

renta4banco

Estrategia 2018

DEPARTAMENTO DE ANÁLISIS



- **Crecimiento:** **crecimiento económico sincronizado en 2018**, con suave expansión en **Desarrollados** (pendientes de impacto Brexit y estímulos fiscales en Estados Unidos) **y aceleración del crecimiento en Emergentes** (economías como Brasil o Rusia confirmando la salida de recesión). Elevado endeudamiento público sigue siendo un lastre.

- 1) **Estados Unidos:** **ciclo maduro** que deberá hacer frente a unas **condiciones financieras más restrictivas, pero con potencial impacto positivo de la reforma fiscal**.
- 2) **Reino Unido:** pendientes de las **negociaciones del Brexit**, riesgo a la baja sobre el crecimiento.
- 3) **Eurozona:** **sólido ritmo de crecimiento que se consolidará en 2018**. Apoyo de un **BCE** aún claramente expansivo. **España**, el pico de crecimiento quedó atrás (menores vientos de cola), con **moderada desaceleración esperada**.
- 4) **Emergentes:** **positiva evolución pero con riesgos**, entre los que destacan la **normalización monetaria en Estados Unidos**, **citas electorales** (Brasil, México...) y la elevada deuda en **China**.

- **Inflación:** **al alza aunque de forma moderada y con divergencias geográficas: mayor incremento en Estados Unidos** (política fiscal expansiva con impacto en crecimiento, mercado laboral en pleno empleo) **y en Reino Unido** (impacto de depreciación de la libra). **Menor incremento en Eurozona y Japón, que seguirán por debajo de sus objetivos del 2%.**

- **Beneficios empresariales:** **sólido ritmo de recuperación (doble dígito)** apoyado en la evolución del ciclo económico global y unas condiciones financieras aún favorables. **Mayor recorrido de márgenes en Europa. Potencial impacto positivo de la reforma fiscal en Estados Unidos (one-off).**

- **Política monetaria:** gradual normalización de las políticas monetarias, con la Fed a la cabeza.

A) FED: en proceso de **normalización de tipos de interés (nivel de llegada 2,5%/3%, claramente inferior a la anterior «normalidad»**, en un entorno de crecimiento e inflación inferiores a los históricos) y de **reducción muy gradual de balance**.

B) BCE: moderará compras desde enero 2018, pero las mantendrá en vigor hasta sept-18 y con **puerta abierta a ampliar/incrementar QE** si es preciso. **Tipos no subirán hasta bien finalizado QE (2019e)**.

C) Banco de Inglaterra: “esperar y ver” los efectos del **Brexit** sobre crecimiento e inflación.

D) Banco de Japón: mantendrá por el momento una **política monetaria ampliamente expansiva**.

- **Riesgos:**

- **Error de política monetaria** (retirada de estímulos monetarios demasiado rápida).

- **Deuda China.**

- **Geopolíticos.**

- **Políticos:** **elecciones en Europa (pero menor intensidad que en 2017:** Italia, Suecia, posible repetición de elecciones en Alemania), **Latinoamérica** (Brasil, México, Colombia) **y Estados Unidos** (*elecciones mid-term*). **Reforma fiscal americana. Negociaciones Brexit.**

Buen fondo macroeconómico (entorno de crecimiento económico sincronizado) **y empresarial** (incremento de doble dígito en resultados empresariales). **Normalización muy gradual de políticas monetarias, con la Fed a la cabeza.** BCE y BoE serán muy cautos en su retirada de estímulos ante una inflación que se mantiene lejos de objetivos. Banco de Japón mantendrá política monetaria claramente acomodaticia.

Mantenemos clara preferencia por Renta Variable vs Renta Fija. Entorno positivo para Renta Variable vs Renta Fija. Valoraciones Renta variable razonables en términos históricos y atractivas vs Renta Fija, donde esperamos una subida de TIRes, aunque limitada.

Posible incremento de Volatilidad ante la normalización de políticas monetarias que podrían propiciar interesantes **puntos de entrada** en las bolsas. **Mejor Europa que Estados Unidos por apoyo del BCE, mayor potencial de recuperación de resultados y valoraciones más atractivas.**

1. **Eurozona. Sobreponderar.** Apoyos: ciclo económico, resultados empresariales, valoraciones atractivas, BCE "dovish". Riesgos: citas electorales, discrepancias en seno del BCE.
2. **España. Sobreponderar.** Apoyos: ciclo (crecimiento a la cabeza de Europa, Emergentes), beneficios, BCE cauto. Riesgos: incertidumbre política, elecciones Latam.
3. **Estados Unidos. Neutral.** Apoyos: ciclo (estímulo fiscal). Riesgo: repunte inflación, subida tipos mayor de la prevista.
4. **Japón. Neutral.** Apoyos: BoJ. Riesgos: falta de efectividad de políticas monetarias, apreciación de la divisa.
5. **Emergentes. Selectivos** por países. Negativo: subida de tipos más intensa de lo previsto en Estados Unidos, elecciones, China.

Divisas: dólar apoyado en el corto plazo por la aprobación de la reforma fiscal, pero esperamos una **gradual apreciación del Euro** a medida que avance el ejercicio y el BCE vaya adentrándose en la normalización de su política monetaria. **Rango anual: 1,12-1,25 USD/EUR.**

Crecimiento mundial sincronizado...

Crecimiento económico sincronizado en 2018, apoyado por el exceso de liquidez, aunque seguirá siendo un crecimiento moderado en términos históricos.

País	2016	Previsiones oct-17		vs prev. Julio 2017	
		2017	2018	2017	2018
PIB Mundial	3,2	3,6	3,7	0,1	0,1
Economías Avanzadas	1,7	2	1,9	0	-0,1
Estados Unidos	1,5	2,2	2,3	0,1	0,2
Eurozona	1,8	2,1	1,9	0,2	0,2
Alemania	1,9	0,2	1,8	0,2	0,1
Francia	1,2	1,6	1,8	0,1	0,1
Italia	0,9	1,5	1,1	0,2	0,1
España	3,2	3,1	2,5	0	0,1
Japón	1	1,5	0,7	0,2	0,1
Reino Unido	1,8	1,7	1,5	-0,3	0
Economías Emergentes	4,3	4,6	4,9	0	0,1
Rusia	-0,2	1,8	1,6	0,4	0,2
Asia en Desarrollo	6,4	6,5	6,5	0	0
China	6,7	6,8	6,5	0,1	0,1
India	7,1	7,2	7,4	-0,5	-0,3
Latinoamérica y Caribe	-0,9	1,2	1,9	0,2	0
Brasil	-3,6	0,7	1,5	0,4	0,2
México	2,3	2,1	1,9	0,2	0,1

Fuente: FMI

FMI: de 180 países solo 6 en recesión en 2018.

(Venezuela, Puerto Rico, Rep. Congo, Irak, Kuwait, Azerbaiyán)

Suave crecimiento en Desarrollados (pendientes de impacto Brexit y estímulos fiscales en Estados Unidos) **y aceleración del crecimiento en Emergentes** (economías como Brasil o Rusia confirmando la salida de recesión).

España sigue a la cabeza de Europa, pero moderándose vs 2016 (menores vientos de cola: tipos, crudo, euro).

...y sólidos indicadores adelantados de ciclo

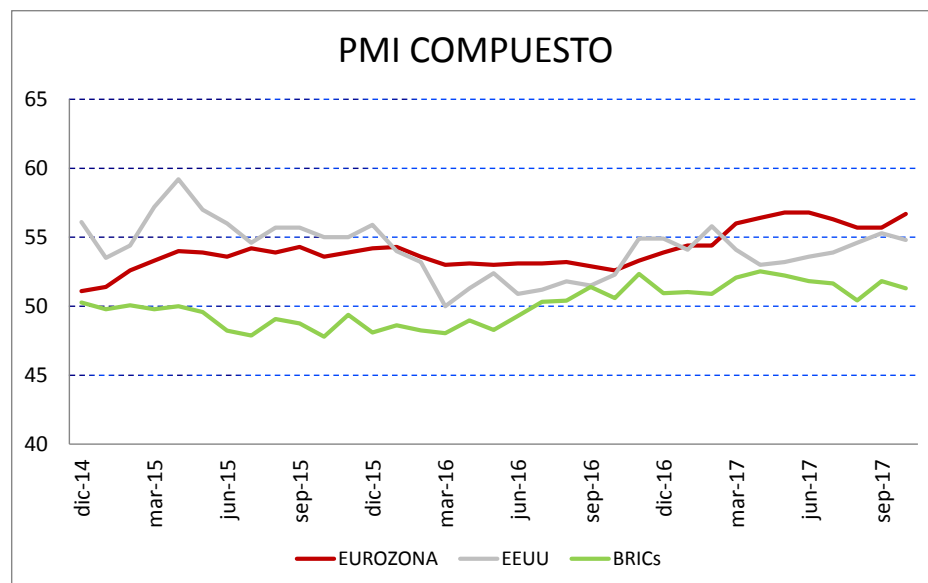
Los datos macroeconómicos conocidos en los últimos meses han sorprendido al alza, a lo que se suma que los indicadores más adelantados de ciclo continúan mejorando y **avalando la continuidad de una sólida actividad económica.**

Indice sorpresas económicas



Fuente: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

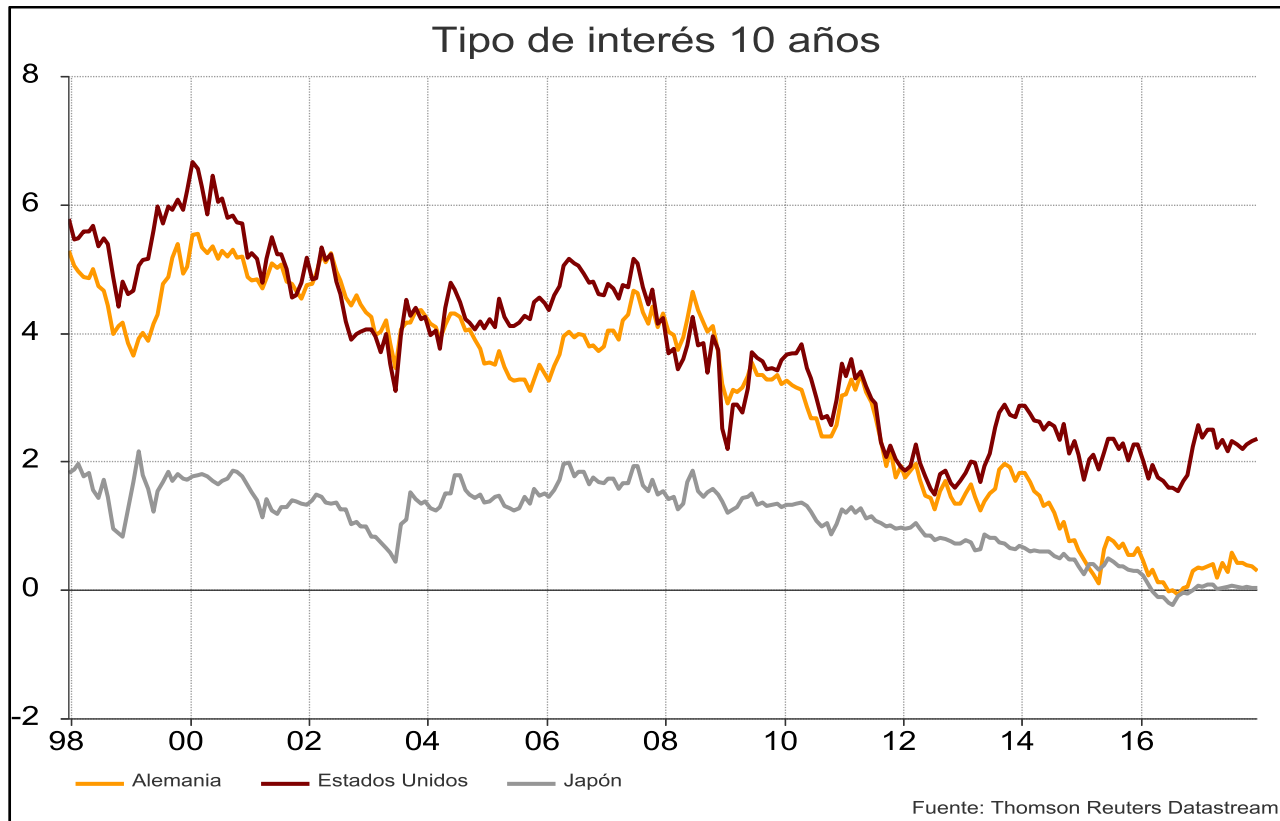
PMI COMPUESTO



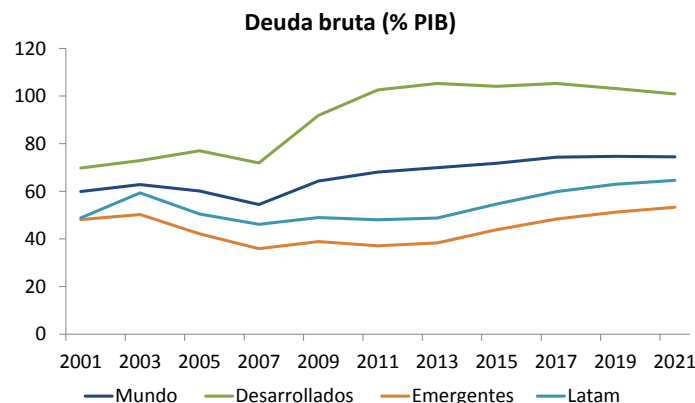
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Apoyo al crecimiento: favorables condiciones financieras

Bajos tipos de interés, compras de deuda...las **condiciones financieras siguen siendo claramente favorables para el crecimiento en término históricos.**



Lastre al crecimiento: la deuda



El **elevado endeudamiento público** sigue constituyendo el principal lastre para un mayor crecimiento económico **a nivel global**.

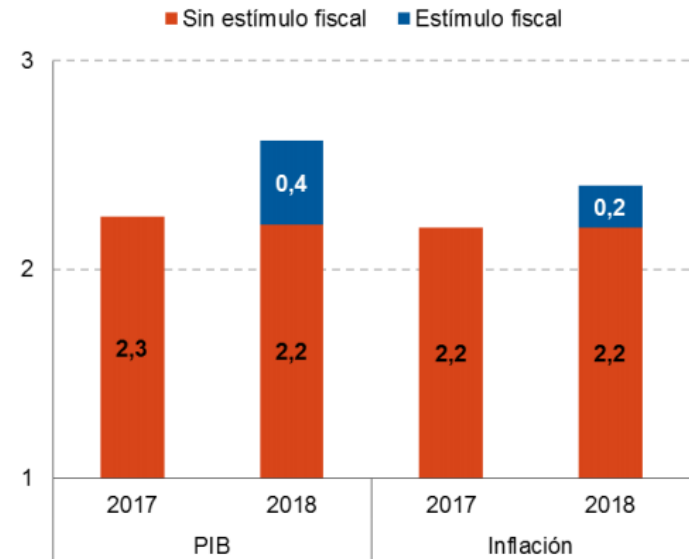
Datos de endeudamiento (% PIB)	Promedio							Proyecciones		
	2001-2007	2008	2010	2012	2014	2015	2016	2017	2018	2022
Estados Unidos										
Déficit/Superavit publico	-3,1	-6,7	-10,9	-7,9	-4,0	-3,5	-4,4	-4,3	-3,7	-4,3
Output gap	1,6	0,0	-3,4	-2,2	-1,1	0,0	-0,1	0,3	0,7	0,6
Deuda bruta	61,0	73,6	95,7	103,4	105,1	105,2	107,1	108,1	107,8	109,6
Japón										
Déficit/Superavit publico	-5,2	-4,1	-9,1	-8,3	-5,4	-3,5	-4,2	-4,1	-3,3	-2,2
Output gap	-0,6	-1,4	-4,0	-3,7	-2,6	-2,1	-1,8	-0,9	-0,7	-0,7
Deuda bruta	170,8	191,3	215,9	236,6	242,1	238,1	239,3	240,3	240,0	233,9
España										
Déficit/Superavit publico	0,6	-4,4	-9,4	-10,5	-6,0	-5,1	-4,5	-3,2	-2,5	-2,1
Output gap	3,6	4,7	-1,6	-6,1	-6,8	-4,5	-2,3	-0,7	0,3	-
Deuda bruta	45,0	39,4	60,1	85,7	100,4	99,8	99,4	98,7	97,2	92,4
Reino Unido										
Déficit/Superavit publico	-2,3	-5,2	-9,4	-7,7	-5,6	-4,3	-2,9	-2,9	-2,3	-1,2
Output gap	1,1	0,9	-3,1	-2,6	-0,7	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	0,0
Deuda bruta	38,2	50,2	76,0	85,1	88,1	89,0	89,3	89,5	89,7	85,6
Economías Emergentes										
Déficit/Superavit publico	1,6	2,412	-0,602	0,511	-0,882	-2,722	-3,092	-2,488	-2,167	-1,508
Output gap	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda bruta	44,8	33,918	38,054	37,167	40,397	43,832	46,799	48,345	49,864	54,112

Fuente: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2017

Madurez del ciclo. En negativo, la normalización de las condiciones financieras, pero con potencial impacto positivo de la Reforma Fiscal (plan de reducción de impuestos de 1,5 bln USD en 10 años).

- **Se reduce el tipo del impuesto de la renta.**
- **Se reduce el impuesto de sociedades al 21%** desde el 35%. Permitirá repatriar beneficios acumulados en el extranjero pagando 10%-14% vs 30% actual.
- **Dudas sobre su aprobación y entrada en vigor. ¿Timing? ¿Cuantía?**

Crecimiento del PIB y la inflación (% anual)

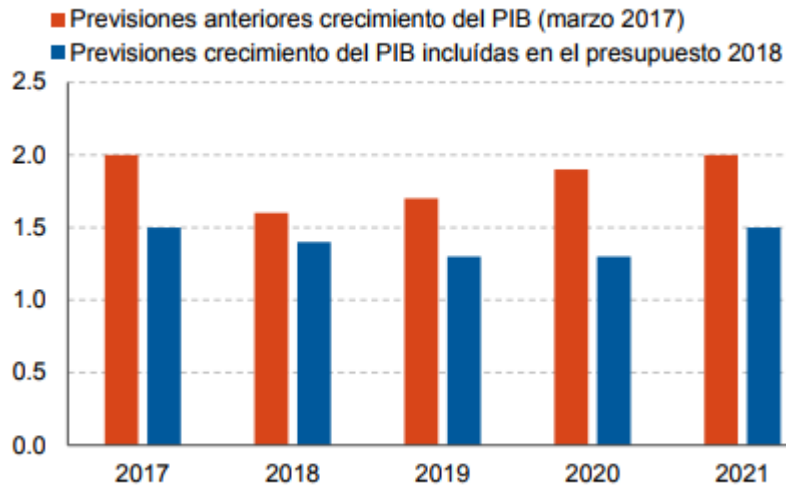


Fuente: Afi, BEA, OCDE

Impactos de la reforma fiscal:

- **Implicaciones en crecimiento económico e inflación, así como en deuda pública americana, aún por determinar.** Reducción de impuestos pero sin equilibrar el presupuesto.
- **Beneficiados.** Grandes empresas norteamericanas con elevados beneficios acumulados en el extranjero (3,1 bln USD). Posibilidad de aumentos en **recompra de acciones**.
- **Perjudicados:** **promotoras inmobiliarias** (menores deducciones para compra de vivienda), **energías renovables** (menores incentivos).

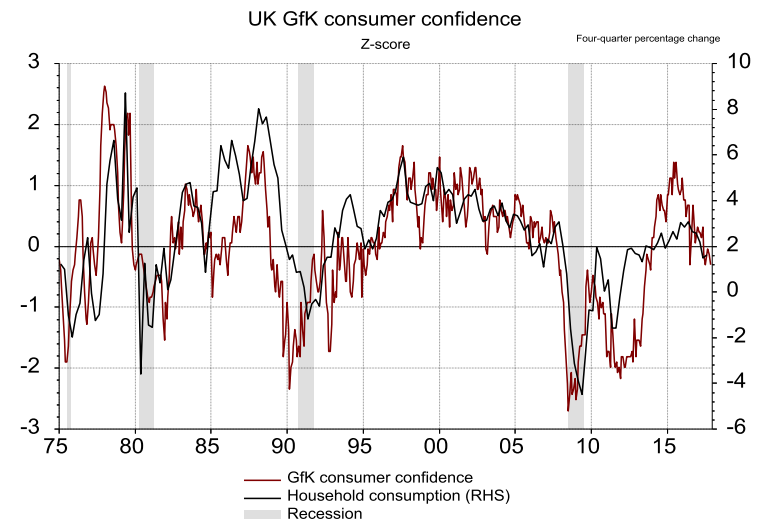
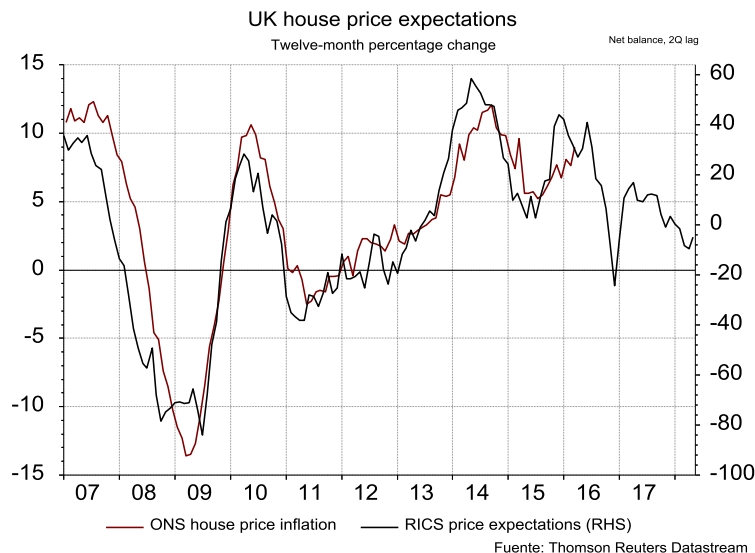
Previsiones de crecimiento para UK (OBR)



Fuente: Afi, Office for Budget Responsibility

Impacto del Brexit ha sido inferior a lo esperado en el corto plazo: PIB 3T16 +0,5% trimestral, +2,3% i.a. Sin embargo, los indicadores de **confianza y precios inmobiliarios recogen la incertidumbre**, que también se refleja en una **revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento para 2017-2021.**

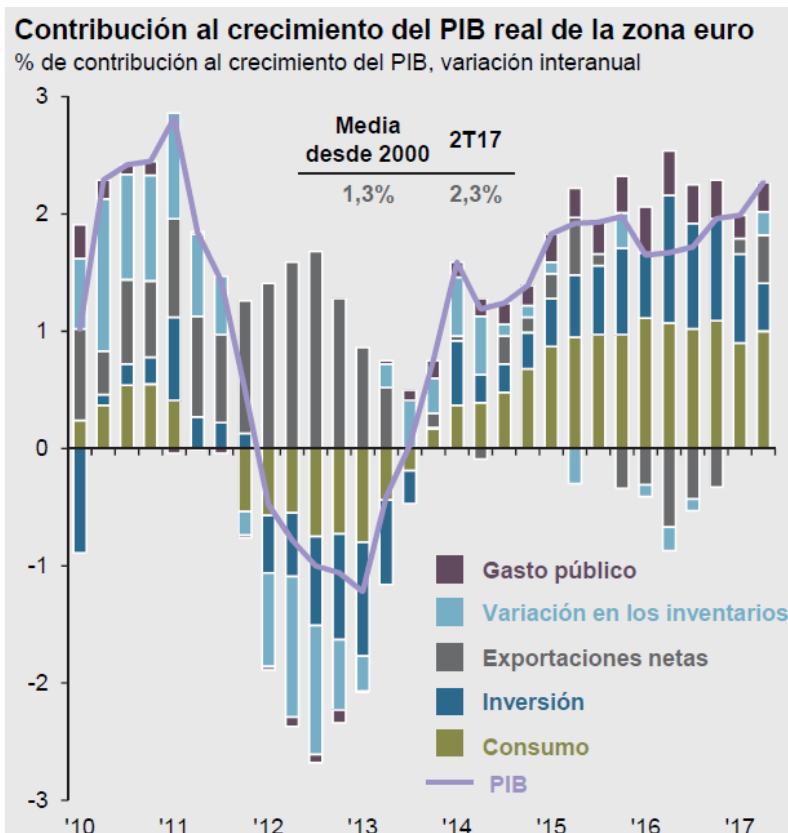
Pendientes de las negociaciones del Brexit.



