de la acción en 2017 y por los mejores datos de Santillana. No obstante, nosotros mantenemos cautela en el valor, por el elevado endeudamiento, la necesidad de acometer desinversiones dada la proximidad de un vencimiento importante y la escasa generación de caja. Con respecto a la venta de Santillana, comentan que sigue en curso, pero no dan información adicional sobre la situación del proceso o timing. Situamos el precio objetivo a Bajo Revisión, hasta ajustar las estimaciones a los datos vistos en el trimestre estanco. **VENDER.** Precio objetivo. Bajo Revisión.

IBERPAPEL

Publicó unos resultados 2016 buenos que destacaron por sus altos márgenes. Aunque el volumen de venta cae, los márgenes suben con fuerza por mejoras de eficiencia en fábrica y reducción de costes de Materias Primas. La caja neta a fin de periodo es de 55 millones de euros frente a 45,0 millones de euros a diciembre de 2015. Tras estos resultados revisamos **EBITDA'17 un +16% , +22% en recurrencia (elevando también nuestras estimaciones de crecimiento a perpetuidad, que ahora es de +0% frente a -0,5% anterior) con un impacto en precio objetivo de +30%** hasta 32,9 euros/acc. . **Reiteramos COMPRAR.**

ACCIONA

Mejoramos por Energía y Construcción. COMPRAR Tras unos resultados 2016 mejor de lo esperado (donde destaca la buena evolución de la subdivisión de construcción y del apalancamiento de Acciona) y haber tenido en cuenta **el efecto positivo de la actualización de la regulación para renovables en España y los ahorros en costes financieros** derivados de la reestructuración de la deuda en 2016, **mejoramos estimaciones y valoración hasta un precio objetivo de 89 euros/acc..** Pensamos **el consenso** no ha tenido en cuenta estos efectos y **tiene que mejorar para 2017 +2% en EBITDA y +30% en BDI.**

ENCE

Plan de inversiones actualizado. COMPRAR Tras unos resultados 2016 mejor de lo esperado y la actualización del plan de inversión recientemente anunciado por la compañía, **mejoramos EBITDA y BDI +2% y +12% respectivamente de media en 2017-20.** Resultado de las mejores estimaciones y una DFN'17 un-7% inferior a lo esperado, **mejoramos precio objetivo +9,5% hasta 3,45 euros/acc..** Para 2017 estimamos un crecimiento de +22% en EBITDA hasta 154 millones de euros y pensamos que el consenso tiene que mejorar sus estimaciones un +8% en EBITDA'17 y +17% en BDI'17.

ACERINOX

Revisamos al alza por mejores perspectivas y buen newsflow a corto plazo.

COMPRAR

Tras unos **resultados 2016 algo mejor de lo previsto** y sobre todo gracias a las **favorables perspectivas planteadas para 2017** y la **subida de precios anunciada en Estados Unidos**, revisamos al alza nuestras estimaciones y precio objetivo un **+7% a 15,5 euros/acc.** . Más allá del potencial, creemos que **las noticias seguirán siendo positivas** . Además creemos que **el consenso seguirá revisando estimaciones al alza.**

IBERDROLA

Upgrade del plan estratégico 2016-2020. COMPRAR

IBE sigue siendo nuestra eléctrica preferida en un entorno de TIRes al alza, que es exigente para el sector. Diversificación y crecimiento son sus puntos clave diferenciales. Tras revisión de objetivos 2020 al alza por parte de IBE (+3% en EBITDA (+14% vs BS(e)), +8% en BDI; (+14% vs BS(e)) **nosotros también revisamos** (+5% en EBITDA'20 y +6% en BDI'20) **con un impacto en P.O. de +6%** (hasta 7,2 euros/acc.) aunque nos quedamos por debajo de IBE. No cotiza barato en términos absolutos pero sí en términos relativos a cotizaciones históricas y a crecimiento. **IBE es la eléctrica que arroja mayor crecimiento en BDI** (+4,8% TACC 16-18 vs -3,7% GAS y -6,3% ELE), por ello debería recuperar la prima de cotización histórica (+32% vs +15% actualmente).

EUROPA

DEUTSCHE BANK

Hay que mirar a 2019 para ver potencial. Mantenemos VENDER.