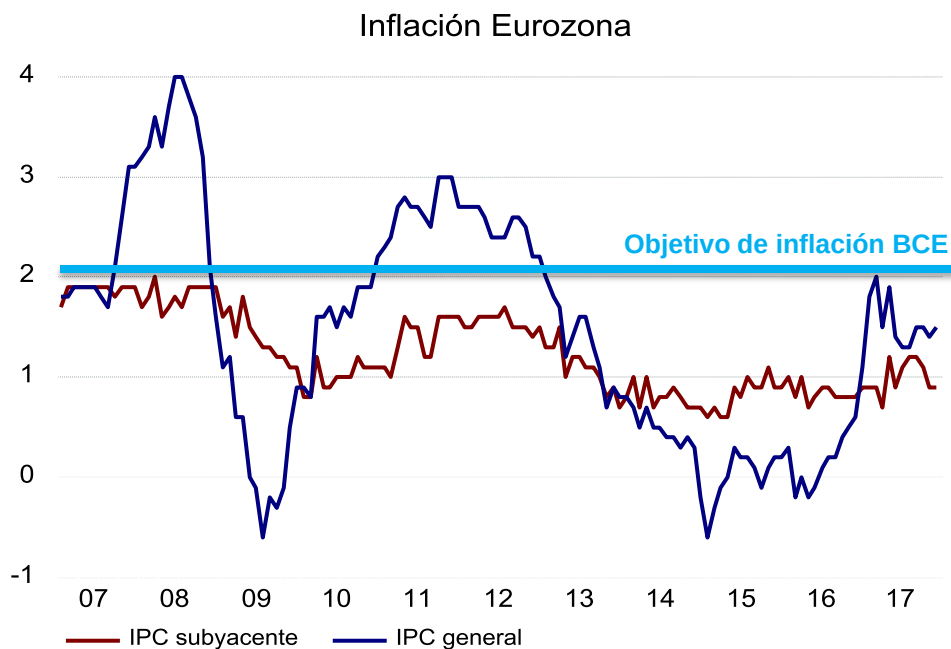
Fuente: Thomson Reuters Datastream

Sólido ritmo de crecimiento (PIB 3T17 +2,5%, con prevista aceleración adicional en 4T17), **2018 será un año de consolidación del crecimiento pero la inflación tardará en llegar a su objetivo del 2%.**

En negativo, **riesgo político en 2018 (Italia, ¿Alemania?)**, aunque con menor intensidad que en 2017.



Fuente: JP Morgan



Fuente: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

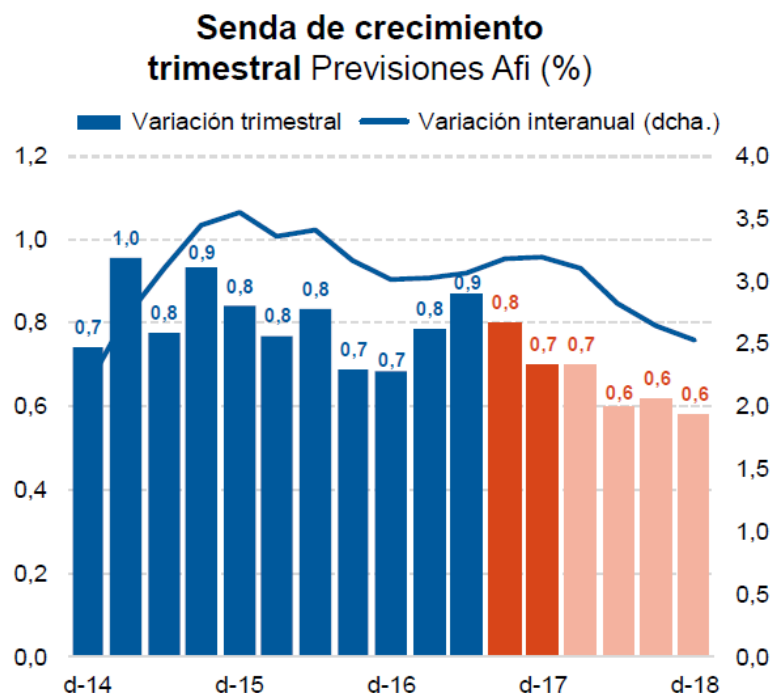
España: sólido crecimiento en 2017...

% anual	2016	2017	2018
PIB real	3,2	3,1	2,7
Consumo Final	2,6	2,1	2,1
Hogares	3,2	2,4	2,1
AA.PP.	0,8	1,0	2,0
FBCF	3,1	3,6	4,0
Bienes de equipo	5,0	4,8	4,3
Construcción	1,9	2,9	4,2
Demanda nacional (*)	2,8	2,4	2,3
Exportaciones	4,4	5,3	5,0
Importaciones	3,3	3,5	4,2
Demanda externa (*)	0,4	0,7	0,4
IPC (media anual)	-0,2	1,9	1,4
Deflactor PIB	0,3	0,9	1,1
PIB nominal	3,6	4,0	3,8
Empleo	2,7	2,6	2,4
Tasa de paro	19,6	17,2	15,3
Saldo público PDE (% PIB)	-4,5	-3,3	-2,4
Deuda pública PDE (% PIB)	99,7	98,9	97,6
Balanza por cc (% PIB)	2,0	1,9	1,8

(*) Aportación al crecimiento del PIB

Fuente: Afi

España. Inercia positiva, crecimiento >3% en 2017 apoyado en consumo privado e inversión, y con aportación positiva de la demanda externa ante la recuperación del ciclo económico en el área euro.

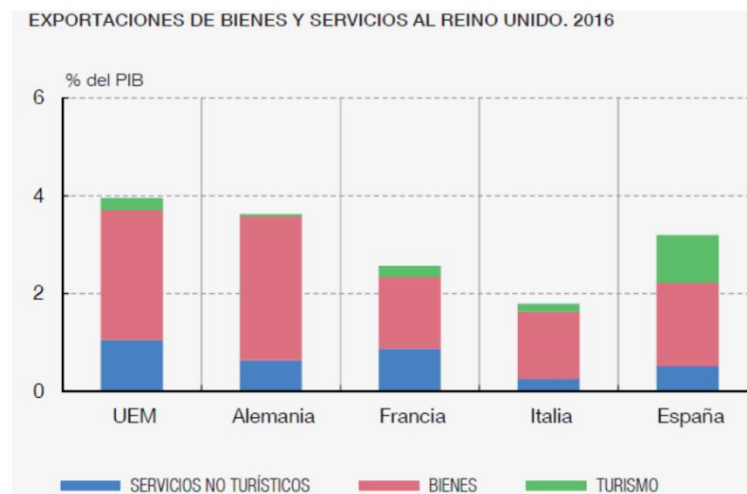


Fuente: Afi

...con expectativas de moderación en 2018

En 2018e, desaceleración (menores vientos de cola que en años anteriores, vientos de cola que han supuesto 1/3 del crecimiento de España en 2014-16: política monetaria –por mayor volumen de deuda y gran parte de deuda de los hogares referenciada a tipos variables- y precios de materias primas – España importador neto de energía-) pero manteniéndose a la cabeza de Europa.

Riesgos: incertidumbre política (impacto máximo crisis Cataluña en PIB 2018e según panel FUNCAS -0,3%), **Brexit duro** (dada la elevada exposición de España a UK: comercial – bienes y servicios-, inversiones directas).



Fuente: BdE

Contribuciones acumuladas de diversos estímulos al crecimiento del PIB 2014-16 (puntos porcentuales)

	2014		2015		2016	
	España	Área del euro	España	Área del euro	España	Área del euro
Efecto acumulado sobre el nivel del PIB (pp)						
Política monetaria	0,1	0,0	1,0	0,6	1,7	1,5
Política fiscal	0,0	-0,1	0,3	0,2	0,8	0,2
Mercados mundiales	0,1	0,1	-0,3	-0,8	-1,5	-1,8
Precio del petróleo y otras materias primas	0,0	0,0	0,3	0,3	1,1	0,6
Efecto total	0,2	-0,1	1,2	0,2	2,2	0,6

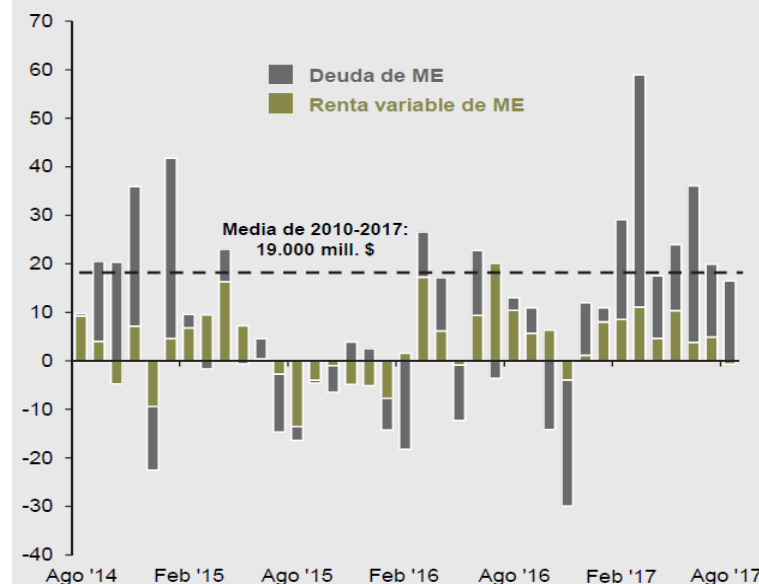
Fuente: BdE

Emergentes: positiva evolución...

Positiva evolución. Ninguna economía emergente relevante en recesión. Apoyo del comercio global, la recuperación en el precio de las materias primas y políticas monetarias en general acomodaticias.

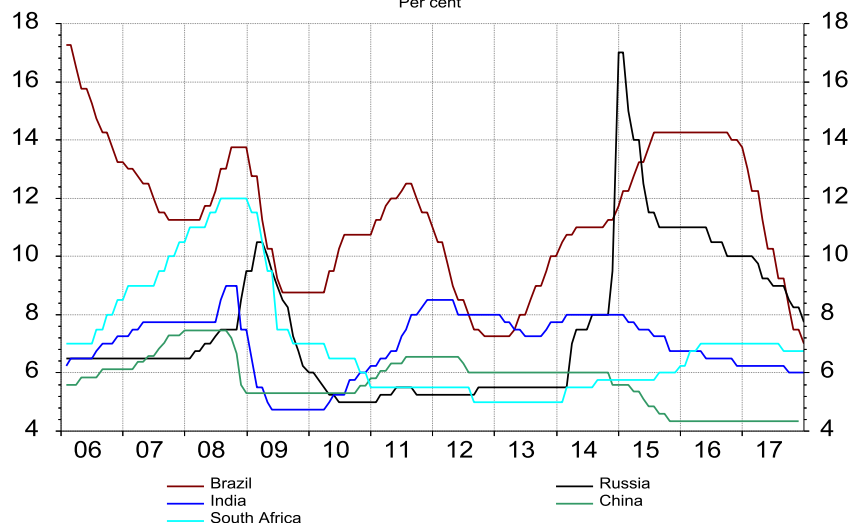
En negativo, las **divisas de países emergentes estarían acusando la progresiva normalización de políticas monetarias** ("efecto Fed") **y el deterioro de ciertos riesgos idiosincráticos: Turquía** (crecientes riesgos políticos), **Brasil** (problemas para sacar adelante reformas y posible fin del ciclo de bajadas de tipos tras -550 pb en 2017, aunque entorno positivo dejando atrás la recesión) **y México** (negociaciones Nafta -81% exportaciones a EEUU- y cierta moderación de la actividad ante las subidas de tipos necesarias para frenar la inflación). En **China, estabilización** del crecimiento, aunque sigue preocupando el elevado endeudamiento.

Total de flujos de no residentes hacia activos de mercados emergentes
Miles de millones de USD



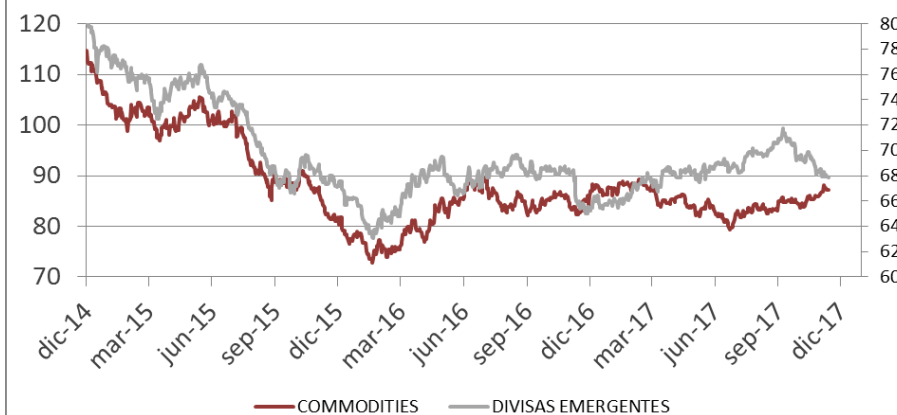
Fuente: JP Morgan

BRICS policy rates
Per cent



Fuente: Thomson Reuters Datastream

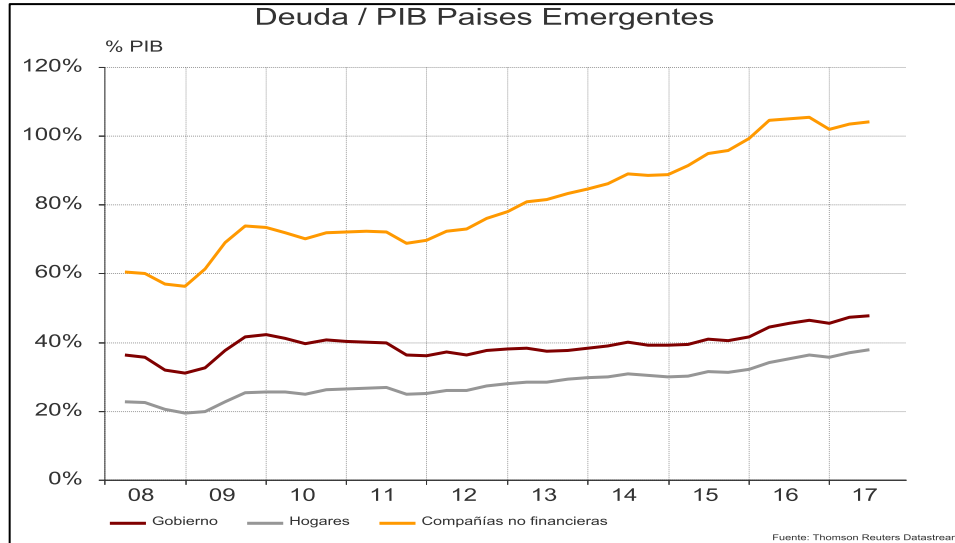
Commodities vs divisas emergentes (USD)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

...pero con riesgos: subida tipos Fed y elecciones

Endeudamiento de Emergentes (% PIB)



Subidas de tipos de la Fed, dado el fuerte incremento del endeudamiento en dólares en los últimos años, principalmente empresarial.

Elecciones en 2018 en países que representan un 60% del PIB latinoamericano (**Colombia** mayo, **México** julio, **Brasil** octubre), a los que se sumará **Rusia** (marzo).

Elevado porcentaje de deuda de Emergentes denominada en USD

Elecciones 2018	PIB Mill. \$	% PIB de Latam
Brasil	1.796.000	35%
México	1.046.000	20%
Colombia	282.463	5%
Latam	5.201.000	60%

Fuente: elaboración propia

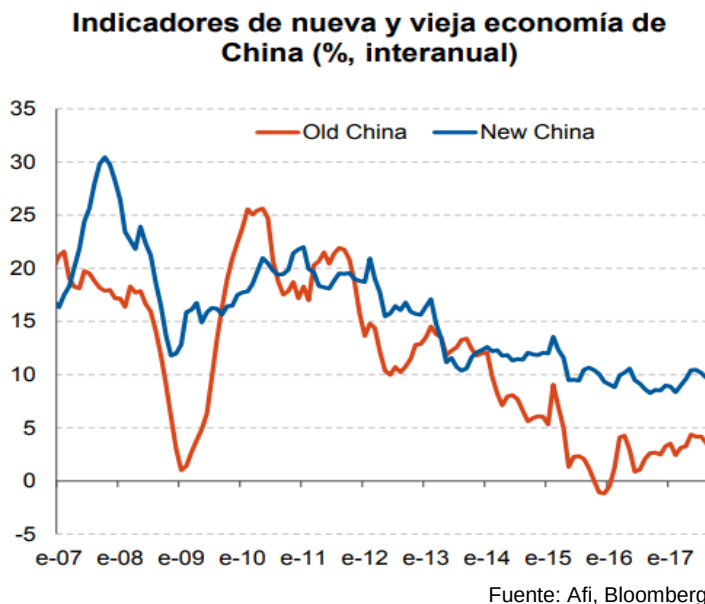
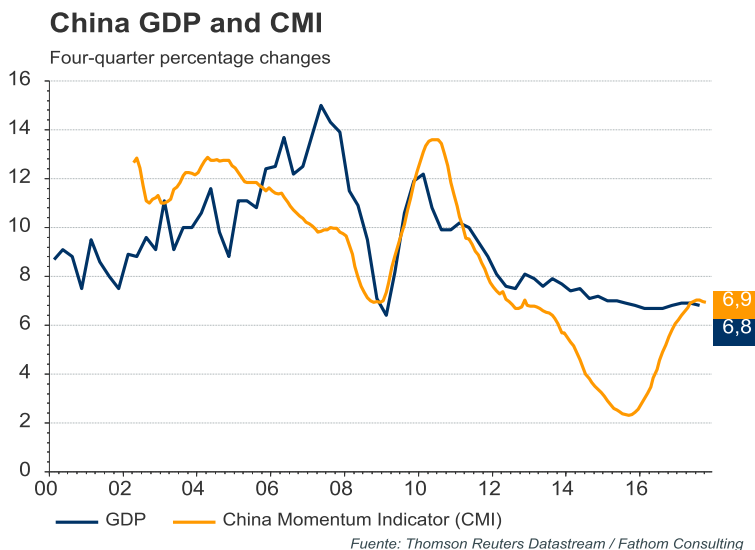
Flujos de deuda acumulados de los mercados emergentes

Millones de USD



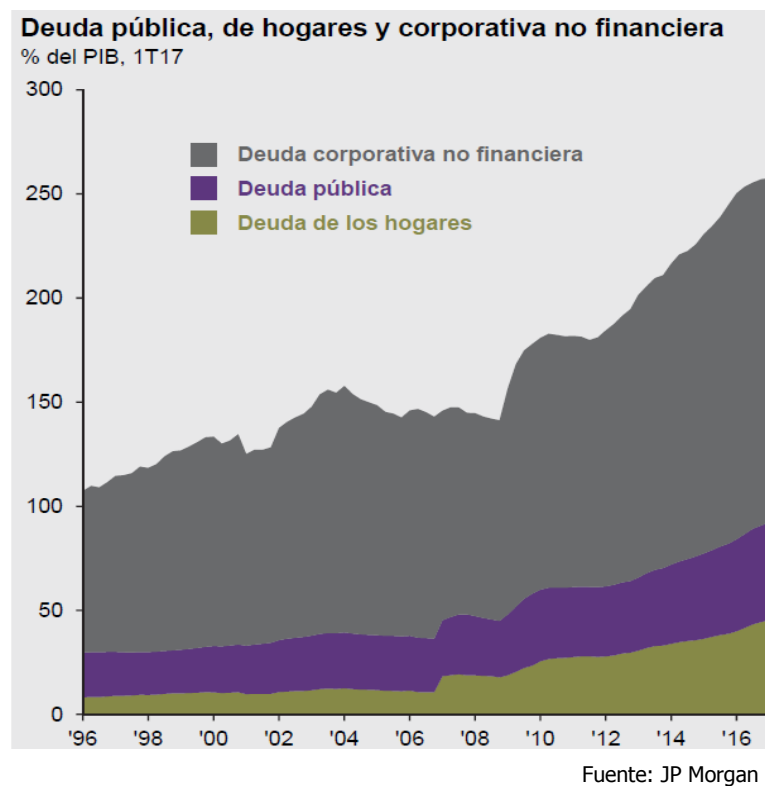
Fuente: JP Morgan

China: estabilización económica



El **crecimiento se estabiliza**, tendiendo hacia +6,5% en 2018e. **Se acepta crecimiento económico más moderado y equilibrado** (más servicios, menos manufacturas) **a cambio de mayor estabilidad financiera** (con cierto tensionamiento de las condiciones financieras y un moderado enfriamiento del sector inmobiliario).

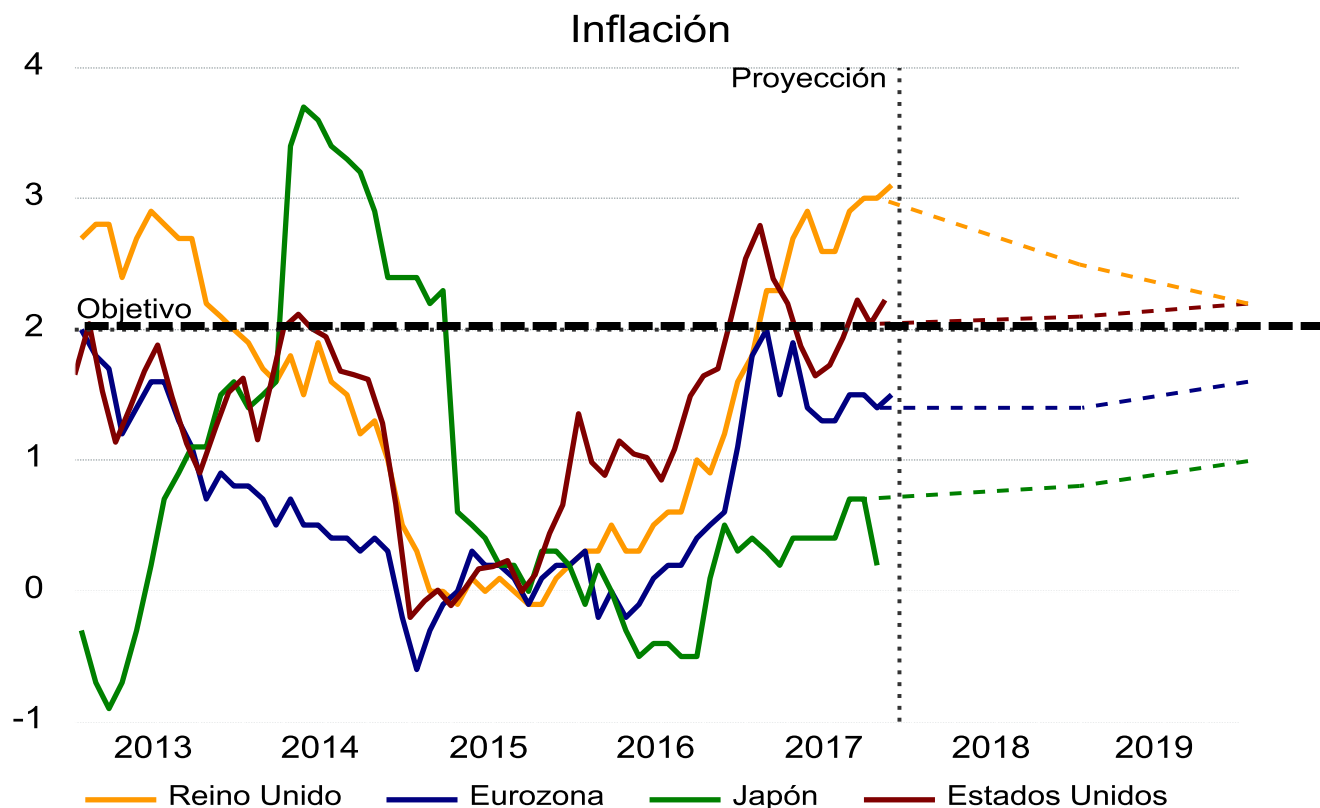
Riesgos persisten, fundamentalmente asociados a un exceso de deuda. Evitar tensionamiento excesivo de política monetaria.