La situación de Deutsche Bank se ha normalizado en los últimos meses, aunque los resultados están lejos de normalizarse, y para ver un nivel recurrente de rentabilidad tenemos que contemplar 2019. Asumiendo el *guidance* de la compañía (28.000 millones de euros en ingresos y 22.000 millones de euros de costes), **llegamos un precio objetivo de 12,4/29 euros/acc. con RoTBV'17e y 2019e** respectivamente y **12,6/25,7 euros/acc.** asumiendo una ampliación de capital de 5.000 millones Empleamos en nuestra valoración un RoTBV sostenible basado en nuestras estimaciones'17-19 del 4,2% una vez que no vemos riesgo de supervivencia de la franquicia, y elevamos el precio objetivo hasta **18,3 euros/acc.** Mantenemos **VENDER** por el reducido potencial.

INTESA

Back to Basics. Dividendo y capital. Subimos precio objetivo a 2,8 euros/acc.

COMPRAR

La acción debería recuperar parte del terreno perdido en 2016 y 2017 dado que **no se explica por fundamentales** sino por "la presión por hacerse con Banca dei Monte di Paschi (BMPS)" y la posterior potencial compra de Generali. **Una vez despejadas estas dudas se deberían poner en precio los sólidos fundamentales. Esto es "best in class"** en CT1 FL' y 10.000 millones de euros de dividendos'14-17 garantizados. Tras los resultados 2016 **revisamos estimaciones BPA'17-18** un +3% lo que unido a otros parámetros de valoración nos llevan a un **precio objetivo de 2,8 euros/acc.** y mantenemos **COMPRAR.**

AIR LIQUIDE

Revisamos estimaciones y precio objetivo al alza por la mayor Producción Industrial. COMPRAR

Las positivas perspectivas, ratificadas por Air Liquide, nos hacen **revisar estimaciones al alza.** El EBIT'17 crece un +18% por 5 meses más de Airgas, **sinergias, recortes de costes y más crecimiento orgánico** por la **mayor producción industrial.** Revisamos el precio objetivo a **117 euros/acc.** . Creemos que es un momento propicio para **COMPRAR**, pues mientras **AI mantiene sus virtudes**, el **newsflow a corto plazo será positivo** pues la actividad industrial incide directamente en Industrial Merchant. Con las **sinergias de Airgas** cotiza a **~9,5x EV/EBITDA.**

BMW

BMW. Malos resultados cuarto trimestre 2016 y cambiamos nuestra recomendación a VENDER.

Resultados cuarto trimestre 2016 peor de lo esperado en EBIT por los márgenes del grupo. **BMW ha aportado el guidance'17 de volúmenes de ventas de "ligero crecimiento frente a 2016", algo que nos parece fácilmente alcanzable** y que revisaremos pero pensamos que los costes actuarán como contrapeso en EBIT, por lo que no esperamos una revolución en los márgenes. Todo esto, supondrá una revisión de ~+5,5% en EBIT'17 frente a nuestras anteriores estimaciones e implicaría elevar nuestro precio objetivo a ~88 euros/acc, que **nos lleva a cambiar a VENDER.**

AIRBUS

AIRBUS. Elevamos precio objetivo a 78,0 euros/acc. tras resultados cuarto trimestre 2016 y positivas perspectivas. COMPRAR.

Unos positivos resultados cuarto trimestre 2016 de Aviación Comercial, el **aumento de producción programado a medio plazo** que se dejará notar desde el segundo semestre 2017, **unas mejores coberturas dólar/euro en 2019/20e** y un **menor nivel de inversiones, permitirán acelerar el ritmo de generación de FCL operativo hasta una TACC'16/21 BS(e) del +18%**. Con esto, **elevamos precio objetivo hasta 78,0 euros/acc. y reiteramos COMPRAR.**

BNP

Plan Estratégico'17-20. Cambiamos a COMPRAR.

La compañía presentó su guidance'17-20: (i) **TACC ingresos'16-20>2,5%** (+2,3% BS(e)), (ii) **inversiones'17-19 de 3.000 millones de euros** (digitalización) que le supondrán 3.400 millones de euros de costes en el periodo y a partir del año 2020 un ahorro anual de 2.700 millones de euros (9% de su base actual), (iii) **un mantenimiento del coste de riesgo'20** en 46 puntos básicos (BS(e) en línea). La RoTBV pasaría de un 9,4% en 2016 (ex no recurrentes) a un 10% en 2020 (en línea BS(e)) y el CT1 FL'20 un +12% con un pay-out del 50%. Revisamos nuestras estimaciones'17-20 un +6% promedio lo que unido a otros ajustes en la valoración elevan el **precio objetivo a 68 euros/acc. Cambiamos a COMPRAR.**

ESSILOR

La fusión de Luxottica y un comparable menos exigente desde primer trimestre 2017 impulsarán al valor. COMPRAR

Rebajamos precio objetivo hasta 126 euros/acc. tras revisar ligeramente estimaciones y reiteramos COMPRAR ya que las fluctuaciones en crecimiento no alteran el Investment Case de crecimiento en Emergentes y productos Premium. Por ello, creemos que las dudas en torno a los LfL **podrían seguir ofreciendo oportunidades de entrada en EI.** Además: (i) **Cotiza a 15,5x EV/EBIT'17e** frente a 17x histórico, y (ii) **La fusión con Luxottica generará un aflorar un valor adicional >16 euros/acc.** en un escenario conservador de sinergias, y además **implica valorar Luxottica a 12,8x EV/EBIT** o un -25% frente a la cotización actual de Luxottica.

SAFRAN

Iniciamos cobertura con recomendación de COMPRAR y precio objetivo de 80 euros/acc.

Es una compañía clave del mercado aeronáutico. Los elevados márgenes de su división de Propulsión, se verán presionados a la baja los próximos años por la **transición a la fabricación del motor LEAP. No obstante, sólo el negocio de Servicios de la flota actual y Equipamiento** suponen ~80% del EBIT Grupo. **La oferta por Zodiac tiene sentido estratégico, pero la generación de valor a corto plazo no es muy evidente, si bien el impacto en valoración sería limitado (BS(e) -2%).** La mayor percepción de riesgo ha hecho que cotice con descuento del - **23% EV/EBIT'17e frente a competidores** con similares perspectivas de crecimiento

RENTA FIJA: EVOLUCIÓN DEL MES Y RECOMENDACIONES

Repunte de rentabilidades soberanas en el cómputo mensual tras las reuniones de los bancos centrales

Las **rentabilidades periféricas a largo plazo** ampliaron en un mes marcado por el tono más *hawkish* del BCE y la primera subida de tipos del año por parte de la Fed. En la periferia, a pesar de la menor incertidumbre política en Francia, el **10 años español** amplió desde el 1,67% hasta el 1,72% mientras que Italia abarató desde el 2,18% hasta el 2,25%. En **Portugal**, el 10 años amplió desde el 3,94% hasta el 4,14% afectado por la disminución en las compras del BCE. En **Grecia**, sigue sin llegarse a un acuerdo acerca de la segunda revisión del programa de ayuda, el 2 años lo recogió repitió en el 8,04%.

En **deuda core**, declaraciones desde el BCE dejando abierta a repuntes de tipos antes de finalizar el QE, provocaron **repuntes en el 2 años alemán desde el -0,89% hasta el -0,76%** a la vez que el 10 años amplió desde el 0,23% hasta el 0,40% (pendiente 2-10 años en 120 puntos básicos desde los 130 anterior). Con todo, la **prima de riesgo española estrechó hasta los 130 puntos básicos** y la italiana hasta los 185 puntos básicos. En **Estados Unidos el 10 años** cotizó sin apenas cambios en el 2,41%, **tras tocar el 2,60% post Fed y lastrado posteriormente ante la incertidumbre política fiscal de Trump**. El mercado descuenta una tercera subida de tipos para dic'17 con un 34% de probabilidad.

En crédito, el tramo subordinado e híbrido financiero doméstico lideró el mejor comportamiento ante la búsqueda de altos diferenciales

En **crédito** la búsqueda de rentabilidad fue la nota predominante, el tramo senior financiero registró **correcciones en los tramos cortos de Santander y BBVA**, mientras que los **subordinados e híbridos estrecharon de forma notable** en Santander, BBVA, Bankia y Liberbank beneficiados por una fuerte demanda en el mercado primario. En **bonos corporativos, se acentúa el aplanamiento de pendientes** con toma de beneficios en el corto plazo y estrechamientos en el largo plazo de **Telefónica, Gas Natural e Iberdrola**.