Inflación: al alza, pero moderadamente

De cara al medio plazo, esperamos que continúe un **progresivo repunte de la inflación,** aunque con **divergencias geográficas:**

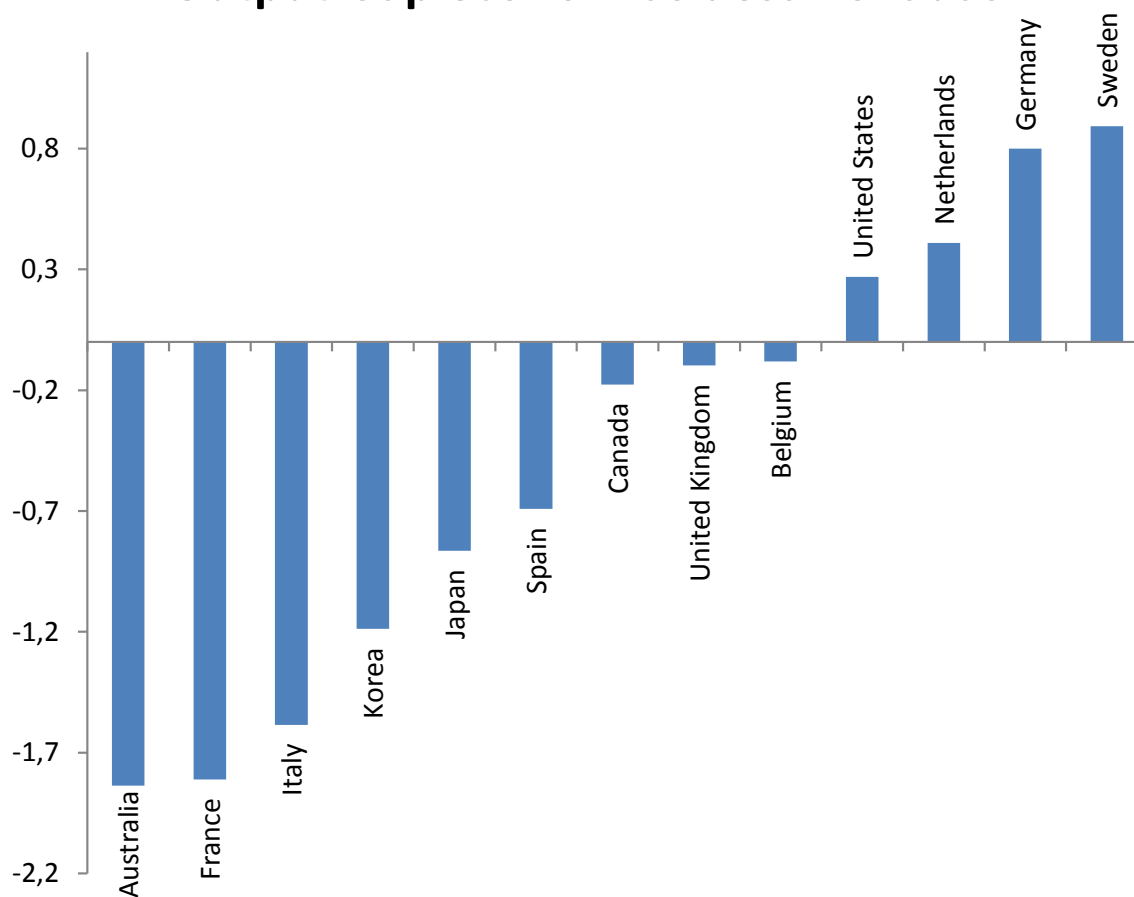
- **Mayor incremento en EEUU** (política fiscal expansiva, mercado laboral en pleno empleo) **y en Reino Unido** (impacto de depreciación de la libra).
- **Menor incremento en Eurozona y Japón,** que seguirán por debajo de sus objetivos del 2%.



Output gap mejorando, pero aún sin cerrarse

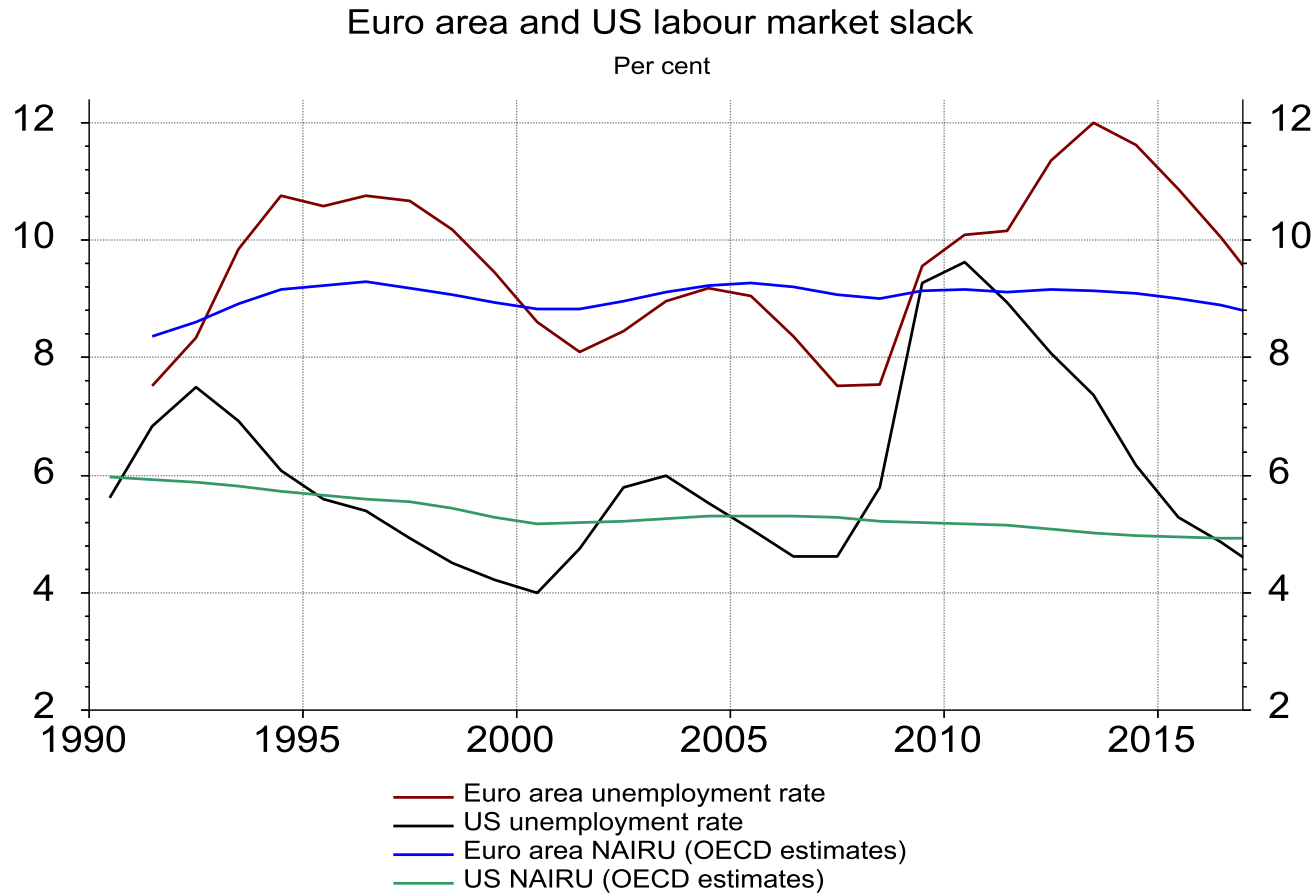
El “**output gap**” (brecha entre el nivel de producción actual y el potencial) ha mejorado en los últimos años, pero **aún no está cerrado en la mayoría de países, por lo que es previsible que las presiones inflacionistas se mantengan contenidas durante 2018.**

Output Gap economías desarrolladas



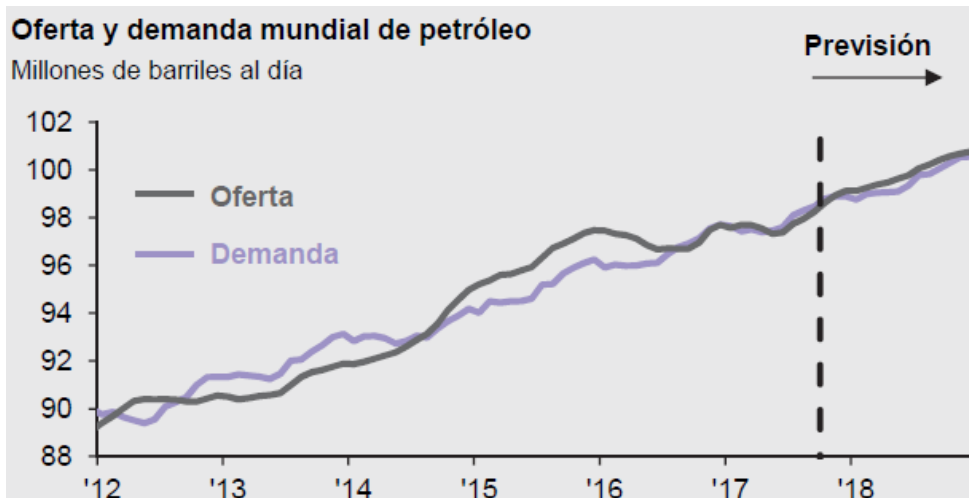
Mercados laborales en distintos momentos del ciclo renta4banco

Mientras **Estados Unidos** presenta un mercado laboral próximo a su **NAIRU** (tasa de paro compatible con estabilidad de precios), **en la Eurozona aún hay margen de mejora, lo que en términos relativos determinará mayores presiones salariales americanas vs europeas.**



Fuente: Thomson Reuters Datastream

Inflación: efecto crudo



Fuente: JP Morgan

La **demanda** sigue evolucionando de forma **positiva**, apoyada en un ciclo económico al alza y homogéneo.

La **oferta** podría mantenerse **contenida**: los **recortes de producción (-1,8 mln b/día)** se han extendido al conjunto de 2018.

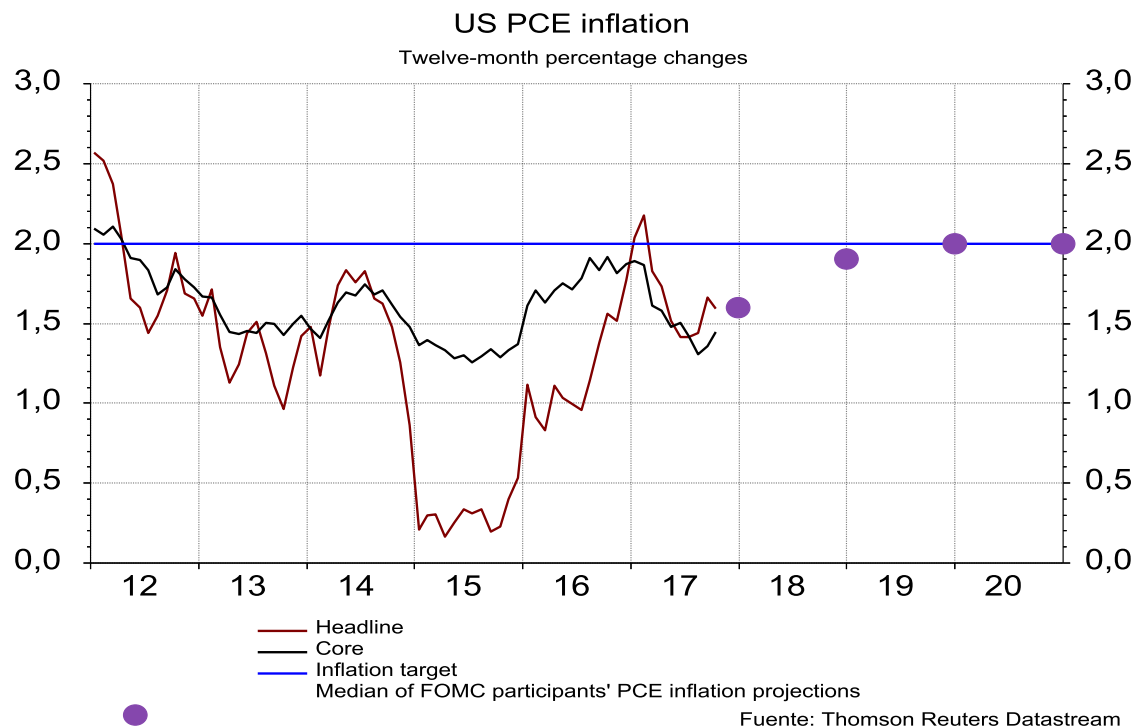
Efecto base del crudo

BRENT (EUR)				
MES	2017	2018e	var 17/16	var 18e/17
Enero	52,2	53,4	77,2%	2,2%
Febrero	52,7	53,4	73,5%	1,4%
Marzo	49,2	53,4	38,0%	8,6%
Abril	50,1	53,4	31,0%	6,7%
Mayo	46,4	53,4	9,8%	15,0%
Junio	42,3	53,4	-4,8%	26,2%
Julio	42,7	53,4	2,0%	25,1%
Agosto	43,9	53,4	1,5%	21,6%
Septiembre	46,6	53,4	10,7%	14,5%
Octubre	49,2	53,4	5,8%	8,6%
Noviembre	53,5	53,4	21,8%	-0,2%
Diciembre	53,4	53,4	2,5%	0,0%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

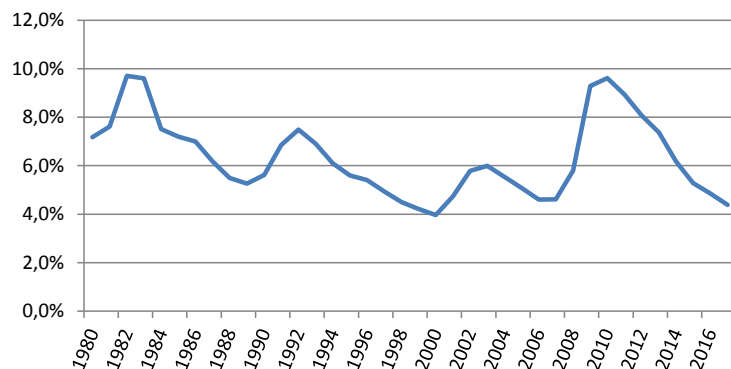
Con ello, **los precios del crudo podrían estabilizarse en niveles actuales (62 USD/b, 53 eur/b)** ante la normalización de inventarios, **con el consiguiente efecto base alcista en inflación por el componente energético especialmente en la parte central de 2018** si tenemos en cuenta también el impacto de apreciación del euro vs USD en 1S18 (asumiendo estabilidad en la divisa), que limitará la presión al alza sobre los precios del crudo en euros a principios de año.

Estados Unidos: más cerca de presiones inflacionistas



La **inflación americana** podría acercarse a su objetivo del **2%** por una mayor presión de **los salarios** en un mercado laboral en pleno empleo, a lo que se añade el **potencial impacto alcista de la reforma fiscal en crecimiento e inflación**.

Tasa de Desempleo

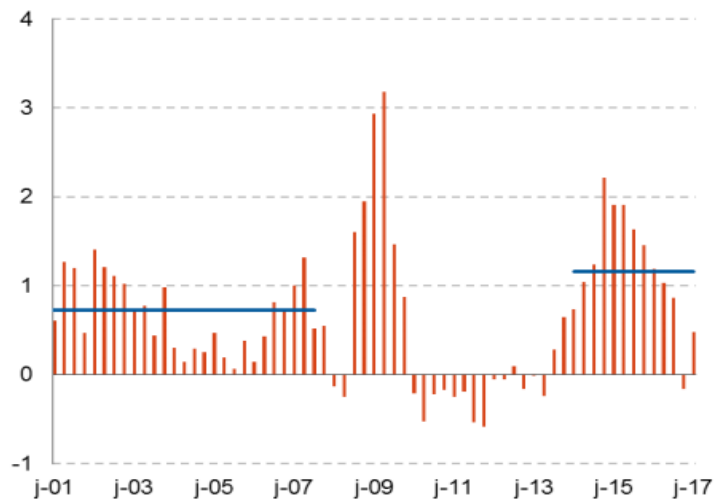


Subida salarios (var interanual %)



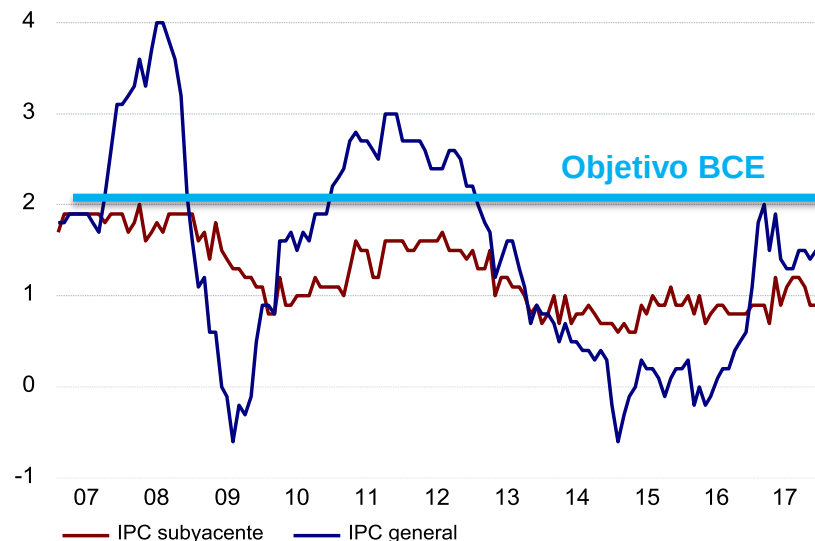
Europa: la inflación tardará en llegar

Salarios reales (% i.a.)



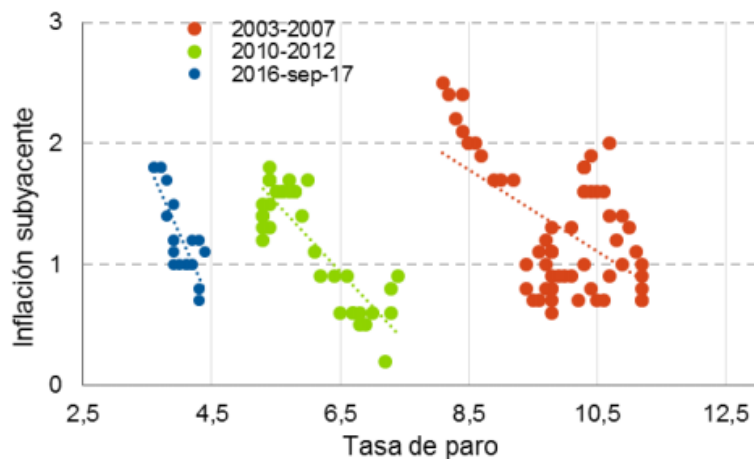
Fuente: Afi, Eurostat

Inflación Eurozona



Fuente: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

Alemania: curva de Phillips



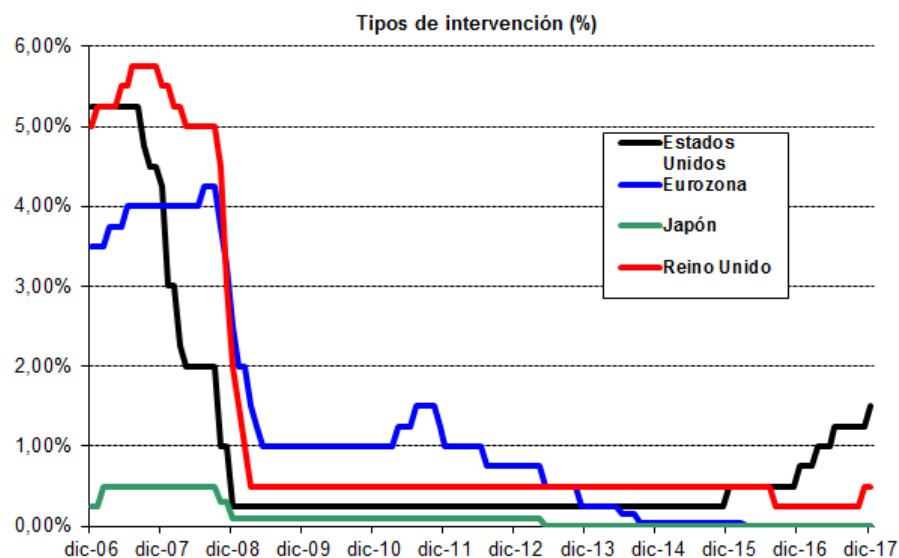
Fuente: Afi, Eurostat

A pesar de la mejora en los ritmos de actividad económica, **aún existe cierta holgura en el mercado de trabajo, que evitará una clara aceleración de los salarios.**

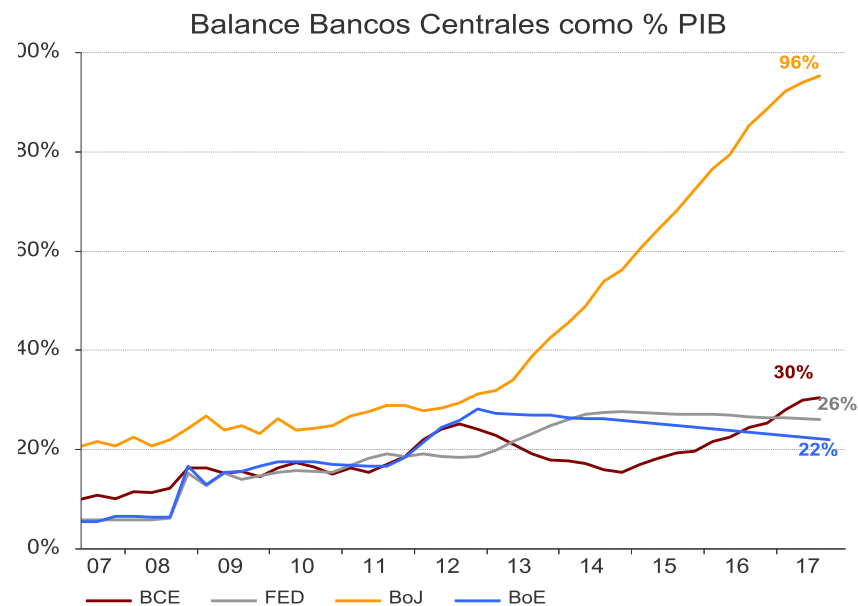
En Alemania, el desplazamiento de la curva de Phillips muestra la **necesidad de alcanzar tasas de paro muy bajas para situar la inflación en el 2% objetivo del BCE.**

2018 asistirá a una progresiva normalización de las políticas monetarias ultraexpansivas, que dado el escenario planteado debería ser muy gradual.

Esta normalización ya está siendo liderada por la FED, a la que seguirán otros bancos centrales en el futuro.



Fuente: bancos centrales, elaboración propia



Fuente: Thomson Reuters Datastream

Fed en proceso de normalización de tipos de interés (nivel de llegada, 2,5%/3%, inferior al histórico) y de reducción muy gradual de balance.

BCE moderará compras a partir de enero 2018, las mantendrá en vigor hasta sept-18 pero con la puerta abierta a ampliar/incrementar su QE si es preciso. Los tipos no subirán hasta bien finalizado el QE (2019e).

Banco de Inglaterra: “esperar y ver” los efectos del Brexit sobre crecimiento e inflación.

Banco de Japón: mantendrá una política monetaria ampliamente expansiva.

CALENDARIO REUNIONES BANCOS CENTRALES 2018			
BCE	FED	BoE	BoJ
25 Enero	30/31 Enero	8 Febrero	22/23 Enero
8 Marzo	20/21 Marzo*	22 Marzo	8/9 Marzo
26 Abril	1/2 Mayo	10 Mayo	26/27 Abril
14 Junio	12/13 Junio*	21 Junio	14/15 Junio
26 Julio	31 Julio/1 Agosto	2 Agosto	30/31 Julio
13 Septiembre	25/26 Septiembre*	13 Septiembre	18/19 Septiembre
25 Octubre	7/8 Noviembre	8 Noviembre	30/31 Octubre
13 Diciembre	18/19 Diciembre*	20 Diciembre	19/20 Diciembre

Reuniones del BCE seguidas de Conferencia del Presidente

* Presentación de proyecciones económicas y conferencia del Presidente de la Fed

Fuente: elaboración propia

FED: progresiva normalización de tipos y balance

Sólida marcha de la economía y expectativas de que inflación se estabilice a medio plazo en torno a objetivo 2% **justifica normalizar tipos hacia 2,5%-3%. Reducción de balance desde octubre-17, será muy gradual.**

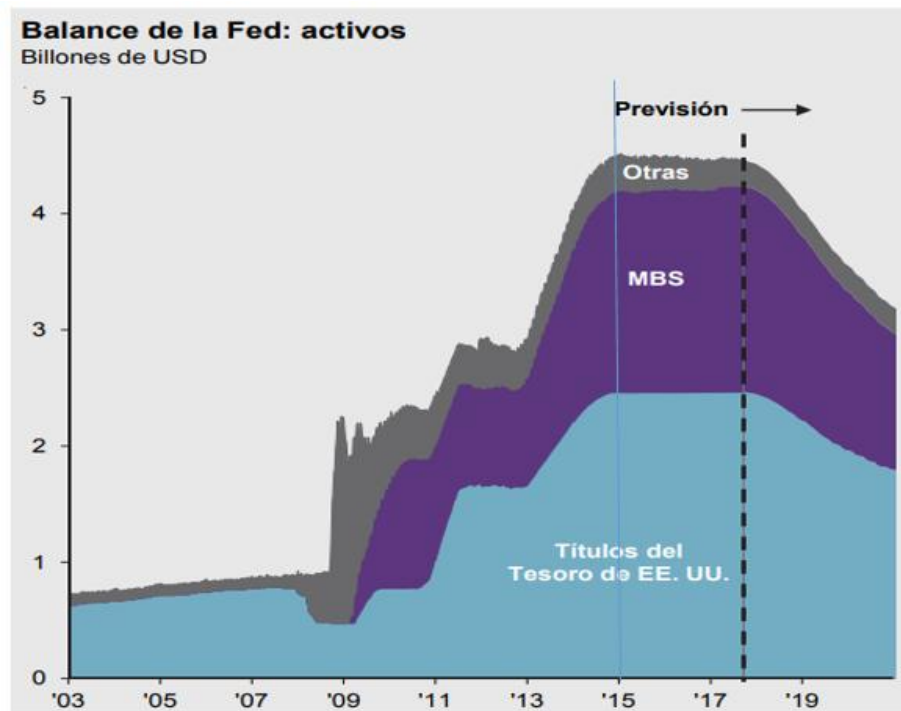
Jerome Powell, sustituto de Yellen a partir de feb-18, podría ser bastante continuista (seguirá persiguiendo el doble objetivo de precios estables y máximo empleo, a la vez que vigilará los riesgos del mercado financiero) **aunque con más énfasis en una mayor desregulación financiera. Riesgo: 4 vacantes a cubrir en la Fed, los nuevos consejeros podrían tener un sesgo más "hawkish".**

Proyecciones FED y previsiones de tipos USD (%)

	2017	2018	2019	2020
PIB	2,5	2,5	2,1	2,0
Tasa de paro	4,1	3,9	3,9	4,0
PCE	1,5	1,9	2,0	2,0
<i>Fed funds</i>	1,4	2,1	2,7	3,1

	Depo				Deuda			
	Fed	2a	5 a	10 a	Fed	2a	5 a	10 a
26-Nov-17	1.125	1.75	2.07	2.35				
Dec-17	1.375	1.80	2.10	2.40				
Mar-18	1.375	1.90	2.20	2.55				
Jun-18	1.625	2.00	2.35	2.70				
Sep-18	1.875	2.10	2.50	2.80				
Dec-18	2.125	2.20	2.65	2.90				
Mar-19	2.125	2.35	2.75	2.95				
Jun-19	2.375	2.55	2.80	3.05				
Sep-19	2.625	2.70	2.90	3.10				
Dec-19	2.625	2.75	2.95	3.10				

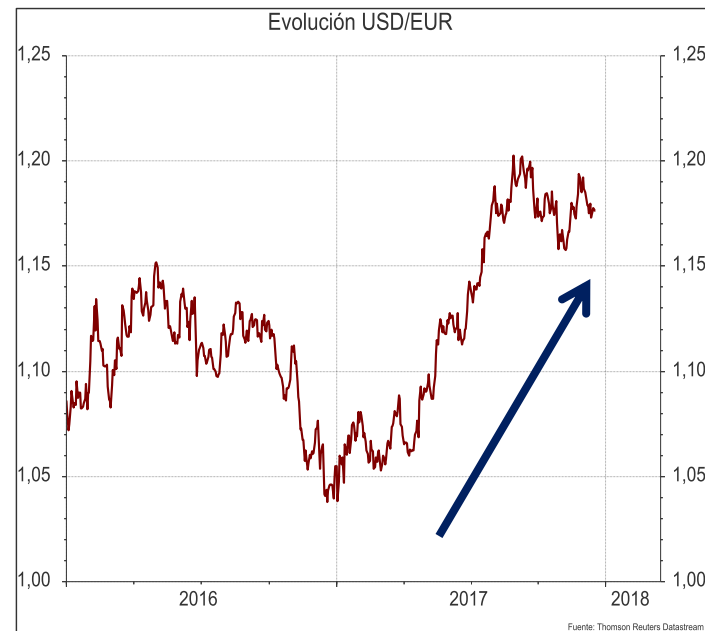
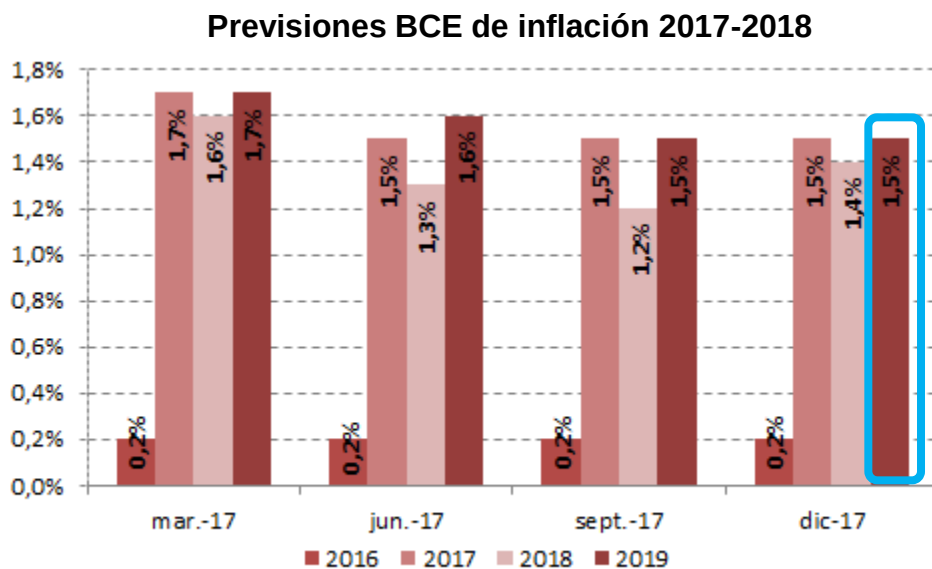
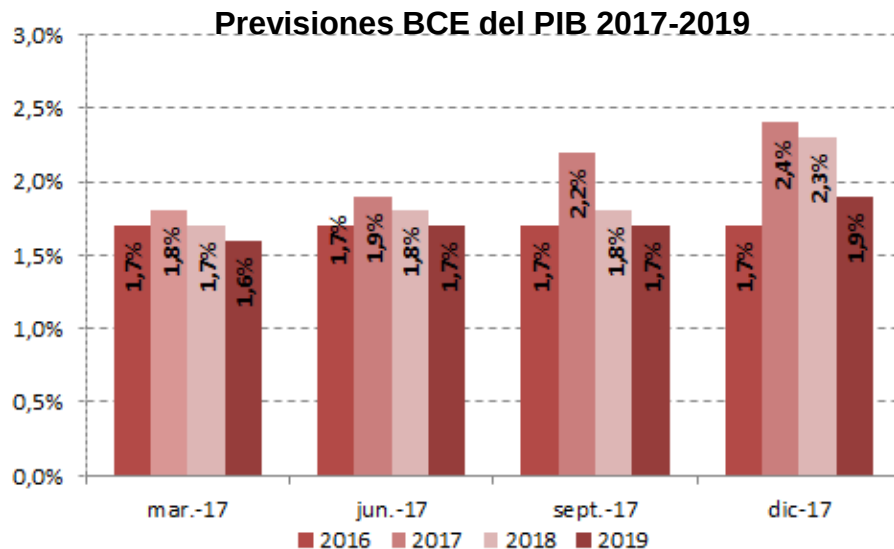
Fuente: Afi, Bloomberg



Fuente: JP Morgan

Fed continúa normalizando su política monetaria de forma pausada

BCE: recuperación con inflación moderada



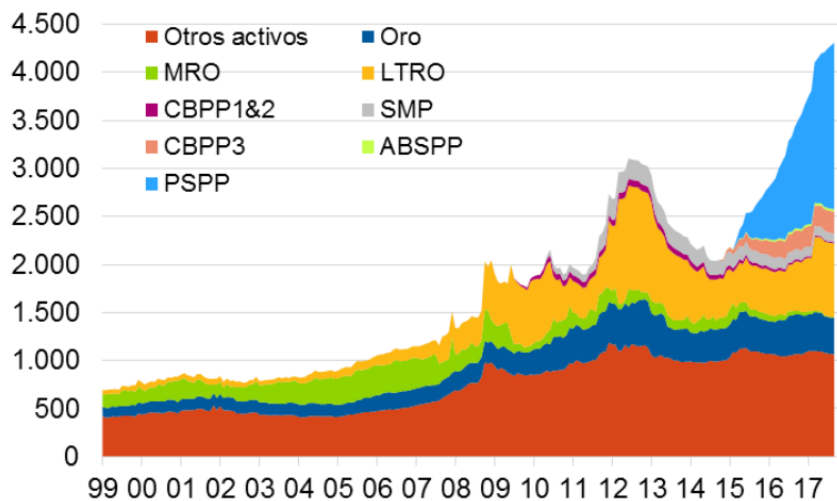
Entorno de **sólido crecimiento**, pero la **inflación sigue baja vs objetivo 2%**, a lo que contribuye la **apreciación del Euro**.

El BCE podrá ser muy paciente en la retirada de estímulos monetarios

Primer paso hacia la normalización monetaria, pero con un discurso muy acomodaticio con el fin de alcanzar la inflación objetivo del 2% (vigilar inflación, euro). **Reducción en compras mensuales de deuda a partir de enero 2018** desde 60.000 mln eur/mes hasta 30.000 mln eur, hasta septiembre de 2018. **Posible extensión más allá de septiembre de 2018 en caso necesario** y, si las condiciones se deterioran, está dispuesto a incrementar el programa de compras de deuda en tamaño y/o duración.

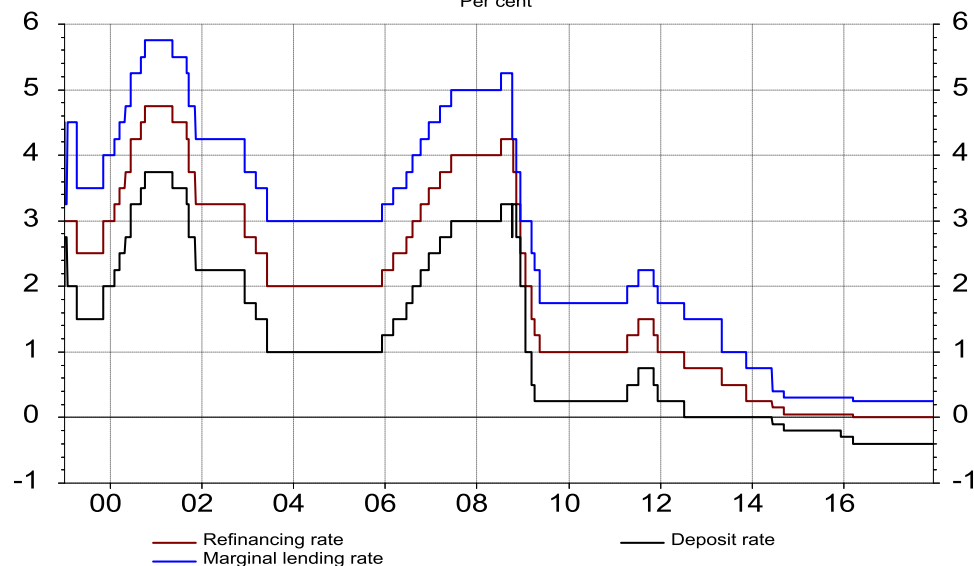
Mantendrá tipos de interés en los mínimos actuales hasta “bien finalizado” el QE, lo que nos llevaría previsiblemente a 2019 para ver la primera subida de tipos de interés en la Eurozona. Atención a cambios o concreción del “forward guidance” (¿cuánto tiempo es “bien finalizado el QE”?).

Tamaño del balance del BCE (mln eur)



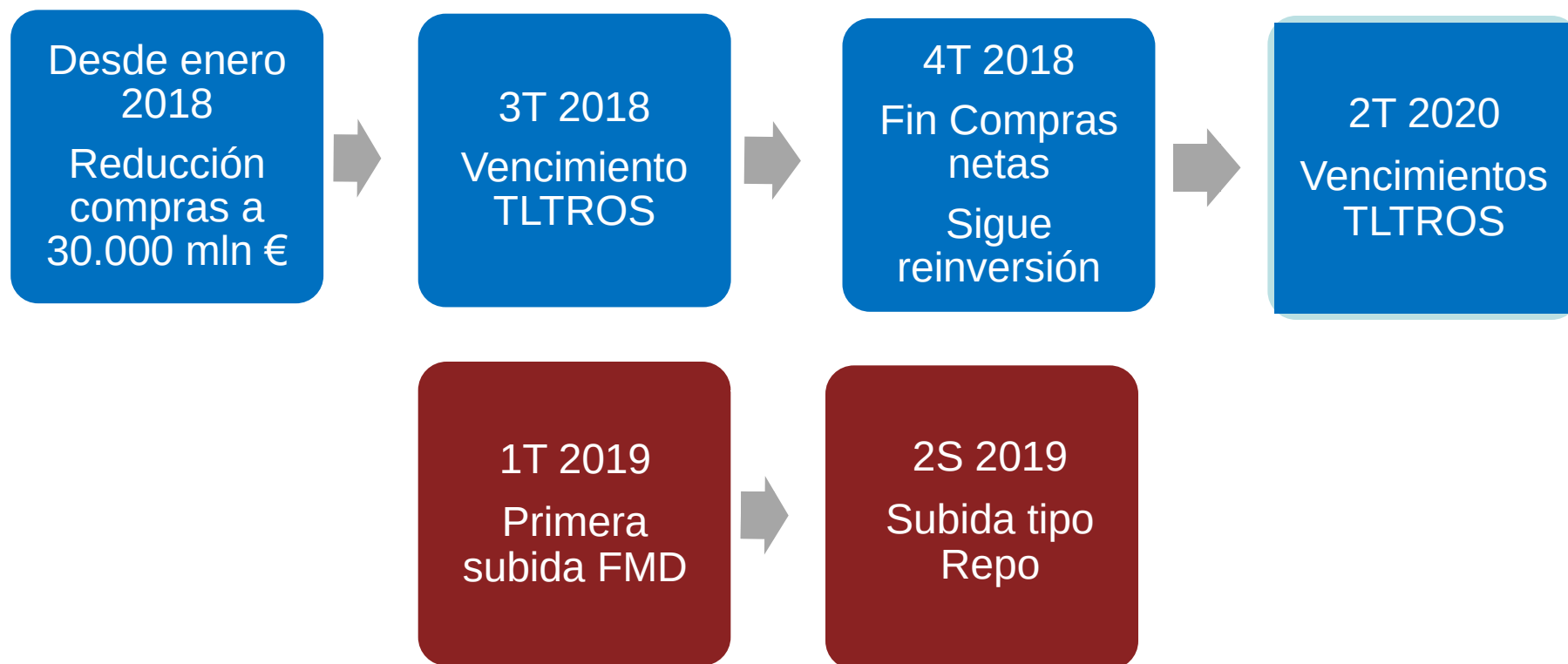
Fuente: Afi, BCE

ECB policy rates
Per cent



Fuente: Thomson Reuters Datastream

Normalización monetaria muy progresiva y flexible



Draghi: los tipos de interés bajos se mantendrán "bien pasado" el fin del QE

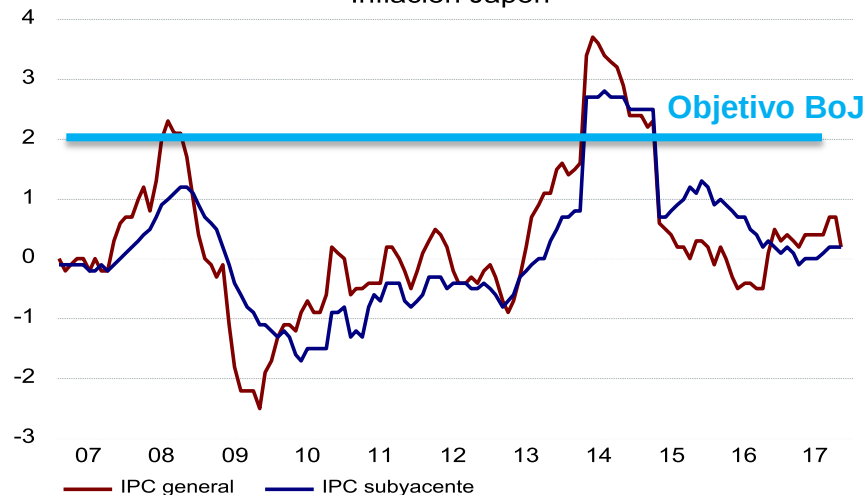
La normalización provocará moderados repuntes de los tipos de mercado

Previsiones de tipos de interés EUR, deuda española y alemana

%	Repo y EURIBOR (%)				Deuda Alemana (TIR, %)				Deuda Española (TIR, %)				Spread ESP-ALE (pb)		
	BCE	3 m	6 m	12 m	2a	5 a	10 a	30 a	2a	5a	10a	30 a	2a	5a	10a
24-Nov-17	0.00	-0.33	-0.27	-0.19	-0.70	-0.33	0.36	1.19	-0.36	0.20	1.49	2.74	34	53	113
Dec-17	0.00	-0.31	-0.24	-0.16	-0.65	-0.30	0.40	1.20	-0.29	0.30	1.60	2.85	36	60	120
Mar-18	0.00	-0.25	-0.15	-0.10	-0.54	-0.15	0.55	1.30	-0.09	0.50	1.85	3.10	45	65	130
Jun-18	0.00	-0.20	-0.12	-0.06	-0.50	-0.10	0.65	1.40	0.00	0.65	2.00	3.20	50	75	135
Sep-18	0.00	-0.17	-0.11	-0.04	-0.43	-0.03	0.70	1.45	0.08	0.75	2.10	3.30	50	78	140
Dec-18	0.00	-0.14	-0.08	0.00	-0.35	0.05	0.75	1.50	0.15	0.85	2.15	3.35	50	80	140
Mar-19	0.00	-0.11	-0.01	0.10	-0.28	0.15	0.85	1.60	0.25	0.95	2.20	3.45	53	80	135
Jun-19	0.00	-0.07	0.06	0.15	-0.20	0.20	0.90	1.65	0.30	1.00	2.25	3.50	50	80	135
Sep-19	0.00	0.00	0.10	0.25	-0.10	0.30	0.95	1.65	0.40	1.10	2.30	3.50	50	80	135
Dec-19	0.25	0.35	0.40	0.70	0.35	0.75	1.20	1.85	0.85	1.50	2.55	3.65	50	75	135

Fuente: Afi

Inflación Japón



Fuente: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

BoJ activity increasingly important for bond and stock markets.

Bank of Japan owns 60% of all Japanese ETFs outstanding



Source: The Investment Trusts Association - Japan, Bank of Japan, Haver Analytics, DB Global Markets Research

Deutsche Bank Research

Torsten Slok, torsten.slok@db.com +1 212 250-2155

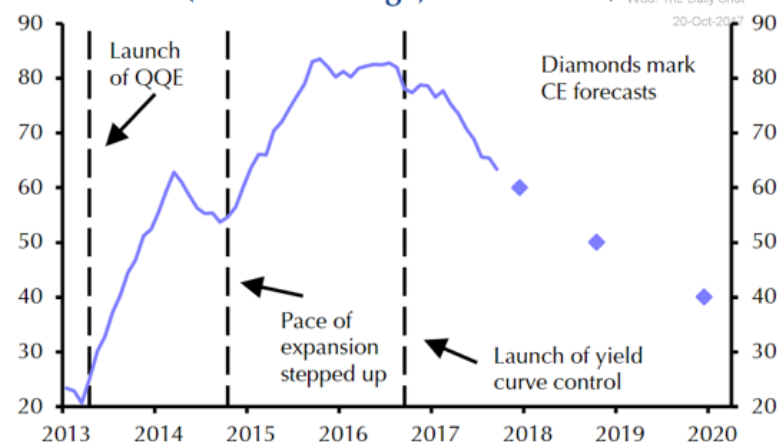
September 2017

48

Gradual recuperación pero el **objetivo de inflación del 2% se mantiene lejano.**

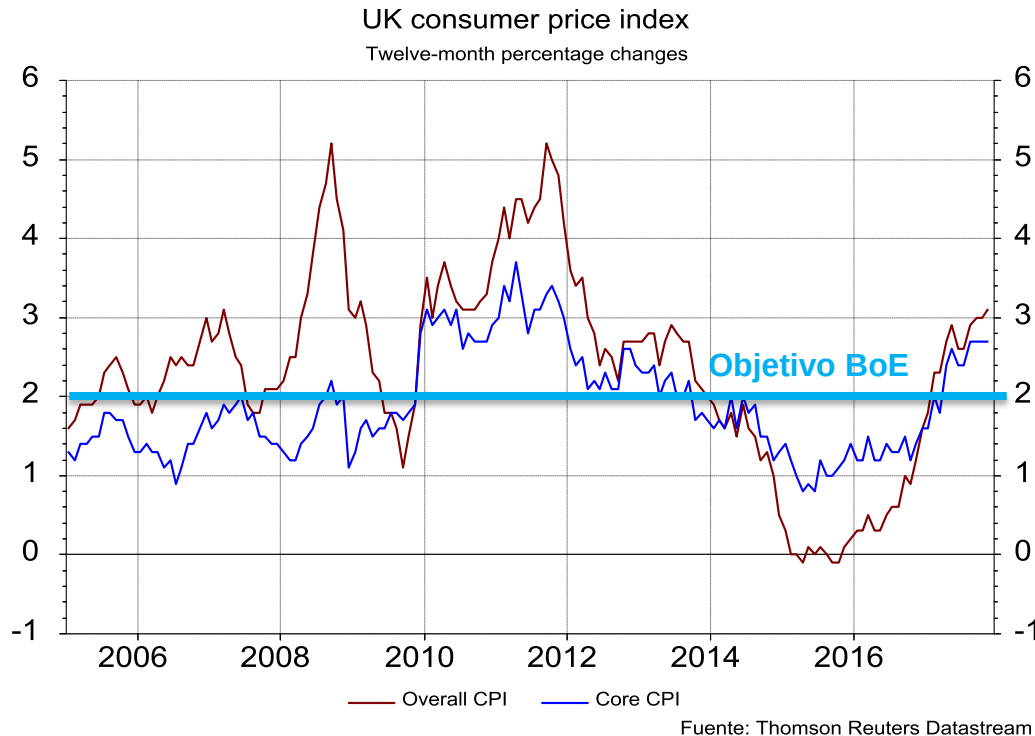
Sin expectativas de inicio de retirada de estímulos: se mantiene el objetivo de curva de tipos (repo 0%, TIR 10 años 0,10%).

Chart 8: Bank of Japan's JGB Holdings (Annual Change, Yen Trillion)



Sources: NHK, Thomson Reuters, Capital Economics

BoJ mantendrá una política monetaria ampliamente expansiva



Banco de Inglaterra subió tipos en su reunión de nov-17, +25 p.b. hasta 0,5%. Es la primera subida desde 2007 y obedece al fuerte repunte de inflación (IPC 3% en octubre vs objetivo 2%) debido a la fuerte depreciación de la libra tras el Brexit. Supone revertir la bajada que se practicó cuando se anunció el Brexit.

No estamos ante cambio de política monetaria (reitera nivel de llegada 1% en 2020).

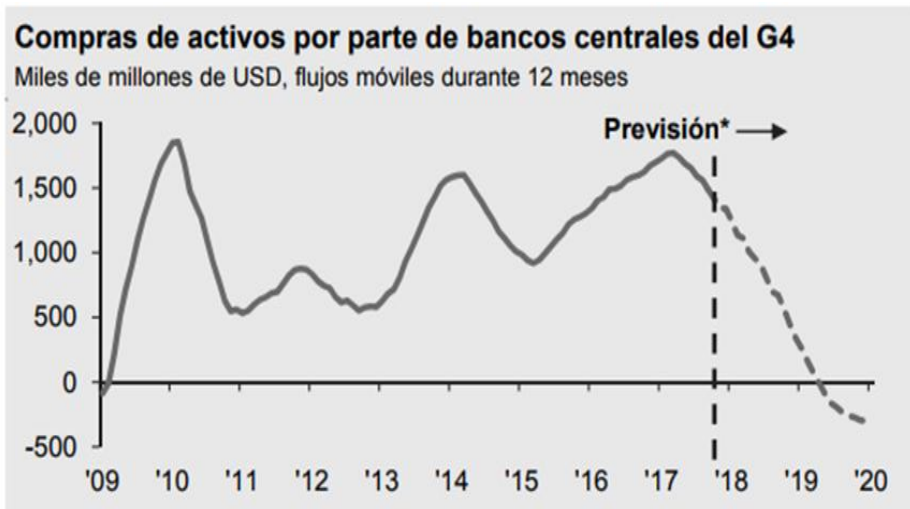
Mantiene las compras de deuda pública 435.000 mln GBP y deuda privada 10.000 mln GBP, en la medida en que persisten riesgos importantes sobre el crecimiento económico, fundamentalmente asociados al Brexit.