El **Tesoro español** lleva ejecutado hasta el momento el **35% de la estrategia de financiación** a largo plazo frente al 30% que llevaba en 2016. En **primario** destacaron las emisiones **subordinadas de Liberbank, Bankia y Mapfre** (todas ellas muy demandadas) y los bonos senior de **Ferrovial**.

PREFERENCIAS POR TIPOLOGÍA DE ACTIVOS

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

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

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

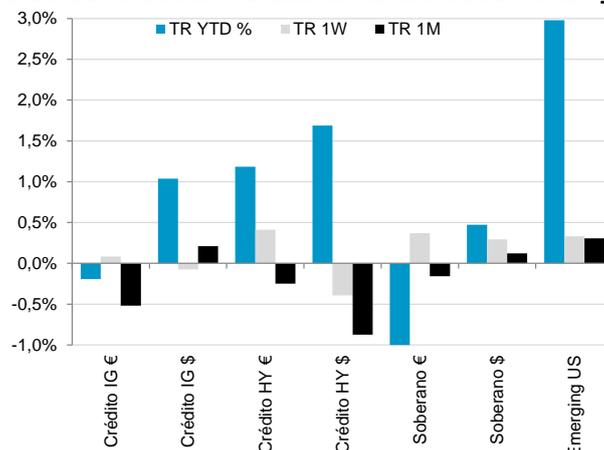
DEUDA FINANCIERA: Mantenemos financieros senior en Neutral frente el Benchmark de crédito y Sobreponderamos frente a deuda subordinada y cédulas. En cédulas continuamos en Neutral vs senior financiero y positivos en Soberanos frente a cédulas.

CC.AA. y Agencias: Continuamos en Neutral frente a Tesoro en ambas.

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

EVOLUCION MENSUAL DE LOS ACTIVOS DE RENTA FIJA

Gráfico 55: Evolución mensual de los activos de Renta Fija



Fuente: BS Análisis

ANEXO 1: Ratios principales de compañías

ESPAÑA

COMPañÍAS	P.O. Actual	EV/EBITDA 17e	Dividend Yield'17e	COMPañÍAS	P.O. Actual	EV/EBITDA 17e	Dividend Yield'17e
ABERTIS	15,60	8,7	5,3%	GAS NATURAL	20,20	7,8	5,1%
ACCIONA	89,00	7,8	4,3%	GRIFOLS	18,50	14,4	1,5%
ACERINOX	15,50	7,9	3,4%	HISPANIA	13,94	16,5	4,3%
ACS	33,50	5,5	3,7%	IAG	6,90	4,1	3,3%
ADVEO	4,60	4,5	0,0%	IBERDROLA	7,20	9,5	4,9%
AENA	121,00	12,2	2,4%	IBERPAPEL	32,90	7,8	2,4%
ALMIRALL	17,00	9,8	1,5%	INDITEX	38,50	15,9	2,1%
AMADEUS	47,00	12,5	2,0%	INDRA	11,10	8,0	0,0%
APPLUS	9,70	10,6	1,2%	LAR ESPAÑA	9,05	19,1	5,6%
ATRESMEDIA	13,00	11,9	4,9%	LIBERBANK	1,10	n/a	2,4%
ARCELOR MITTAL	9,50	4,8	0,0%	LOGISTA	24,80	2,9	4,1%
AXIARE	14,10	25,5	1,8%	MAPFRE	2,80	n/a	4,7%
BANKIA	1,12	n/a	3,4%	MERLIN PROPERTIES	11,62	23,3	4,7%
BANKINTER	6,60	n/a	3,4%	NH HOTELES	4,40	8,4	0,0%
BARÓN DE LEY	124,00	9,4	0,0%	OHL	BR	7,7	3,7%
BBVA	6,60	n/a	4,4%	PRISA	BR	6,0	0,0%
CAF	42,00	8,1	2,9%	RED ELECTRICA	17,93	9,7	0,0%
CAIXABANK	BR	n/a	3,5%	REN	2,70	8,0	0,0%
C. OCCIDENTE	35,00	n/a	2,6%	REPSOL	15,70	6,5	0,0%
CELLNEX	20,90	14,8	1,4%	ROVI	17,00	15,1	0,0%
COLONIAL	8,15	32,1	1,9%	SACYR	2,84	14,1	0,0%
DIA	6,70	6,4	4,3%	SANTANDER	BR	n/a	3,7%
D.FELGUERA	1,54	4,5	4,6%	MELIÁ Hotels	13,30	11,6	1,1%
EBRO FOODS	22,12	9,3	3,1%	DEOLEO	0,25	10,6	0,0%
EDP	3,15	8,3	6,5%	TALGO	5,80	7,3	2,5%
EDP Renovaveis	8,20	8,0	1,1%	T. REUNIDAS	31,61	9,1	3,8%
ENAGAS	25,18	11,1	6,1%	MEDIASET ESPAÑA	12,50	13,2	5,5%
ENCE	3,45	5,7	5,1%	TELEFÓNICA	12,30	6,5	3,8%
ENDESA	19,40	8,3	6,4%	TUBACEX	2,00	9,1	1,8%
EUSKALTEL	11,00	8,8	2,3%	TUBOS REUNIDOS	0,64	17,7	0,0%
EUROPAC	6,60	6,1	4,3%	VIDRALA	55,94	8,3	1,9%
FCC	8,10	8,8	0,6%	VISCOFAN	54,36	10,3	2,8%
FERROVIAL	20,20	18,0	3,8%	VOCENTO	1,70	6,1	0,0%
GAMESA	20,00	9,4	1,1%	ZARDOYA OTIS	7,90	15,8	4,0%