BoE se mantendrá acomodaticio para hacer frente a los riesgos del Brexit

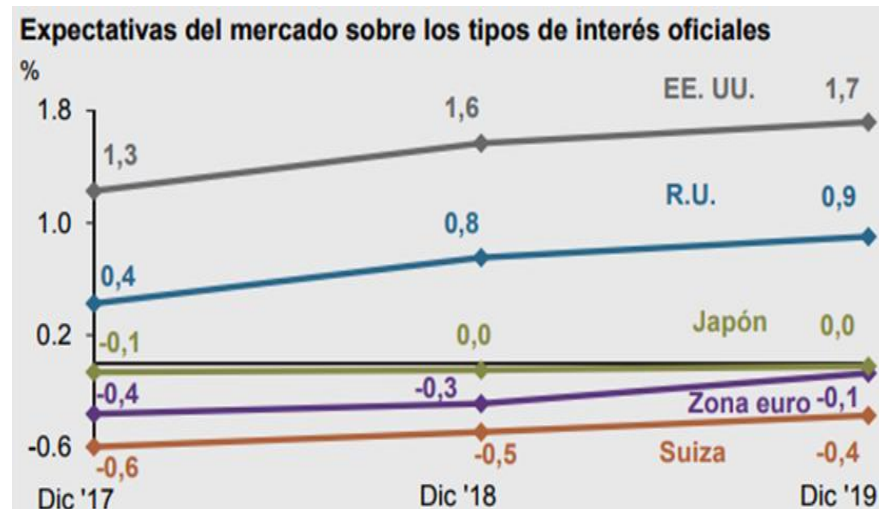
En agregado, retirada de estímulos muy gradual

Hasta 2019 no comenzarán a reducirse los balances agregados de los bancos centrales

El consenso de mercado espera que los tipos de interés se mantengan en niveles históricamente bajos



Fuente: JP Morgan

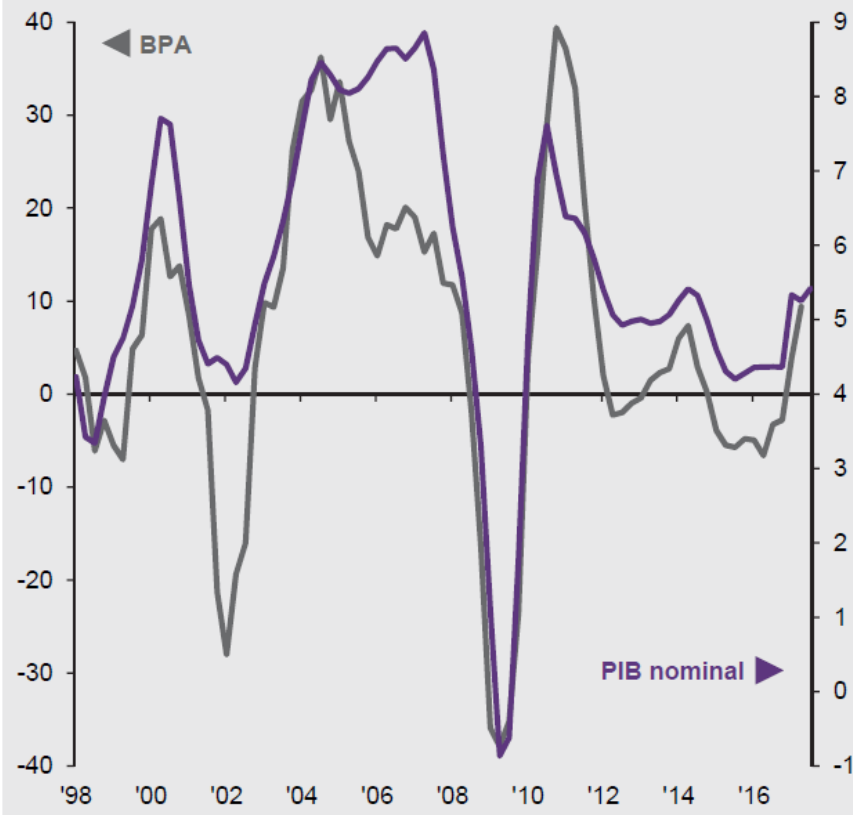


Fuente: JP Morgan

Los **resultados empresariales continúan con su recuperación** a nivel global de la mano de la **positiva evolución del ciclo económico global y de unas condiciones financieras favorables**.

Crecimiento del PIB global y del BPA en el MSCI ACWI

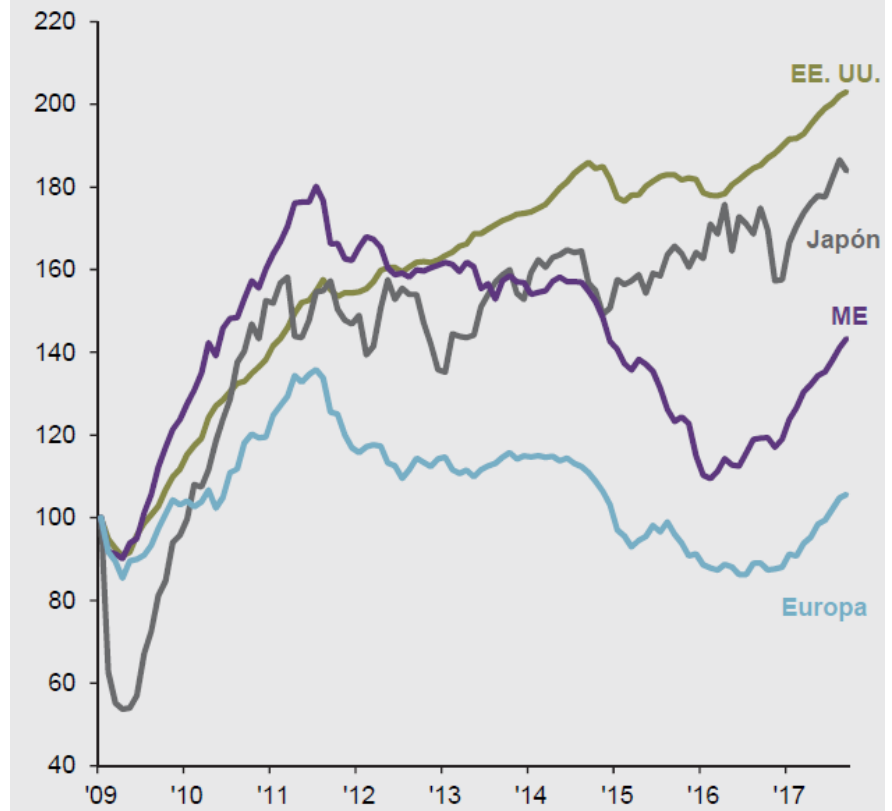
% de variación interanual (izda.); % de variación interanual (dcha.)



Fuente: JP Morgan

Beneficios mundiales

BPA, USD, reajustado a 100 en enero de 2009

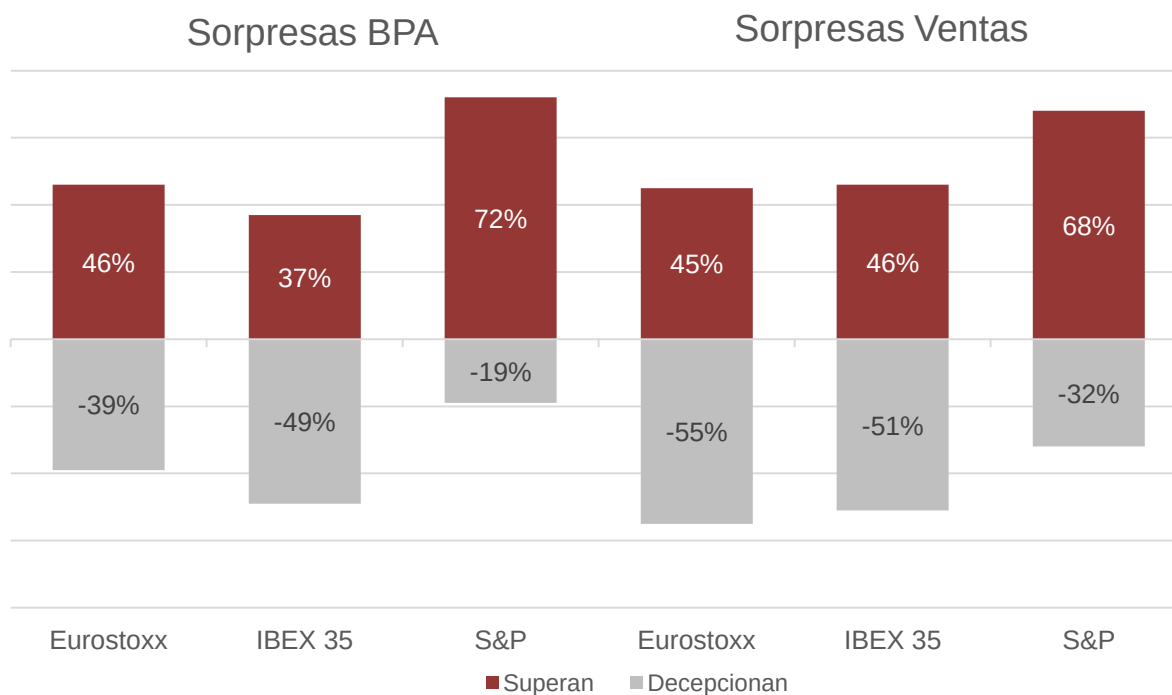


Fuente: JP Morgan

Resultados: saldo positivo 3T 17

Apoyos al BPA: mejora macro, mejora de márgenes y mantenimiento de favorables condiciones de financiación.

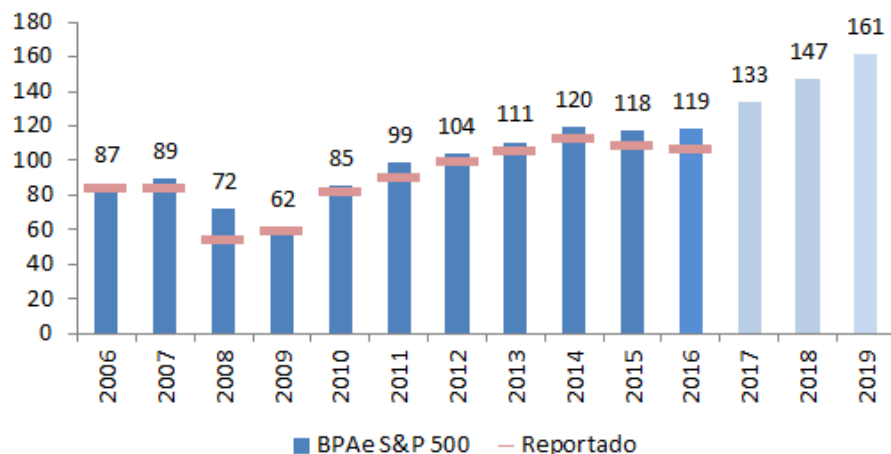
En Europa, la apreciación del Euro en 3T17 vs 3T16 (+5%) hace que el sesgo no sea tan positivo.



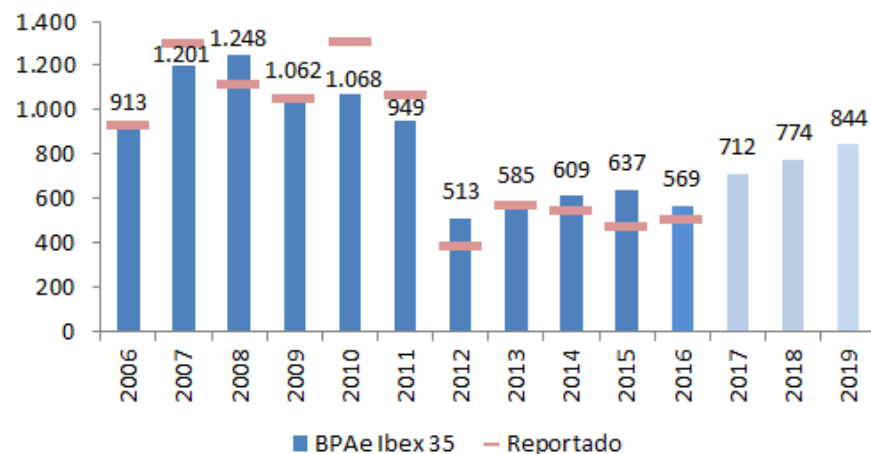
Fuente: Factset y elaboración propia

Favorables expectativas 2018-2019

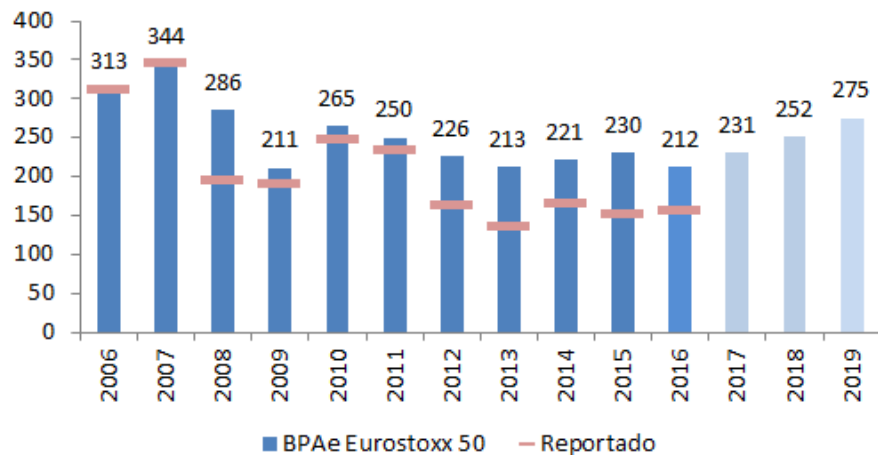
BPAe S&P 500



BPAe Ibex 35



BPAe Euro Stoxx 50



	S&P 500	Eurostoxx 50	Ibex 35
2018e	10%	9%	9%
2019e	10%	9%	9%

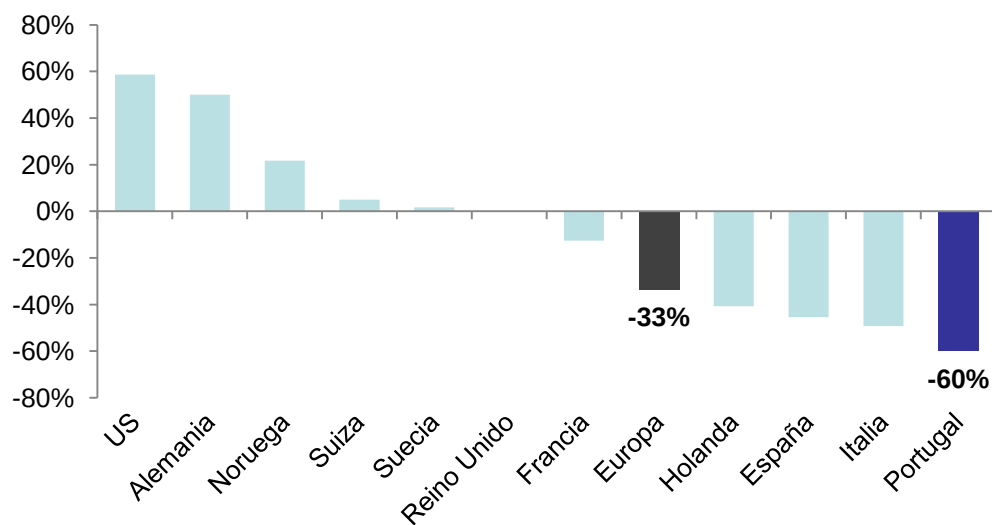
Expectativas de crecimiento de BPA cercanas al doble dígito.

Europa, muy lejos del pico de beneficios 2007/08

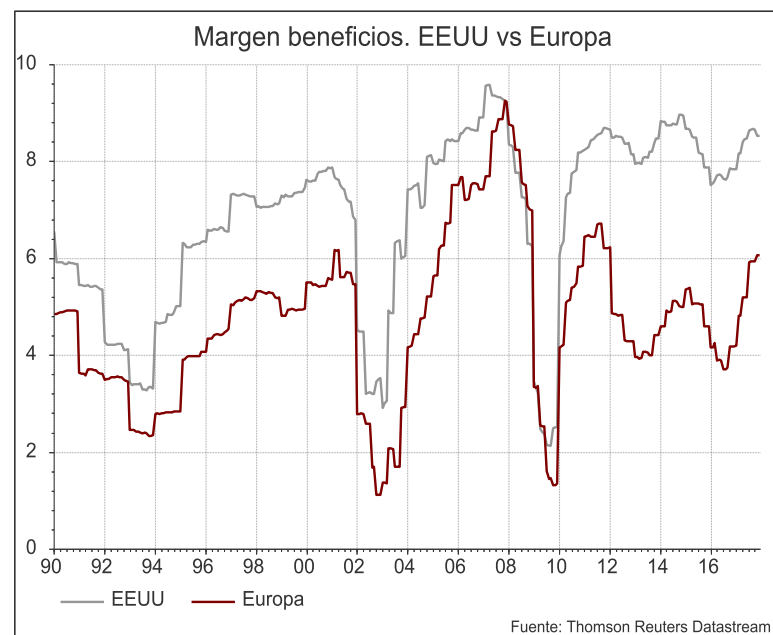
Los **beneficios en Europa** siguen claramente por debajo de niveles 2007/08, mientras que **Estados Unidos** está muy por encima. Aunque parte sea por composición sectorial, consideramos que este **gap debería tender a reducirse en cierta medida**.

Existe, asimismo, un mayor margen de recuperación de márgenes en Europa, como ya se está apreciando en el último año.

BPA actual vs máximo 2007/08



Fuente: Bloomberg, elaboración propia



Fuente: Thomson Reuters Datastream

ESCENARIO MACRO

- ▶ Crecimiento sincronizado moderado de la economía mundial.
- ▶ Principal apoyo: unas condiciones financieras aún favorables.
- ▶ Riesgo a futuro: el elevado nivel de deuda.

POLÍTICA MONETARIA

- ▶ Inicio de normalización de políticas monetarias, aunque será muy gradual.
- ▶ Fed a la cabeza, BCE y BoE con un discurso aún “dovish”, BoJ a la cola (política monetaria aún muy expansiva).

RESULTADOS EMPRESARIALES

- ▶ EE.UU. Márgenes en máximos. Potencial impacto positivo de reforma fiscal, repatriación de capitales (¿más *buybacks*?). Riesgo subida TIRes.
- ▶ Europa. Márgenes empresariales muy lejos de máximos de 2007. Apoyos para 2018: mejora macro, de márgenes y favorables condiciones de financiación.

MERCADOS

- ▶ Renta fija. Subidas de tipos largos, pero limitadas.
- ▶ Renta variable. Moderadamente optimistas, pero selectivos. La normalización monetaria podría incrementar la volatilidad y propiciar interesantes puntos de entrada. Tener reserva de liquidez para aprovechar oscilaciones del mercado y beneficiarse de ineficiencias entre valor y precio.

RIESGOS

- ▶ Error de política monetaria (salida de estímulos demasiado rápida).
- ▶ Geopolíticos y políticos.
- ▶ Deuda China.
- ▶ Desaceleración económica.

Bancos centrales presionan los tipos a la baja

45% bonos soberanos con rentabilidad < 1%
23% con rentabilidad negativa



Fuente: JP Morgan

TIRes Deuda Pública a distintos plazos

	2 años	5 años	7 años	10 años	30 años
Alemania	-0,71	-0,32	-0,08	0,31	1,10
Países Bajos	-0,75	-0,37	-0,02	0,41	1,11
Austria	-0,56	-0,22	0,07	0,47	1,37
Dinamarca	-0,47	-0,08	-0,08	0,39	1,20
Bélgica	-0,58	-0,26	0,10	0,50	1,53
Francia	-0,55	-0,11	0,16	0,64	1,59
España	-0,36	0,28	0,74	1,45	2,69
Italia	-0,30	0,53	1,08	1,81	3,01
Portugal	-	0,46	0,97	1,73	3,02
USA	1,85	2,17	2,30	2,37	2,70

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

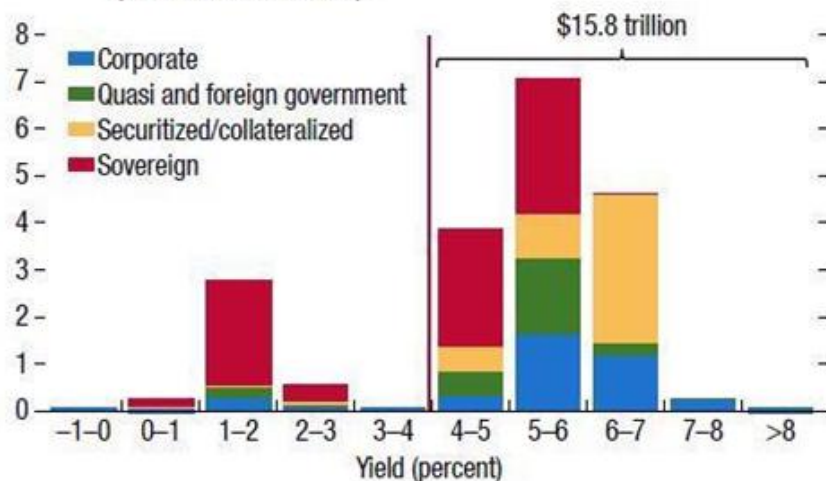
Las políticas monetarias ultraexpansivas de los bancos centrales acaban con las rentabilidades en la renta fija.

Categoría de inversión	Rentabilidad octubre 2017	Acumulado 2017
MONETARIOS	-0,04%	-0,23%
RENTA FIJA	0,05%	0,06%
RENTA FIJA MIXTA	0,08%	1,06%
RENTA VARIABLE MIXTA	0,27%	2,89%
RENTA VARIABLE NACIONAL	-0,57%	11,34%
RENTA VARIABLE INTERNACIONAL	0,65%	8,71%
GARANTIZADOS	0,05%	1,28%
RETORNO ABSOLUTO	0,09%	1,29%
GESTION PASIVA	-0,17%	2,26%
GLOBALES	-0,12%	2,96%
Total fondos de inversión	0,13%	2,31%

Fuente: Inverco y elaboración propia

Mínima rentabilidad en Renta Fija

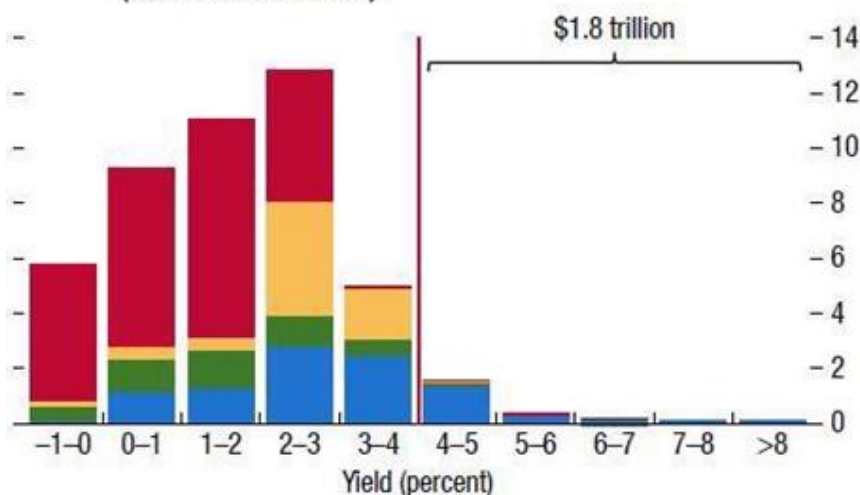
1. Global Investment-Grade Fixed Income Instruments, 2007
(Trillions of US dollars)



La **rentabilidad ofrecida por los distintos activos de renta fija se ha reducido de forma drástica entre 2007 y 2017.**

Mientras en 2007 había 15,8 bln USD con rentabilidades >4%...