Fuente: BS Análisis

EUROPA

COMPAÑÍAS	P.O. Actual	EV/EBITDA 17e	Dividend Yield'17e	COMPAÑÍAS	P.O. Actual	EV/EBITDA 17e	Dividend Yield'17e
ADIDAS AG	154,00	24,8	0,9%	INTESA SAN PAOLO	2,80	n/a	7,2%
AIRBUS	78,00	7,0	1,9%	LOREAL	186,00	18,8	1,7%
AIR LIQUIDE	117,00	10,4	2,5%	LVMH	207,00	12,4	2,0%
ALLIANZ	189,00	n/a	4,5%	MUNICH RE	167,00	n/a	4,7%
ANHEUSER-BUSCH INBEV	125,60	12,8	3,8%	ORANGE	17,00	6,0	4,1%
AXA	28,50	n/a	4,8%	SAFRAN	80,00	9,7	2,2%
BAYER	BR	10,4	2,4%	SAINT GOBAIN	52,00	8,2	2,7%
BBVA	6,60	n/a	4,4%	SANOFI	84,00	10,6	3,8%
BNP PARIBAS	68,00	n/a	4,4%	SANTANDER	BR	n/a	3,5%
BMW	BR	3,5	4,0%	SAP	BR	15,6	1,6%
DAIMLER	82,00	3,5	3,5%	SIEMENS	106,00	14,9	2,9%
DANONE	78,30	11,1	2,6%	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	49,20	n/a	4,5%
DEUTSCHE BANK	16,00	n/a	0,0%	TELEFÓNICA	12,30	9,8	5,2%
DEUTSCHE POST	BR	9,8	2,7%	TOTAL	53,00	6,1	5,8%
DEUTSCHE TELEKOM	17,90	6,4	3,7%	UNICREDIT	18,00	n/a	0,0%
ENEL	4,80	6,4	4,2%	UNILEVER NV	43,90	15,7	2,7%
ENI	13,70	4,0	5,3%	VINCI	77,00	9,9	2,4%
ESSILOR	126,00	16,1	1,3%	VIVENDI	17,20	12,7	11,7%
IBERDROLA	7,20	9,9	4,8%	VOLKSWAGEN	123,00	1,6	4,2%
INDITEX	38,50	20,4	1,8%				

Fuente: BS Análisis

ANEXO 2: EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS

	23/03/2017	Var %1 Día	28/02/2017	Var %MTD	31/12/2016	YTD 2017	23/03/2016	Var %12M
1. BOLSAS								
IBEX 35	10.324,90	0,93	9.555,50	8,05	9.352,10	10,40	8.789,80	17,46
FRÁNCFORT	12.039,68	1,14	11.834,41	1,73	11.481,06	4,87	9.851,35	22,21
Londres	7.340,71	0,22	7.263,44	1,06	7.142,83	2,77	6.106,48	20,21
París	5.032,76	0,76	4.858,58	3,58	4.862,31	3,51	4.329,68	16,24
Euro Stoxx 50	3.452,18	0,92	3319,61	3,99	3290,52	4,91	2986,73	15,58
TOKIO-NIKKEI 225	19.257,01	0,90	19.118,99	0,72	19.114,37	0,75	16.892,33	14,00
TOKIO-TOPIX	1.542,82	0,81	1.535,32	0,49	1.518,61	1,59	1.354,61	13,89
TOKIO-NIKKEI 300	307,57	0,83	306,26	0,43	304,09	1,14	272,92	12,70
SHANGHAI COMPOSITE	3.252,73	0,13	3.241,73	0,34	3.103,64	4,80	2.960,97	9,85
DOW JONES	20.656,58	-0,02	20.812,24	-0,75	19.762,60	4,52	17.515,73	17,93
NASDAQ	5.817,69	-0,07	5.825,44	-0,13	5.383,12	8,07	4.773,51	21,87
S&P 500	2.345,96	-0,11	2.363,64	-0,75	2.238,83	4,79	2.035,94	15,23
RUSSELL 2000	1.353,43	0,58	1386,68	-2,40	1357,13	-0,27	1.079,54	25,37
BRAZIL BOVESPA	63.530,79	0,01	66.662,10	-4,70	60.227,29	5,49	49.657,39	27,94
MEXICO BOLSA	48.676,91	0,39	46856,79	3,88	45642,90	6,65	45.647,57	6,64
MSCI EMERGING	51.571,89	0,15	50.327,04	2,47	47.650,99	8,23	45.050,66	14,48
MSCI WORLD	523,60	0,14	521,94	0,32	500,35	4,65	454,79	15,13
VIX (Volat.Sintética S&P500)	13,12	2,42	12,92	1,55	14,04	-6,55	14,74	-10,99
V2TX (Volat.Sintética Eurostoxx 50)	15,10	4,02	16,28	-7,29	18,12	-16,69	24,63	-38,70
VDAX (Volat.Sintética DAX)	14,34	1,47	15,74	-8,92	17,85	-19,65	24,66	-41,85
2. DIVISAS								
EUR/USD	1,0783	-0,13	1,0576	1,96	1,0517	2,53	1,1174	-3,50
EUR/JPY	119,6200	-0,34	119,2700	0,29	122,9700	-2,72	126,1600	-5,18
EUR/GBP	0,8612	-0,42	0,8543	0,82	0,8535	0,90	0,7896	9,08
USD/JPY	110,9400	-0,20	112,7700	-1,62	116,9600	-5,15	112,9000	-1,74
GBP/USD	1,2521	0,29	1,2380	1,14	1,2340	1,47	1,4153	-11,53
EUR/CHF	1,0712	0,07	1,0638	0,69	1,0721	-0,09	1,0903	-1,76
USD/CAD	1,3350	0,16	1,3301	0,37	1,3441	-0,68	1,3248	0,77
AUD/USD	0,7627	-0,66	0,7657	-0,39	0,7208	5,81	0,7528	1,32
USD/BRL	3,0879	0,00	3,1104	-0,72	3,2552	-5,14	3,6849	-16,20
USD/MXN	18,9286	-0,51	20,1090	-5,87	20,7272	-8,68	17,6102	7,49
USD/CLP	662,82	0,58	650,1000	1,96	670,40	-1,13	677,92	-2,23
USD/ARS	15,62	0,16	15,48	0,90	15,8800	-1,64	14,5075	7,66
3. MATERIAS PRIMAS								
Petróleo (Brent)	50,56	-0,16	55,59	-9,05	56,82	-11,02	40,44	25,02
CRB	183,85	-0,24	190,62	-3,55	192,51	-4,50	172,18	6,78
Oro	1.245,20	-0,29	1.248,44	-0,26	1.147,50	8,51	1.216,82	2,33
Gasoil	450,25	0,73	489,25	-7,97	501,00	-10,13	360,75	24,81
Trigo	421,00	-0,30	443,75	-5,13	420,50	0,12	517,25	-18,61
Cobre	5.780,00	0,57	5.966,50	-3,13	5.523,00	4,65	4.971,50	16,26
Aluminio	1.924,75	-0,79	1.918,50	0,33	1.770,00	8,74	1.783,75	7,90
4. CREDITO								
iTraxx Europa 5y (EU Inv.Grade)	75,52	-0,16	73,08	2,44	72,04	3,48	75,88	-0,36
iTraxx Crossover 5y (Bonos Basura)	295,00	0,00	292,12	2,88	289,21	5,79	317,53	-22,54
CDX US.Inv. Grade	68,45	0,00	62,41	6,04	67,47	0,98	83,33	-14,88
CDX Hvol 5y (US. High Yield)	106,94	0,00	107,70	-0,76	106,15	0,79	102,60	4,34
SECTORIALES								
iTraxx Sen-Financials 5Y	120,41	0,00	120,10	0,26	119,88	0,44	118,93	1,48
iTraxx Sub-Financials 5Y	194,72	-2,99	211,60	-7,98	221,69	-12,17	210,94	-16,22
CDS PAÍSES								
Alemania 5Y	18,35	-1,09	22,01	-3,66	21,78	-3,43	20,17	-1,81
Francia 5Y	47,20	-10,84	57,56	-10,36	37,01	10,19	34,33	12,87
España 5Y	75,33	-0,41	77,18	-1,85	75,62	-0,29	98,01	-22,68
Portugal 5Y	233,28	-2,70	288,67	-55,38	274,01	-40,73	271,43	-38,14
Irlanda 5Y	52,69	-1,61	66,89	-14,19	63,75	-11,06	60,73	-8,04
5. BONOS								
FGBL c1 (Futuro 10 ALE)	160,03	-0,17	166,05	-6,02	164,15	-4,12	162,73	-2,70
USc1 (Futuro 10 USA)	124,25	-0,16	125,11	-0,86	124,28	-0,03	129,22	-4,97