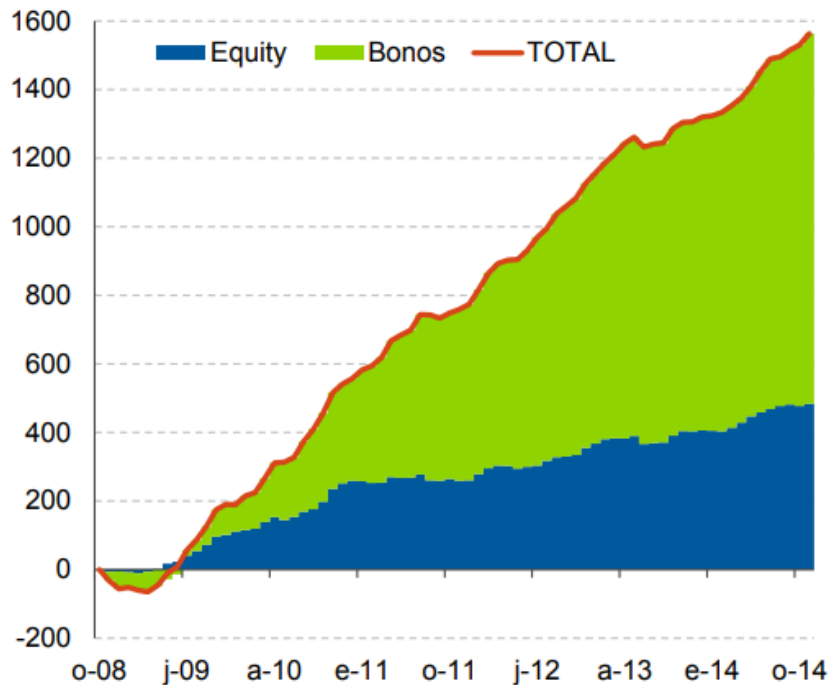
2. Global Investment-Grade Fixed Income Instruments, 2017
(Trillions of US dollars)



...hoy en día tan sólo 1,8 bln USD ofrecen dichas rentabilidades.

Fuente: FMI

Flujos de inversión de extranjeros en países emergentes durante QE de la FED (miles de mln USD) Acumulado desde Nov2008



Fuente: BNS, Fidelity

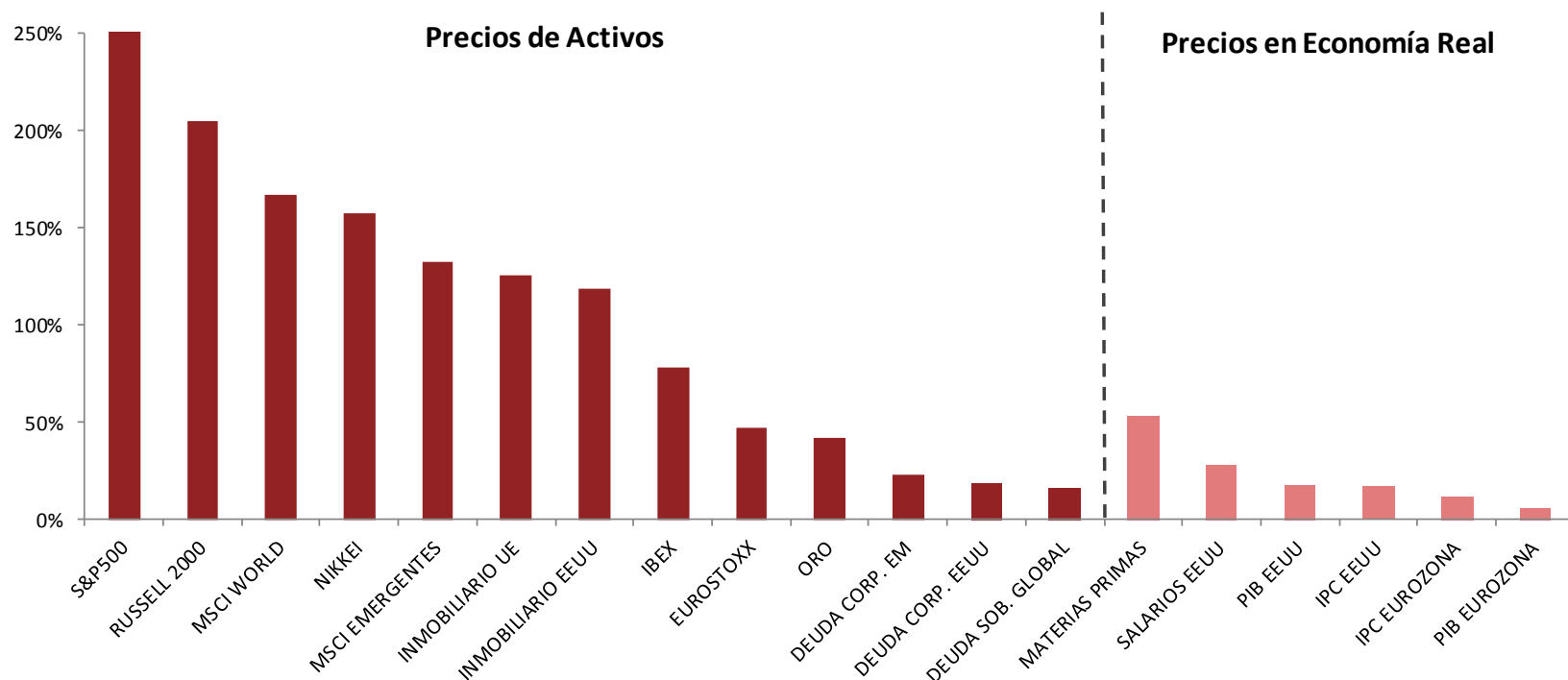
Banco Central de Suiza tiene ya una cartera de alrededor de 72.700 mln eur

Swiss National Bank's top 10 holdings

Equity	2017 Q2 Market Value (EUR billion)
Apple	2.7
Microsoft	1.9
Amazon	1.4
Johnson & Johnson	1.4
Facebook	1.3
Exxon	1.3
Alphabet Class C (Google)	1.0
Alphabet Class A (Google)	1.0
AT&T	0.9
Procter & Gamble	0.9

Fuente: BNS, Fidelity

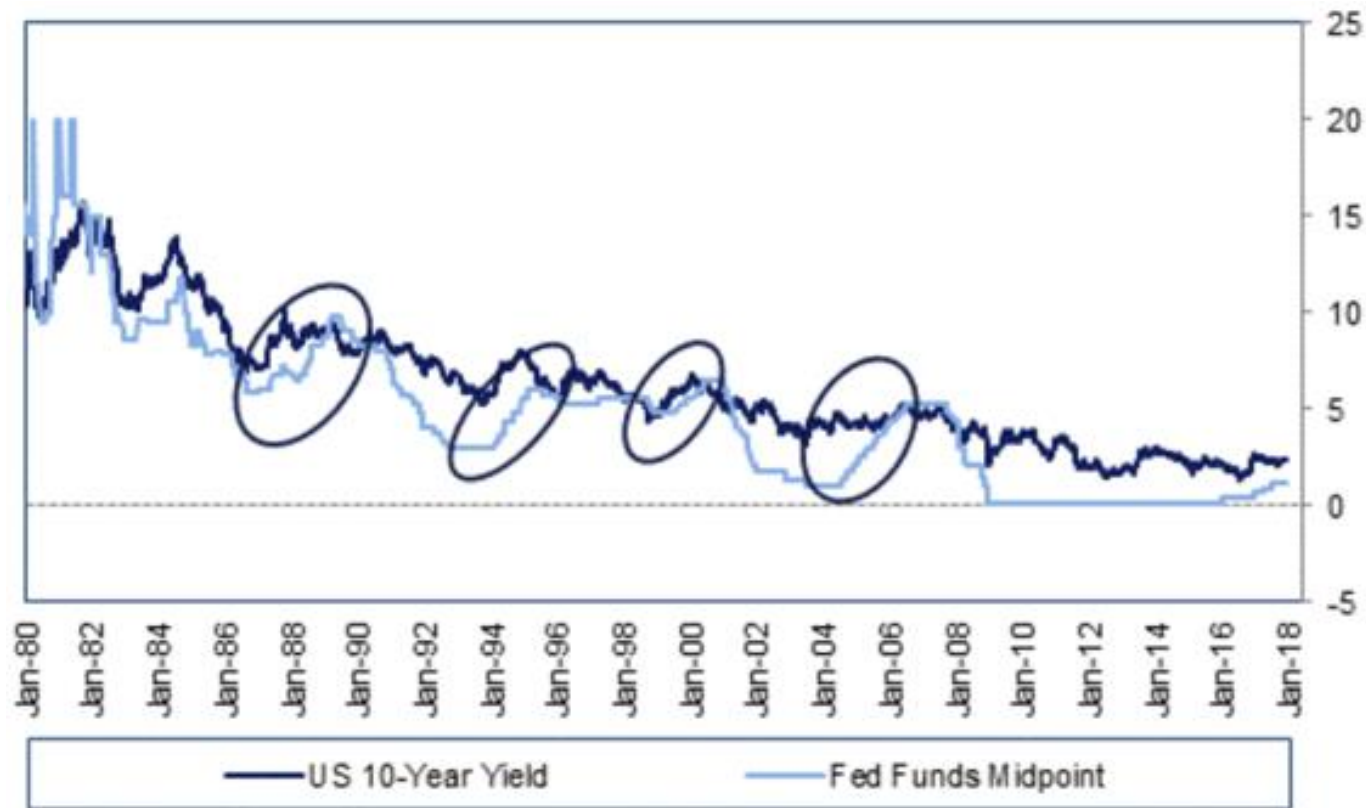
No hay inflación real, pero sí de activos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La normalización monetaria tendrá un impacto alcista en TIRes, aunque moderado

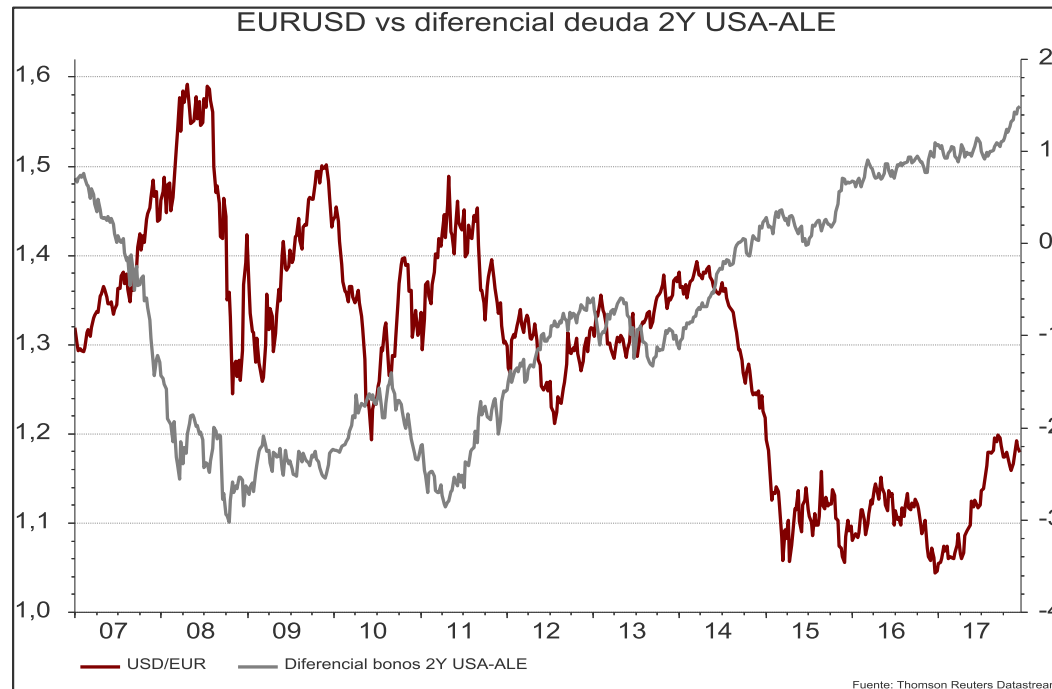
Históricamente, los ciclos de subidas de tipos de interés han impulsado al alza las TIRes.



Apreciación del Euro en 2017 a pesar de ampliación de diferenciales de tipos Estados Unidos – Alemania debido a:

- Mayor **sorpresa positiva en crecimiento europeo** vs americano.
- Reducción del riesgo político en la Eurozona** tras los resultados electorales 2017 que evitan el éxito de las opciones más populistas.
- Fuerte superávit por cuenta corriente de la Eurozona y déficit en Estados Unidos.**

De cara a 2018: dólar apoyado en el corto plazo por la aprobación de la reforma fiscal, pero esperamos una **gradual apreciación del Euro** a medida que avance el ejercicio y el BCE vaya adentrándose en la normalización de su política monetaria. **Rango anual: 1,12-1,25 USD/EUR.**



Catalizadores:

- 1) **Atractiva valoración** vs deuda pública y crédito (yield spread en máximos).
- 2) Buena evolución macroeconómica: **el mundo sigue creciendo**. Mejora en crecimiento de mercados emergentes.
- 3) Mejora esperada en **resultados empresariales, sobre todo en Europa**.
- 4) **Normalización gradual de políticas monetarias debería apoyar flujos de Renta Fija a Renta Variable**.
- 5) **Movimientos corporativos** (bajos tipos, necesidad de crecer inorgánicamente, ganar escala).

Riesgos:

- 1) **Error de política monetaria** (abandono excesivamente rápido de estímulos monetarios) **en un contexto de elevada deuda mundial**.
- 2) **Riesgo políticos**: elecciones Italia, ¿Alemania?, Brasil, México...
- 3) **Riesgo geopolítico**.
- 4) **Macro: Brexit** (negociaciones e impacto), **China** (elevada deuda), **Estados Unidos** (impulso fiscal menor al descontado, políticas proteccionistas con impacto negativo en comercio mundial).
- 5) **Desaceleración del ciclo económico global**.

	PER 18E	Mediana*	Recorrido a mediana	PBV 18E	Mediana*	Recorrido a mediana	Margen Ebitda	Mediana	Recorrido a mediana
S&P 500	17,5x	18,3x	4%	2,9x	2,7x	-4%	19,2%	19,0%	-0,2 pp
Eurostoxx 50	14,1x	15,9x	12%	1,6x	1,6x	2%	16,7%	17,6%	0,9 pp
CAC 40	14,6x	16,9x	16%	1,5x	1,5x	2%	14,4%	14,7%	0,3 pp
DAX Xetra	13,4x	16,9x	26%	1,7x	1,6x	-4%	15,6%	14,0%	-1,6 pp
Ibex 35	13,1x	13,7x	5%	1,4x	1,5x	10%	23,2%	30,9%	7,7 pp
MIB 30	13,2x	14,5x	10%	1,1x	1,1x	-5%	18,6%	21,2%	2,6 pp
Nikkei 225	17,0x	22,4x	31%	1,7x	1,6x	-5%	13,7%	11,7%	-2,0 pp
MEXBOL	15,8x	15,1x	-5%	2,2x	2,4x	10%	23,7%	24,6%	0,0 pp
Bovespa	12,0x	15,8x	33%	1,5x	1,2x	-17%	22,0%	24,9%	0,1 pp
Chile SM Selectivo	17,5x	19,6x	12%	1,7x	2,0x	19%	20,1%	19,7%	0,0 pp
Hang Seng (Hong Kong)	12,1x	13,2x	9%	1,3x	1,8x	44%	26,0%	26,4%	0,0 pp

Periodo contemplado: 30 años

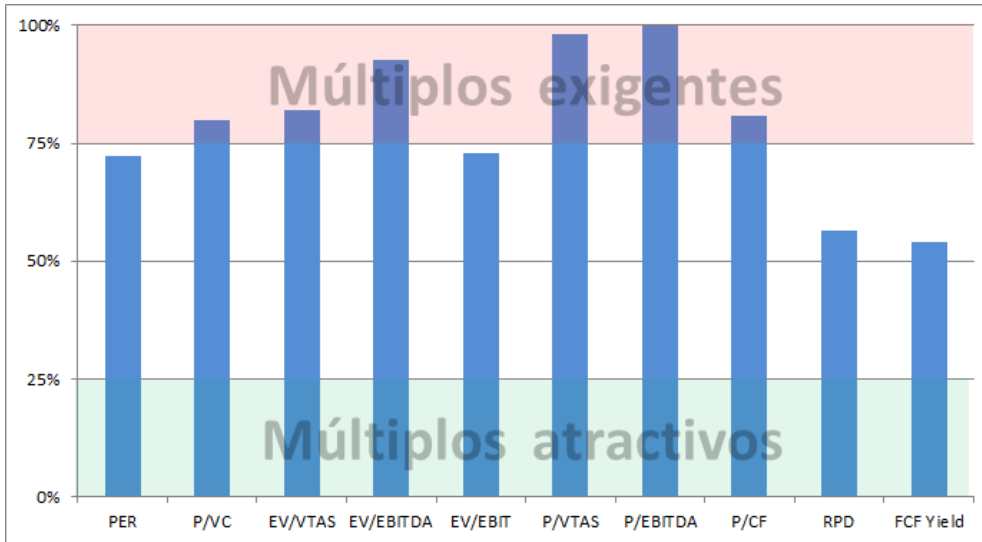
Fuente: Bloomberg, elaboración propia

Valoraciones razonables/atractivas en términos históricos.

- **Europa. PER 18e: 14x** , pero con unos resultados empresariales con amplio recorrido de mejora. Una recuperación superior a la prevista llevaría a múltiplos aún más atractivos.
- **Estados Unidos. PER 18e: 17x.** Ofrece cierto descuento a promedio histórico. Múltiplos superiores a Europa responden a ROEs superiores. La reforma fiscal podría traducirse en múltiplos más atractivos.
- **Emergentes.** Estabilización de la economía china, salida de recesión de Brasil y Rusia. ¿Riesgo de normalización monetaria Fed?

EEUU ajustada por múltiplos pero... ¿reforma fiscal?

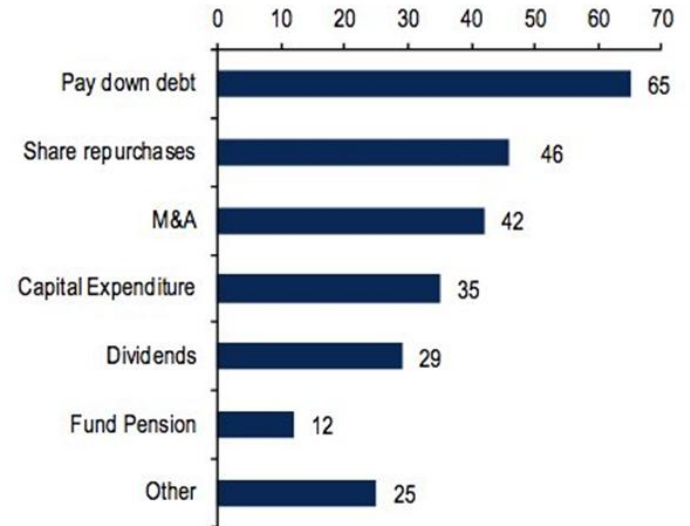
SPX (datos desde 1991)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Exhibit 1: Question: "How proceeds of repatriated earnings would be used?" (Choose all that apply)

Posted on
WSJ: The Daily Shot
04-Oct-2017

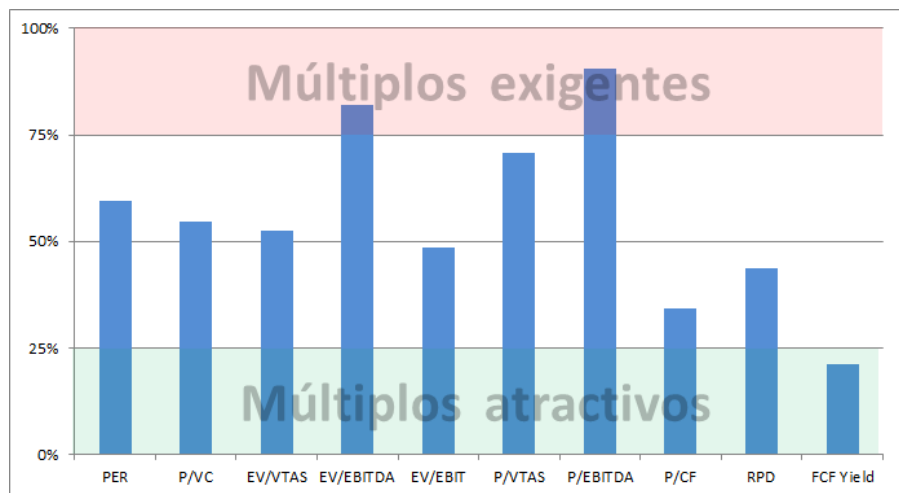


Note: Response from BofAML's 20th Risk Management Survey

Source: BofA Merrill Lynch Global Research

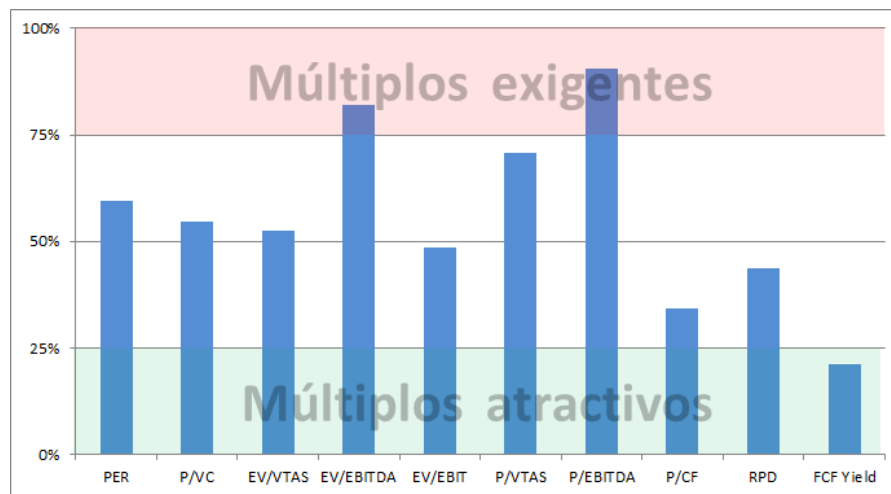
Valoraciones razonables en Europa

Ibex (datos desde 1991)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

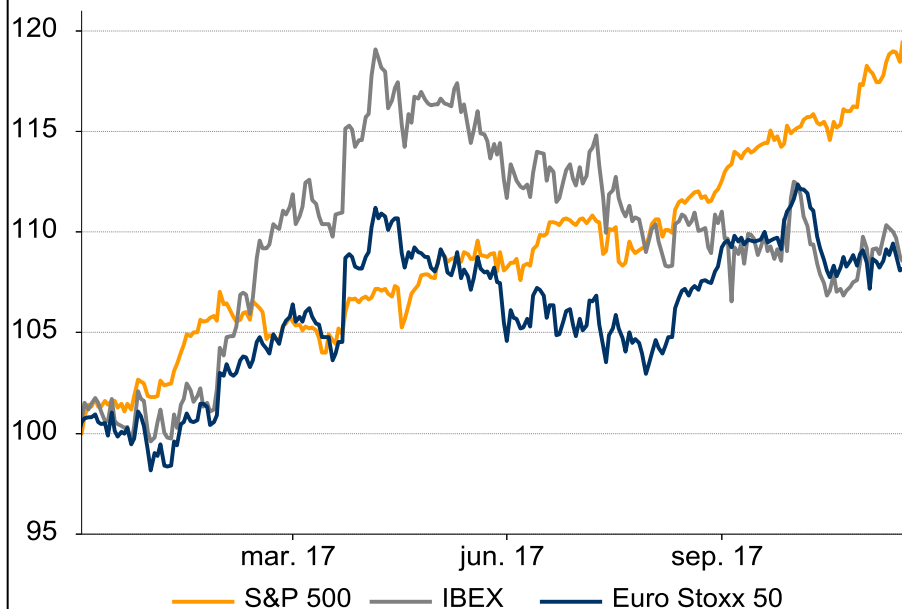
Eurostoxx (datos desde 2001)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

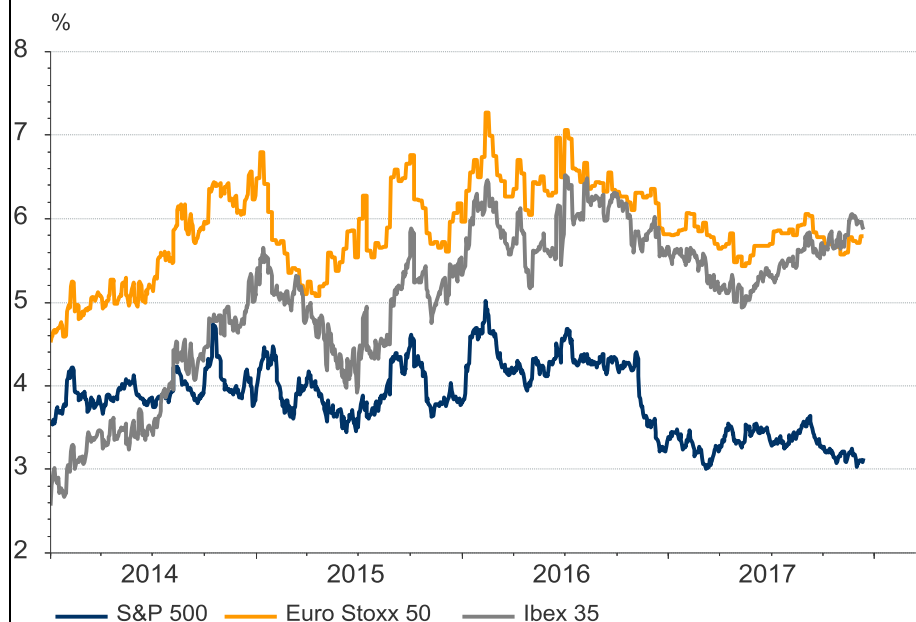
Mayor complacencia EEUU vs Europa, reciente diferencial negativo España

Evolución índices (100 = enero 2017)



Fuente: Thomson Reuters Datastream

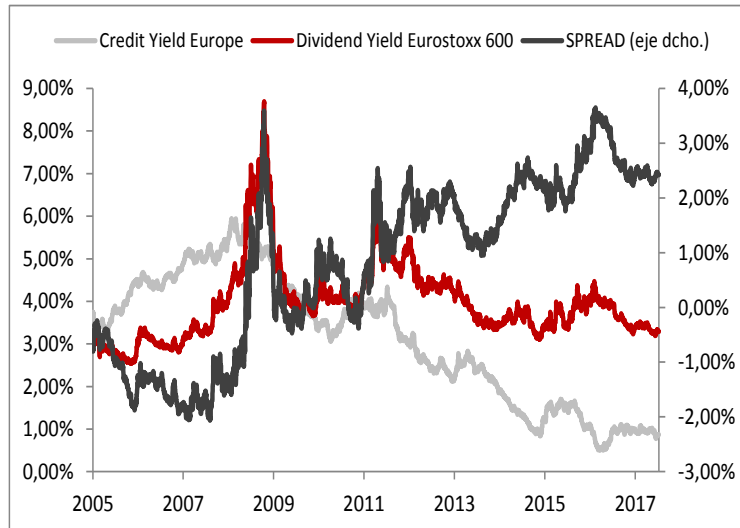
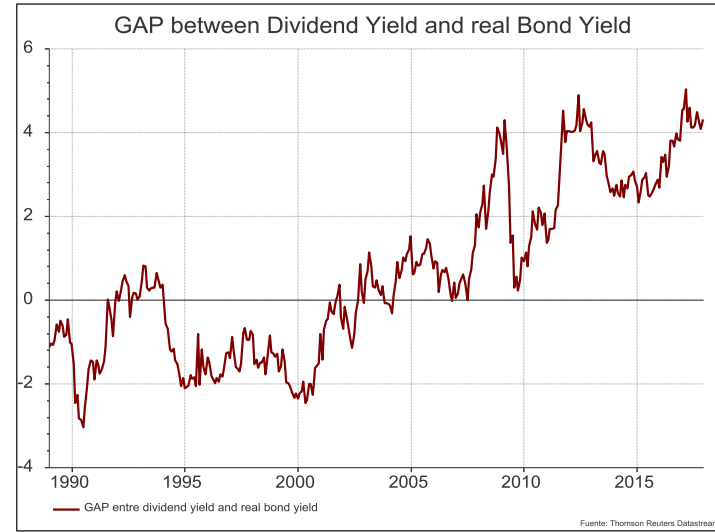
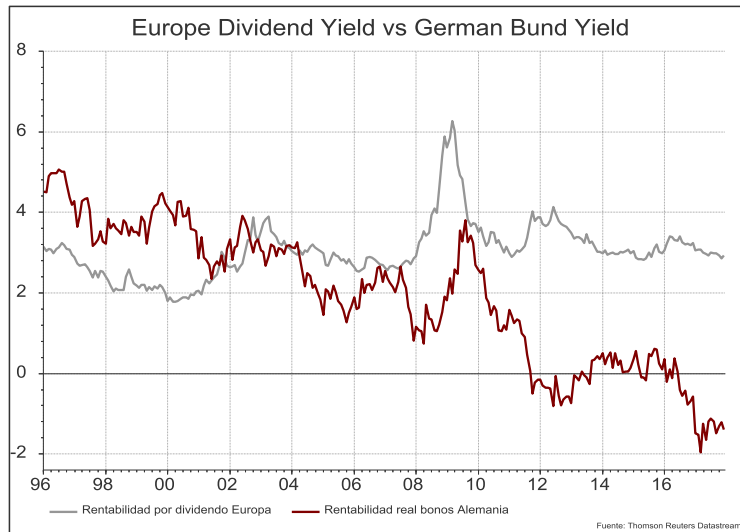
Prima de riesgo de equity



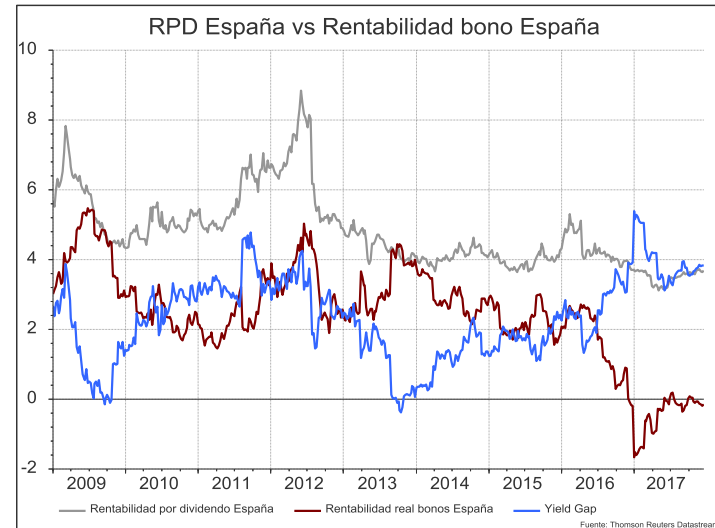
Fuente: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

	IBEX	Euro Stoxx 50	S&P 500
ene-may	18%	10%	7%
may-hoy	-6%	1%	11%

Bolsas vs Renta Fija



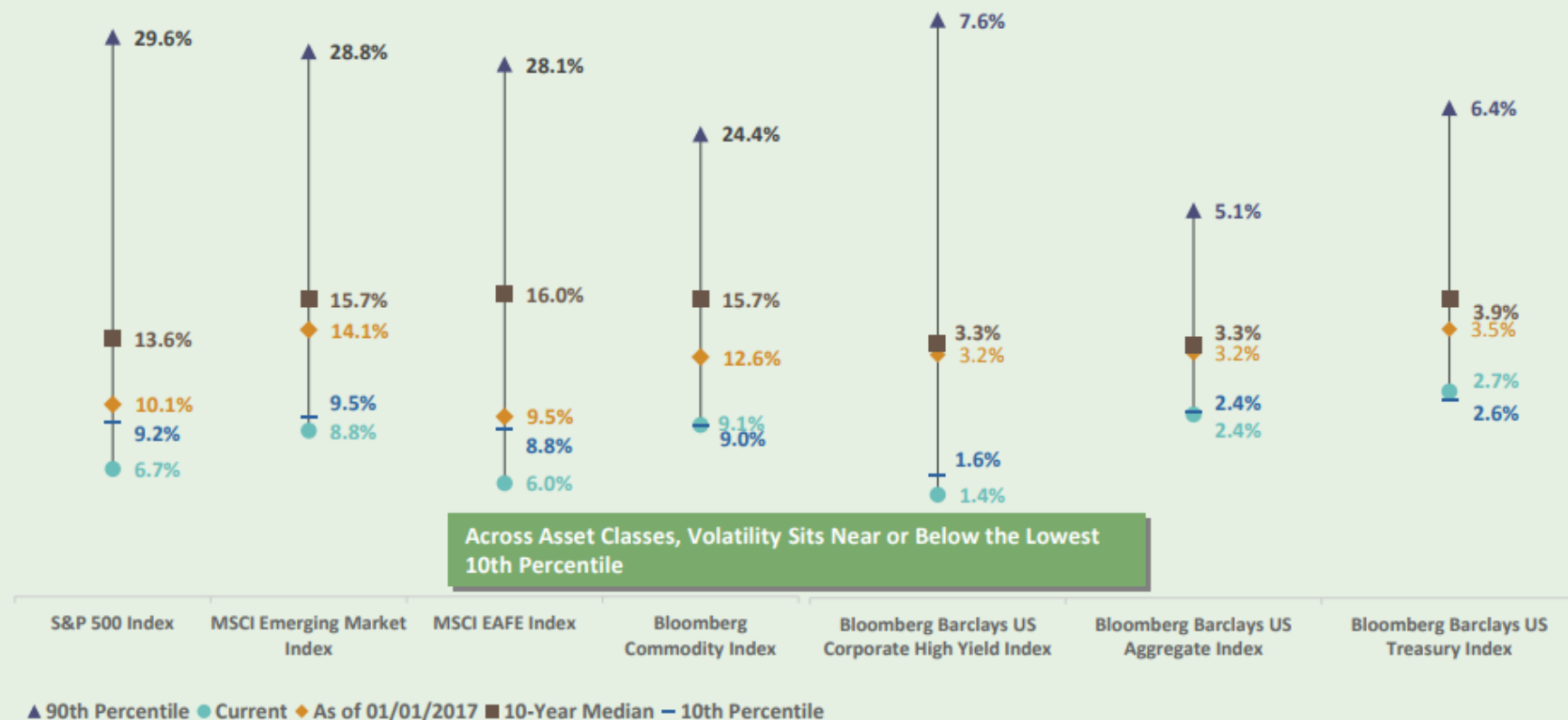
Fuente: Bloomberg



La paciencia de los bancos centrales mantiene “anestesiada” la volatilidad...

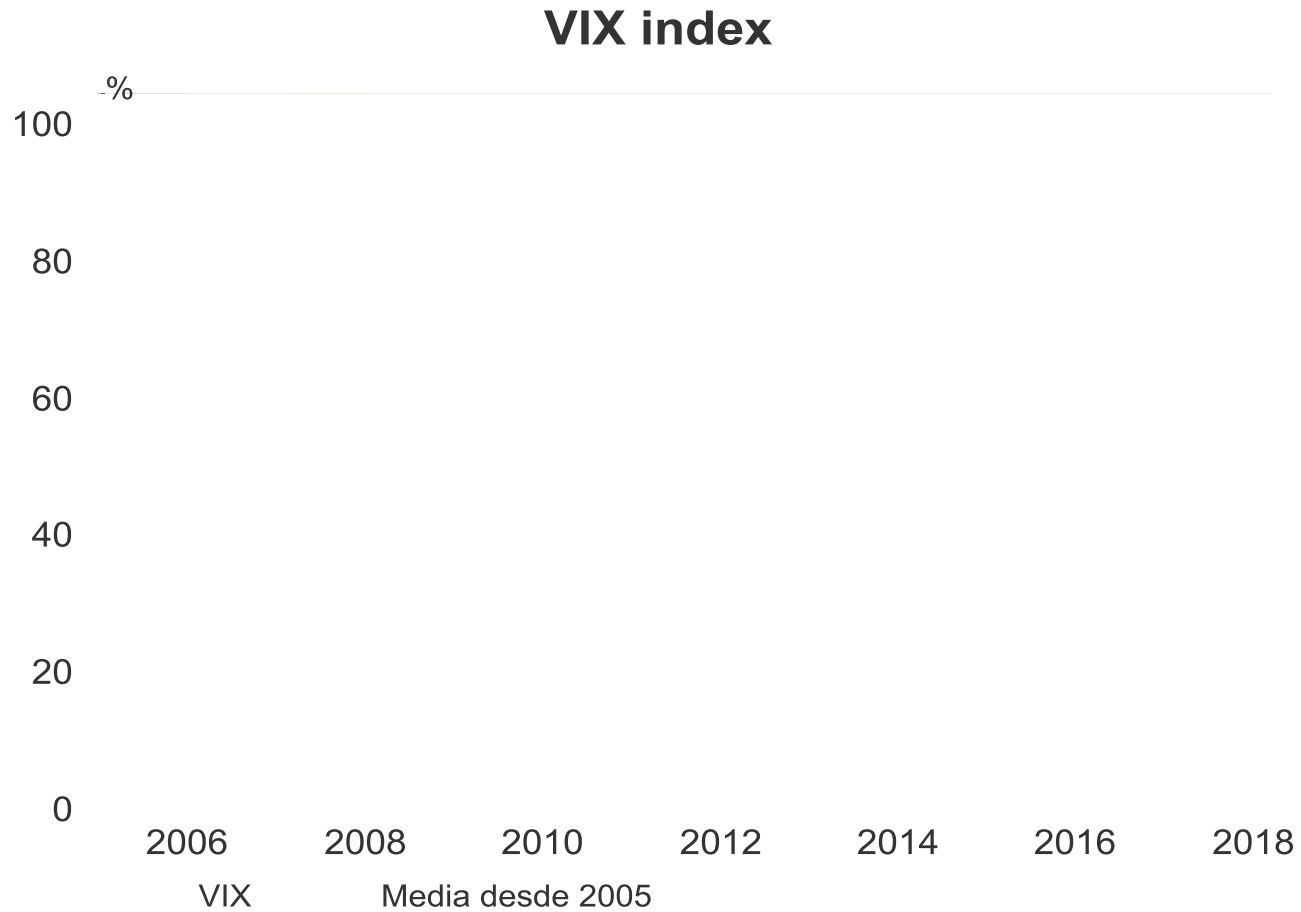
Cross-Asset Realized Volatility Monitor

90-Day Annualized Standard Deviation (%)



Source: Bloomberg Finance, L.P. As of October 31, 2017. Past performance is not a guarantee of future results. Index returns are unmanaged and do not reflect the deduction of any fees or expenses. Standard deviation is a historical measure of the volatility of returns. If a portfolio has a high standard deviation, its returns have been volatile; a low standard deviation indicates returns have been less volatile.

...pero la volatilidad podría ir normalizándose ante la retirada de estímulos monetarios...



Fuente: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

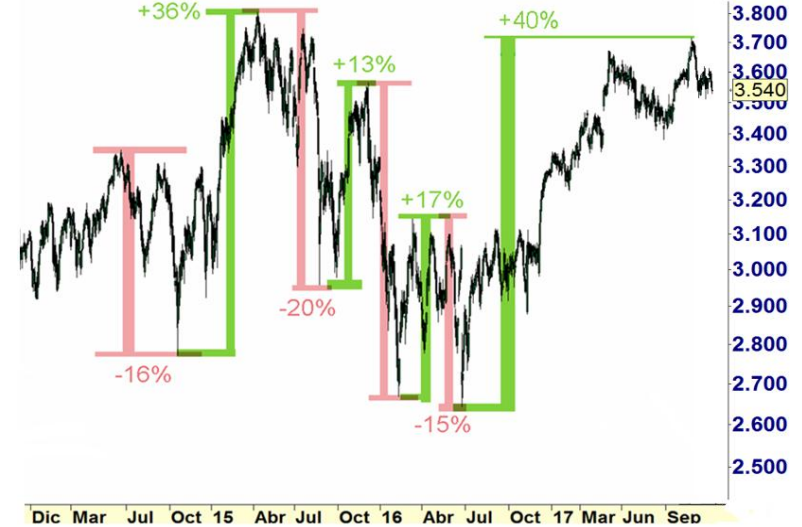
...propiciando interesantes puntos entrada

renta4banco

IBEX35



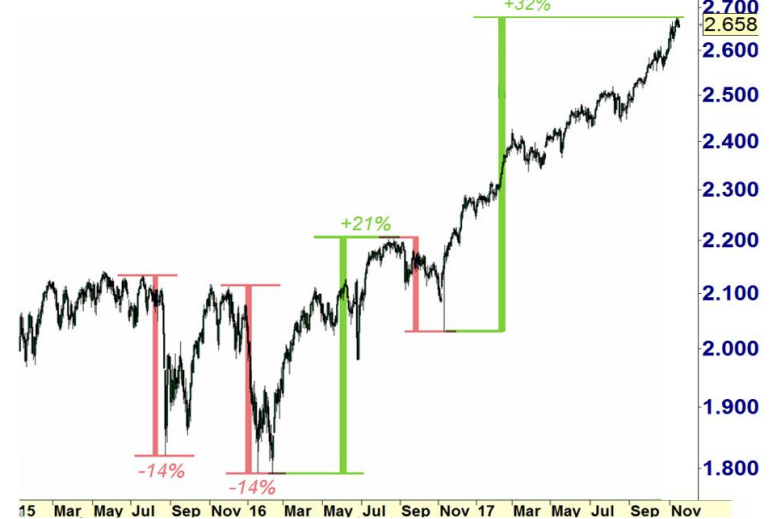
EUROSTOXX50



DAX XETRA



S&P500



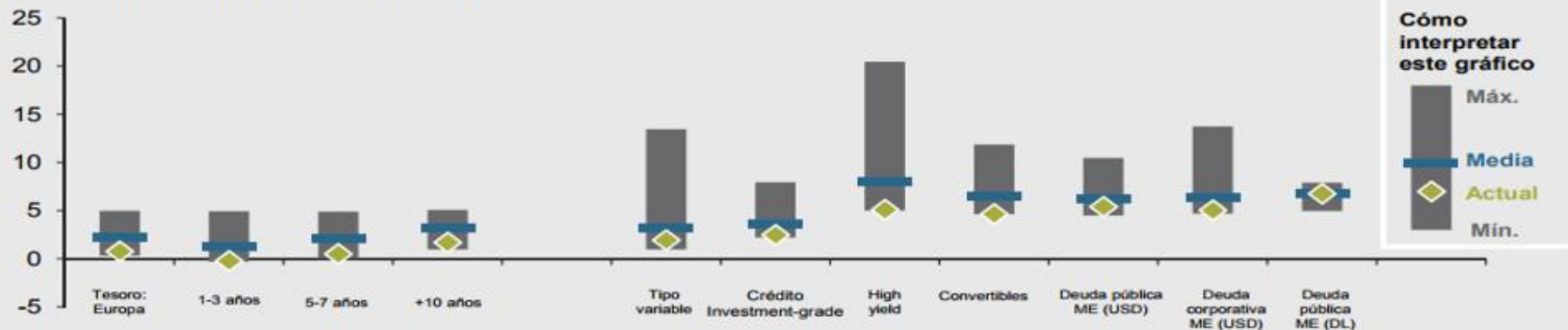
Riesgos que podrían facilitar puntos de entrada en renta variable

- **Error de política monetaria** (subidas excesivas de tipos de interés ante un shock de inflación).
- **Riesgo deuda China.**
- **Riesgos de desaceleración del ciclo económico global.**
- **Riesgos geopolíticos.**
- **Riesgos políticos:**
 - **Europa: elecciones en Cataluña, Italia y Suecia**, posible repetición de elecciones en Alemania (si no se alcanza acuerdo de gobierno), **negociaciones del Brexit** (ausencia de avances).
 - **Estados Unidos: reforma fiscal de Trump** (timing y cuantía), **elecciones mid-term** (noviembre 2018, Trump debería cerrar sus reformas para asegurarse su aprobación ahora que tiene mayoría).
 - **Latinoamérica: elecciones en Brasil, México, Colombia.**

Riesgo de subidas de tipos

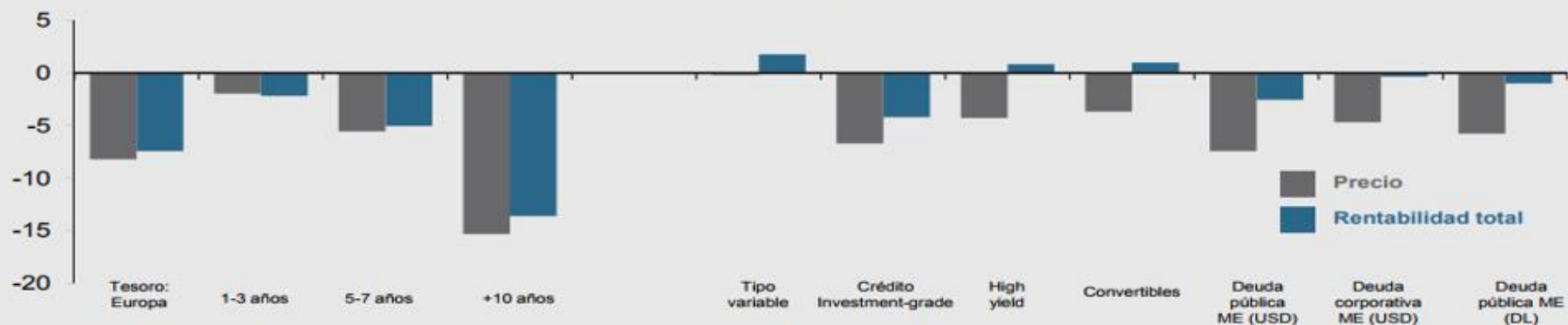
Rentabilidad actual e histórica de los índices seleccionados

% de tir, fluctuaciones en los últimos 10 años*



Ejemplo del impacto de una subida del 1% en el tipo de interés en índices seleccionados

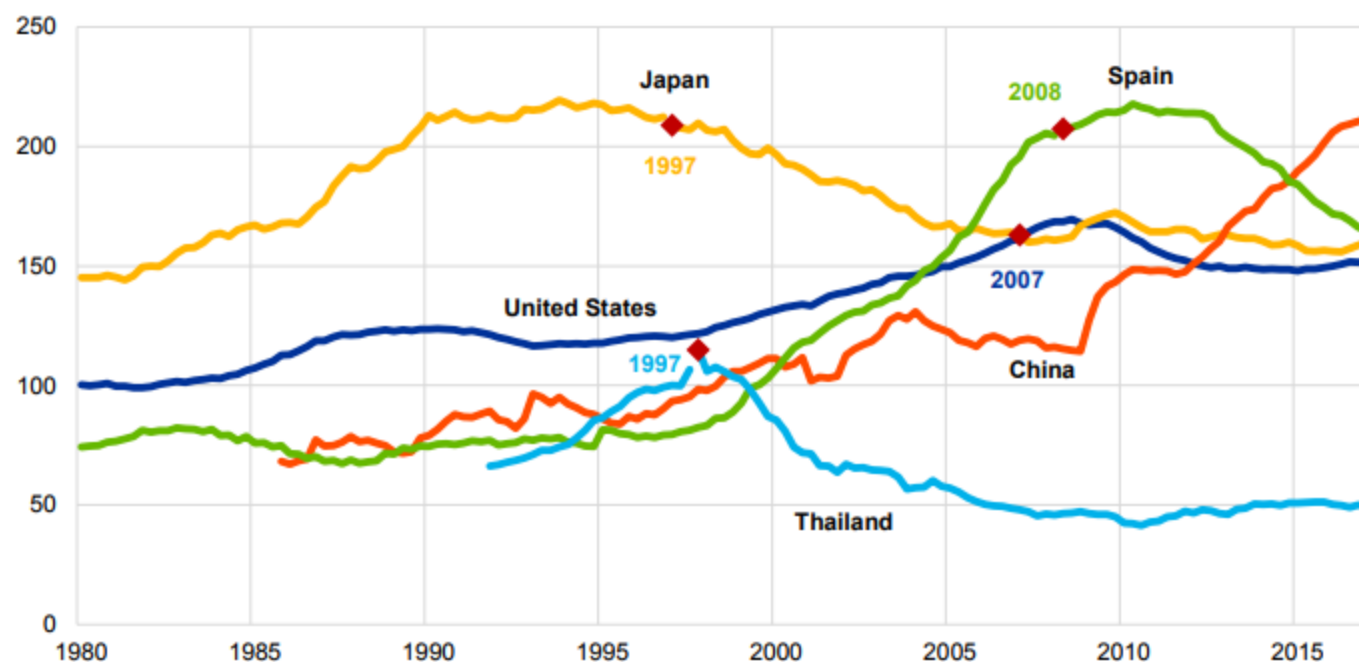
% de variación, presupone un cambio simultáneo en la curva de tipos y que los diferenciales se mantienen



Fuente: JP Morgan AM

Credit-to-GDP ratios in selected countries

(as a percentage of GDP)



Source: Bank for International Settlements.