	23/03/2017	Var p.b.	28/02/2017	Var p.b. mes	31/12/2016	Var p.b. año	23/03/2016	Var 12M p.b.
6. MERCADOS DE DEPÓSITOS								
EURIBOR								
D/D	-0,36	-1,00	-0,35	-1,20	-0,33	-2,80	-0,34	1,50
1M	-0,37	0,10	-0,37	-0,20	-0,37	-0,50	-0,33	-4,00
3M	-0,33	-0,10	-0,33	0,00	-0,32	-1,10	-0,24	-8,00
6M	-0,24	-0,10	-0,24	-0,30	-0,22	-2,10	-0,13	-8,90
12M	-0,11	0,00	-0,11	0,80	-0,08	-2,40	0,00	-8,00
ESTADOS UNIDOS								
D/D	0,93	0,00	0,68	24,48	0,69	23,32	0,37	31,78
1M	0,98	0,67	0,79	19,50	0,77	21,22	0,43	34,02
3M	1,16	0,06	1,06	9,28	1,00	15,89	0,63	36,95
6M	1,43	-0,25	1,37	5,64	1,32	11,36	0,90	41,28
12M	1,81	-0,86	1,76	5,06	1,69	12,11	1,22	46,13
7. TIPOS SWAP								
EURO								
3 AÑOS	0,03	0,75	-0,10	12,65	-0,10	13,05	-0,12	1,10
5 AÑOS	0,28	0,10	0,08	19,40	0,08	20,10	0,05	2,33
10 AÑOS	0,84	-0,40	0,67	16,60	0,66	17,60	0,58	7,89
30 AÑOS	1,43	0,00	1,31	11,80	1,23	19,70	1,06	16,95
DÓLAR								
3 AÑOS	1,63	0,89	1,61	2,27	1,45	17,99	0,97	48,00
5 AÑOS	2,08	1,36	2,05	3,40	1,98	10,65	1,34	63,42
10 AÑOS	2,41	1,36	2,37	4,06	2,34	7,77	1,78	55,41
30 AÑOS	2,66	1,14	2,63	3,76	2,59	7,17	2,19	40,64
8. DEUDA PÚBLICA								
ESPAÑA								
2 AÑOS	-0,20	-0,20	-0,12	-7,90	-0,28	7,50	0,03	-30,40
5 AÑOS	0,54	2,20	0,50	4,20	0,27	27,30	0,38	-10,70
10 AÑOS	1,73	-0,60	1,66	7,60	1,38	34,70	1,53	-14,60
30 AÑOS	2,95	-0,40	2,85	10,40	2,62	33,50	2,65	-3,20
ALEMANIA								
2 AÑOS	-0,74	3,40	-0,90	16,40	-0,77	3,10	-0,49	-27,80
5 AÑOS	-0,30	2,60	-0,57	26,80	-0,53	23,00	-0,31	-22,10
10 AÑOS	0,43	2,30	0,21	22,30	0,21	22,30	0,19	1,40
30 AÑOS	1,17	3,10	0,99	18,00	0,94	23,00	0,90	4,40
ESTADOS UNIDOS								
2 AÑOS	1,27	2,11	1,26	1,30	1,19	8,48	0,87	31,94
5 AÑOS	1,97	1,69	1,93	3,91	1,93	4,11	1,38	54,89
10 AÑOS	2,43	1,46	2,39	4,41	2,44	-1,03	1,90	54,43
30 AÑOS	3,04	1,29	3,00	4,71	3,07	-2,28	2,67	39,21
JAPÓN								
2 AÑOS	-0,26	0,70	-0,26	0,20	-0,18	-8,10	-0,21	3,10
5 AÑOS	-0,15	0,60	-0,14	-1,40	-0,11	-4,40	-0,22	10,90
10 AÑOS	0,06	0,60	0,06	0,70	0,05	1,70	-0,08	13,00
30 AÑOS	0,30	0,20	0,31	-0,40	0,24	5,80	0,11	13,30
9. DIFERENCIALES								
TIPOS DEUDA 10 AÑOS								
ESPAÑA-ALEMANIA	1,30	-2,90	1,45	-14,70	1,18	12,4	1,34	-16,00
ESPAÑA-FRANCIA	0,69	-0,20	0,77	-7,70	0,70	-1,00	0,98	-28,50
ESPAÑA-ITALIA	-0,54	-1,60	-0,43	-11,00	-0,43	-11,00	0,24	-66,60
EE.UU-ALEMANIA	2,00	-0,84	2,18	-17,89	2,24	-23,33	1,71	53,03
10. PENDIENTES DE LA CURVA								
ESPAÑA								
10 AÑOS-2 AÑOS	1,93	-0,40	1,78	15,50	1,66	27,20	1,50	15,80
30 AÑOS- 10 AÑOS	1,22	0,20	1,19	2,80	1,23	-1,20	1,12	11,40
30 AÑOS- 2 AÑOS	3,15	-0,20	2,97	18,30	2,89	26,00	2,62	27,20
ALEMANIA								
10 AÑOS-2 AÑOS	1,17	-1,10	1,11	5,90	0,97	19,20	0,68	29,20
30 AÑOS- 10 AÑOS	0,74	0,80	0,79	-4,30	0,74	0,70	0,71	3,00
30 AÑOS- 2 AÑOS	1,91	-0,30	1,89	1,60	1,71	19,90	1,39	32,20
ESTADOS UNIDOS								
10 AÑOS-2 AÑOS	1,16	-0,65	1,13	3,11	1,26	-9,51	1,03	22,49
30 AÑOS- 10 AÑOS	0,61	-0,17	0,61	0,30	0,62	-1,25	0,77	-15,22
30 AÑOS- 2 AÑOS	1,77	-0,82	1,74	3,41	1,88	-10,76	1,80	7,27

ANEXO 3: ÚLTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA

Emisores Financieros Europeos

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

Emisores Españoles

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

Agencias

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

Emisores No Financieros Europeos

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

Fuente: Bond Radar, BS Análisis

Dirección Análisis

Assistants

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

Director Análisis

Nicolás Fernández: FernandezNi@bancsabadell.com

Financieras

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

Utilities, gas y energía

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

TMTs

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

Industriales

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

**Farmacia, química y
papeleras**

Felipe Echevarría, CFA: EchevarriaF@bancsabadell.com

**Construcción, materiales
de construcción,
inmobiliarias y REITS**

Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com

**Distribución, retail,
logística, alimentación y
bebidas**

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

**Hoteles, transportes y
autopistas**

Francisco Rodríguez: RodriguezFra@bancsabadell.com

Derivados, Técnico y Cuantitativo

Diego Ferrer: FerrerDiego@bancsabadell.com

Equipo Small&Medium

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

Equipo Eurostoxx50

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

**Estrategia de Renta Variable y Estrategia
de Crédito**

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

Disclaimer sin asesoramiento de inversión

Sistema de recomendaciones:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

A 13 de diciembre de 2016, 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: 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.