Notes: Credit to private non-financial sectors at market value as a percentage of GDP. The red diamonds indicate years of crises according to Laeven, L. and Valencia, F., "Systemic Banking Crises Database: An Update", IMF Working Paper No 12/163, 2013.



Cálculo del alcance de los misiles balísticos de Corea del Norte



Probados/operativos

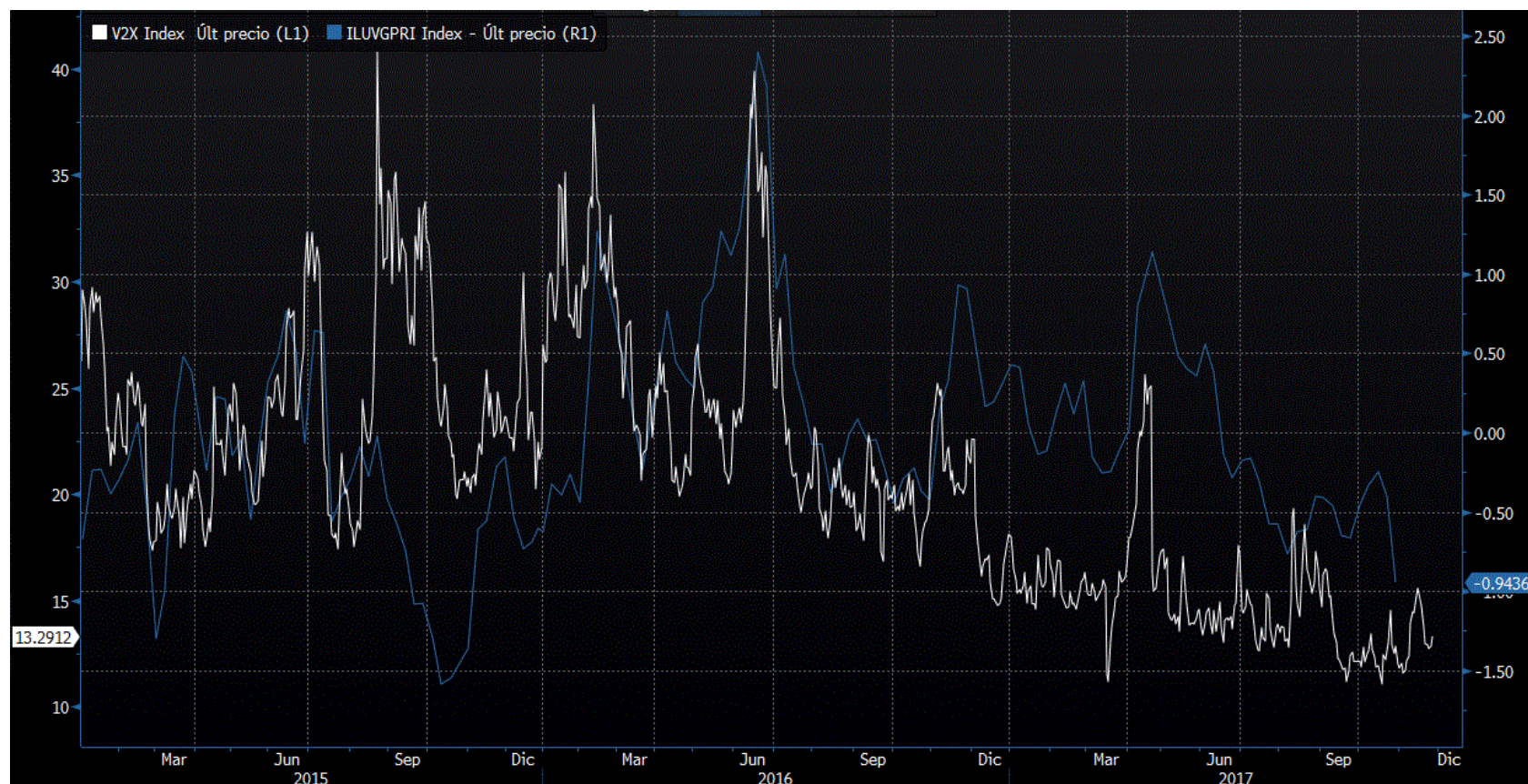
- 1 Hwasong: 1.000km
- 2 Nodong: 1.300km
- 3 Musudan: 3.500km
- 4 Hwasong-14: 6.700km

Fuente: Centro James Martin de Estudios para la No Proliferación/NTI

BBC

El riesgo político, intenso en 2017 ante la elevada confluencia de citas electorales, se ha reducido de forma relevante, aunque varias serán las citas electorales a tener en cuenta en 2018, a lo que se sumarán las negociaciones del Brexit y los riesgos de la agenda Trump.

Volatilidad (línea blanca) vs Índice de Riesgo Político (línea azul)



Calendario político en Europa, más tranquilo que en 2017

En 2018 la intensidad de citas electorales será muy inferior a 2017, con sólo un 14% del PIB de la UE celebrando elecciones (vs 44% en 2017). En caso de repetirse elecciones en Alemania (de no alcanzarse un acuerdo de gobierno), en 2018 un 35% del PIB celebraría elecciones.

Elecciones 2017	PIB Mill. €	% PIB de la UE
Alemania	3.144.050	21%
Francia	2.228.857	15%
Holanda	702.641	5%
Austria	353.297	2%
Rep. Checa	176.564	1%
UE	14.904.309	44%

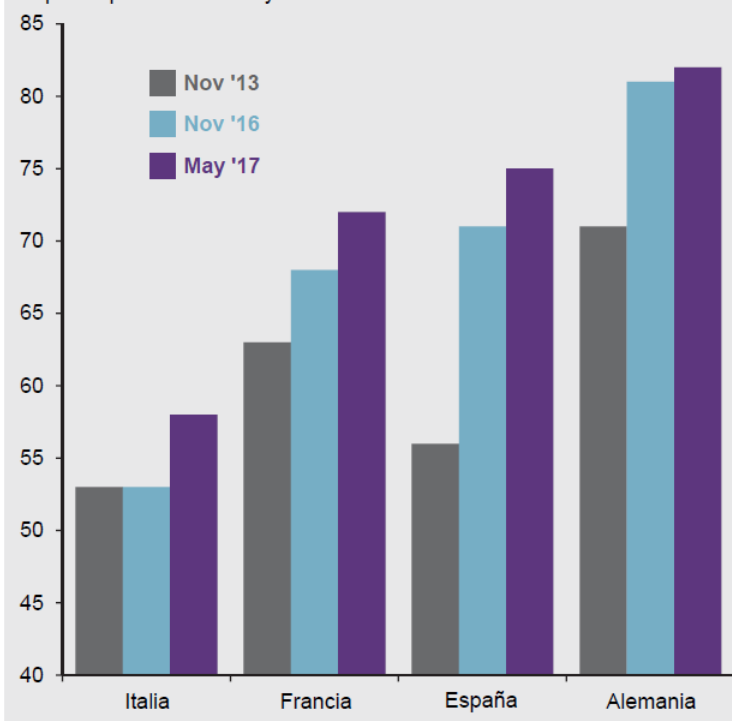
Elecciones 2018	PIB Mill. €	% PIB de la UE
Italia	1.680.523	11%
Suecia	465.201	3%
UE	14.904.309	14%

Fuente: elaboración propia

El riesgo de aumento de poder de partidos populistas contrarios al proyecto del Euro parece haber disminuido.

Resultados de la encuesta: ¿está a favor del euro?

% que respondió "sí" a mayo de 2017

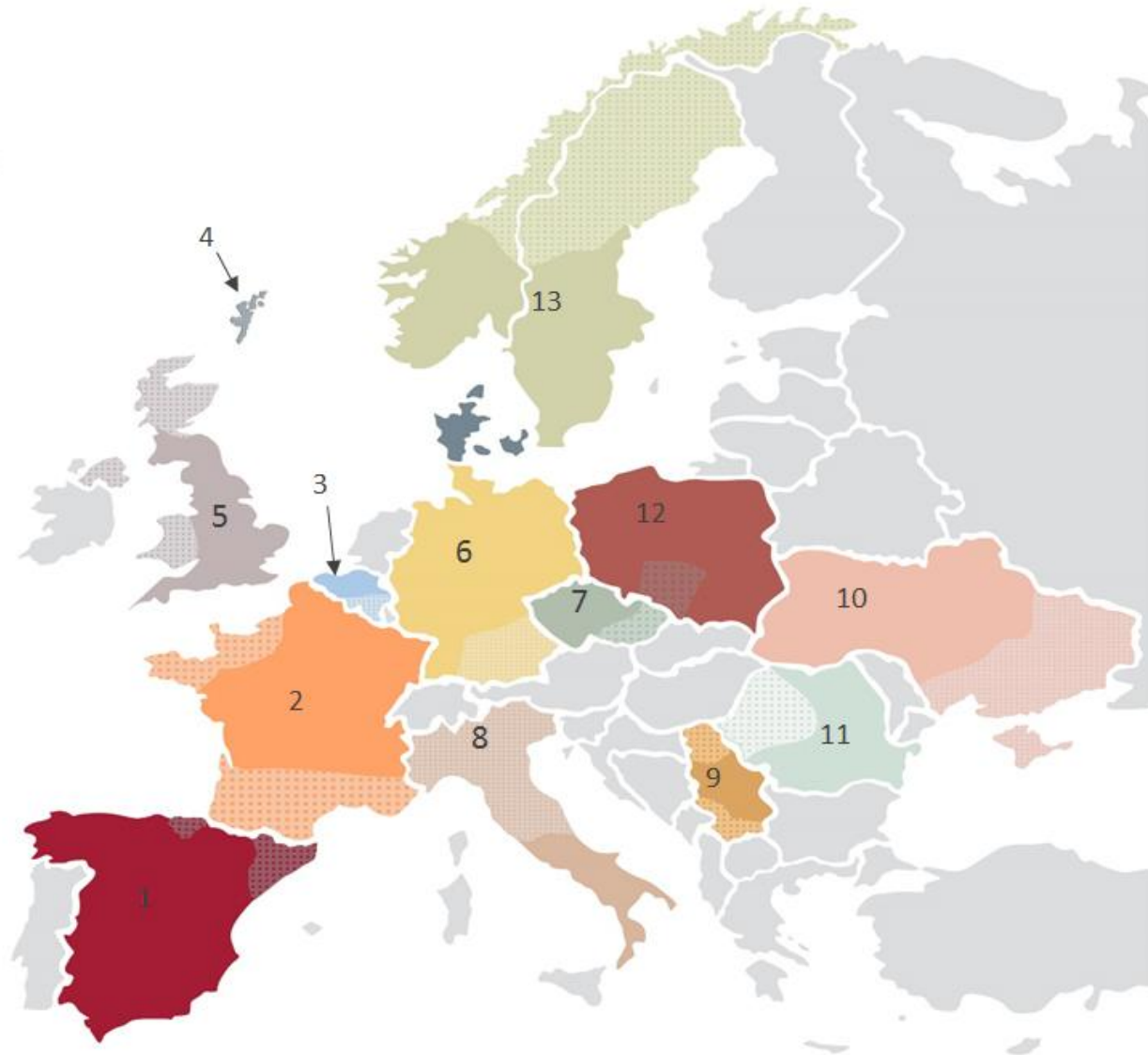


Fuente: JP Morgan

Aunque no hay que perder de vista el riesgo de independentismos a medio plazo

renta4banco

- 1- **España:** Cataluña, Euskadi.
- 2- **Francia:** Córcega, Bretaña, Normandía.
- 3- **Bélgica:** Flandes, Valonia.
- 4- **Dinamarca:** Islas Feroe, Groenlandia.
- 5- **Gran Bretaña:** Escocia, Gales, Irlanda del Norte.
- 6- **Alemania:** Baviera (Suabia, Franconia).
- 7- **Rep. Checa:** Bohemia, Moravia.
- 8- **Italia:** Padania, Véneto, Cerdeña, Sicilia.
- 9- **Serbia:** Sandzak, Vojvodina.
- 10- **Ucrania:** Nueva Rusia.
- 11- **Rumanía:** Transilvania.
- 12- **Polonia:** Silesia.
- 13- **Suecia:** Jämtland.



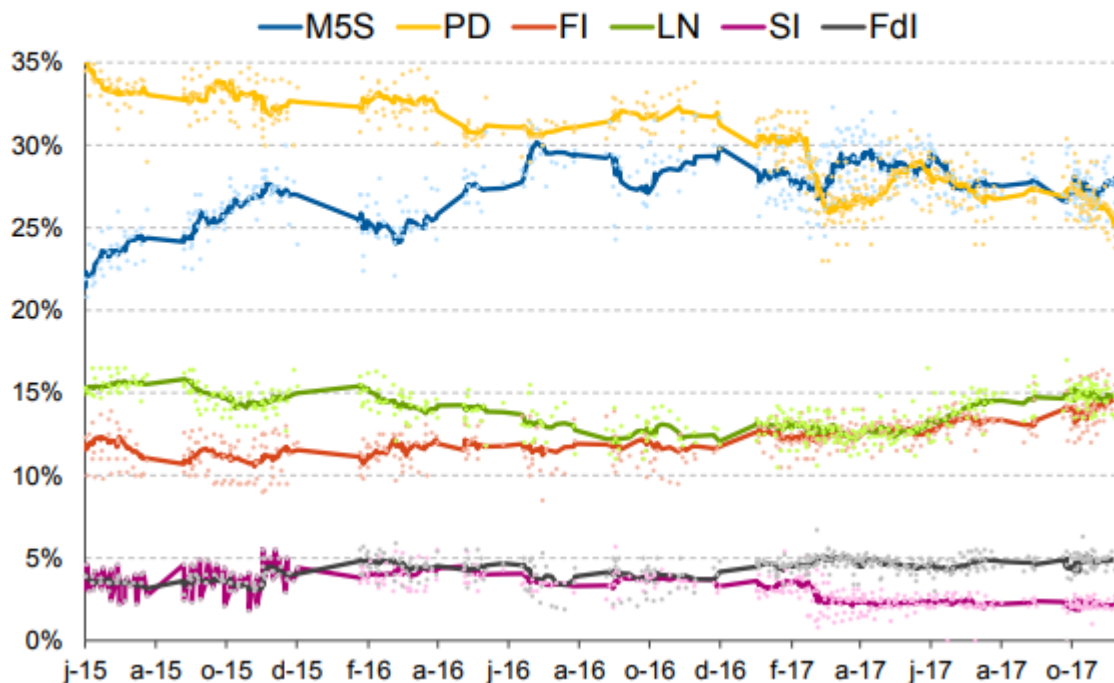
Fuente: elaboración propia

Principal riesgo: victoria del Movimiento 5 Estrellas en las elecciones.

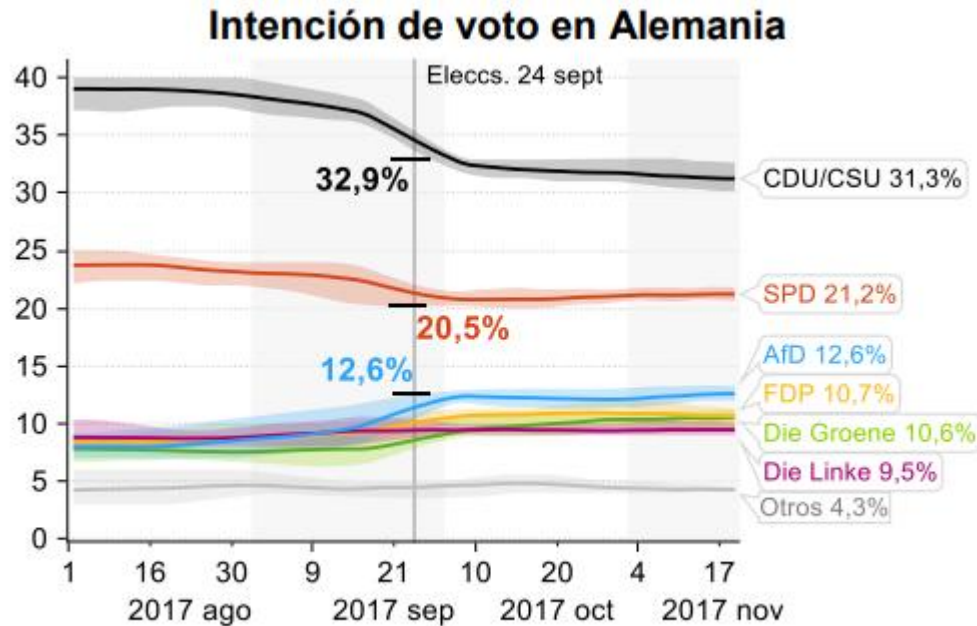
Posible presión al alza en el diferencial italiano en función de la evolución de las encuestas.

A largo plazo, el riesgo está en que la gobernabilidad del país no mejore y no se realicen las reformas necesarias para impulsar el crecimiento económico.

Encuestas de intención de voto en Italia: el votante populista se escora a la derecha



Alemania, posibles nuevas elecciones



Fuente: Afi, Macrobond

CDU/CSU: Cristiano-demócratas
SPD: Social demócratas
AfD: Alternativa para Alemania
FDP: Demócratas Libres
Die Groene: Los Verdes
Die Linke: La Izquierda

Negociaciones para formar gobierno de coalición (Merkel + Liberales + Verdes) bloqueadas ante la **falta de acuerdo** en temas como el medioambiente. La **alternativa: una Gran Coalición con el SPD o acuerdos puntuales de los socialdemócratas** en temas claves para que Merkel pueda gobernar en minoría.

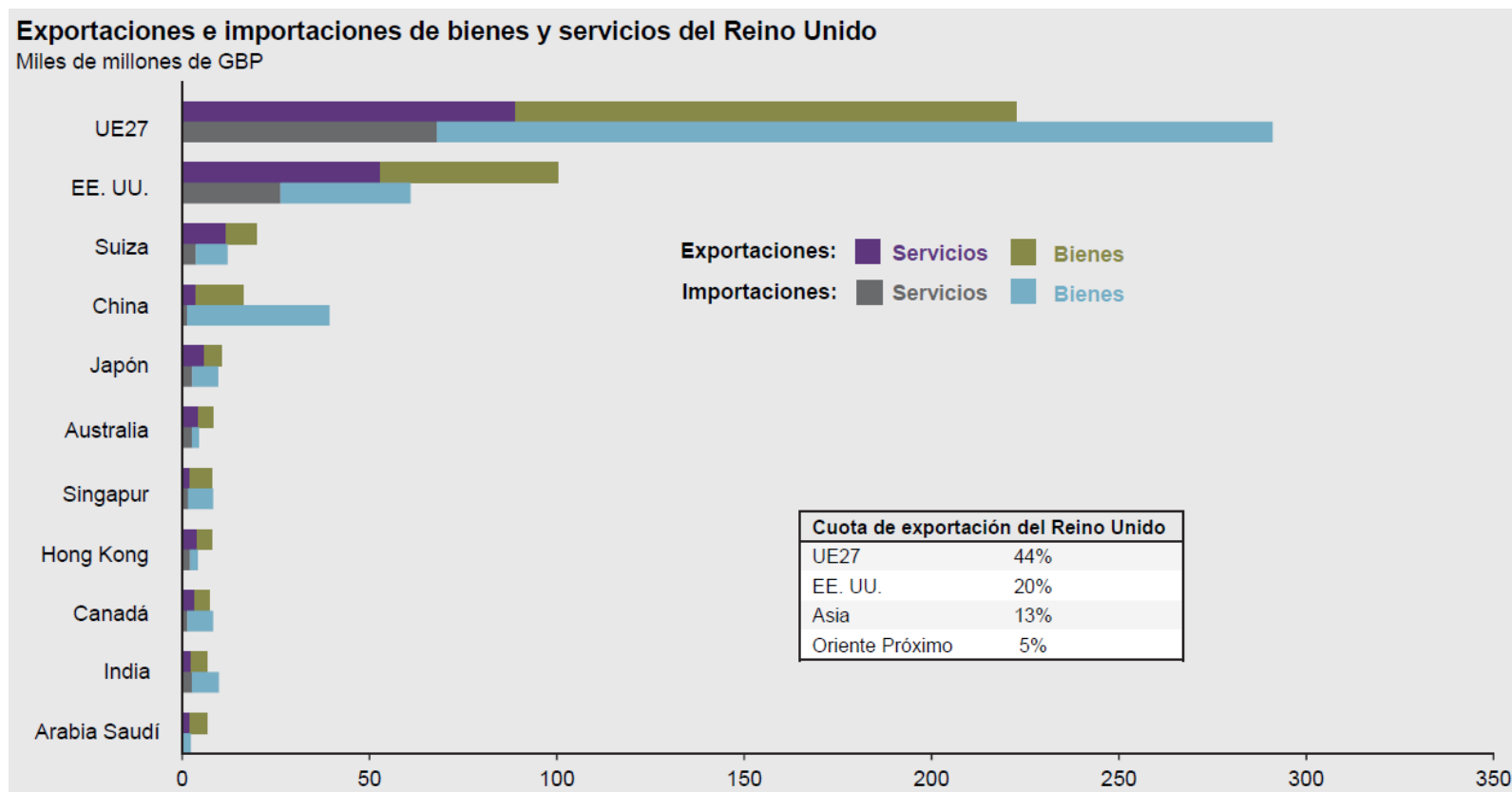
De no alcanzarse un acuerdo de gobierno, posibilidad de nuevas elecciones en torno a marzo-abril 2018.

Impacto limitado en mercado, las encuestas apuntan a un resultado similar, aunque el periodo de incertidumbre retrasaría avances en el proceso de integración europea y un acuerdo con el SPD podría presionar el déficit al alza.

Riesgo: avance del AfD.

Acuerdo sobre la "factura de salida" a pagar por Reino Unido (60.000 mln eur netos a pagar a muy largo plazo).

14-15 diciembre: **Consejo Europeo que iniciará la Fase II de negociaciones, en la que se tratará de las relaciones comerciales futuras.** Reino Unido buscará alcanzar un acuerdo de libre comercio que evita la interrupción del comercio existente.



Fuente: JP Morgan

**Crecimiento global sincronizado
con inflación moderada**

**... pero la actuación de los bancos
centrales sigue siendo esencial**

**Represión financiera seguirá presente,
rentabilidad sin riesgo negativa**

Invertir en base a "fundamentales"

Volatilidad en mínimos históricos

En algún momento repuntará

**Los bancos centrales comienzan a
normalizar sus políticas**

**Valoraciones aún distorsionadas por
Bancos Centrales**

**Sin asumir riesgos no hay
rentabilidad**

**Aprovechar oscilaciones de mercado
(inexistentes en 2017)**

Lo que ha sido 2017

LO MEJOR

LO PEOR

2017	RV Emergente, DAX, EUR vs. USD y EUROSTOXX	RF Gob Desarrollados, RF Corporativa y RF Emergente divisa local
BREXIT (27/06)	RV Emergente, DAX, BRENT, S&P500 y EUROSTOXX	RF Gob Desarrollados, RF Corporativa y RF Emergente divisa local
CATALUÑA (30/09)	Crudo, RV Emergente, S&P500 y MSCI World	IBEX, RF Emergente divisa local y EUROSTOXX

	2017	MÁX ABRIL 2015	BREXIT	CATALUÑA
MSCI WORLD	7%	6%	24%	5%
S&P500	7%	15%	25%	7%
EUROSTOXX	8%	-6%	32%	-1%
IBEX	9%	-14%	33%	-2%
MSCI EMERGING MARKETS	16%	-3%	32%	4%
1 EURO-USD	12%	10%	7%	-1%
1 EURO-GBP	3%	23%	6%	0%
BRENT	0%	-5%	26%	10%
ISHARES GLOBAL GOBIERNOS DESARROLLADOS	-6%	-6%	-11%	1%
ISHARES GLOBAL CORPORATE	-5%	-7%	-4%	1%
ISHARES DEUDA EMERGENTE DIVISA LOCAL	-5%	-18%	-4%	-1%

Datos en Euros, a 15/12/2017
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Buen fondo macroeconómico (entorno de crecimiento económico sincronizado) **y empresarial** (incremento de doble dígito en resultados empresariales). **Normalización muy gradual de políticas monetarias, con la Fed a la cabeza.** BCE y BoE serán muy cautos en su retirada de estímulos ante una inflación que se mantiene lejos de objetivos. Banco de Japón mantendrá política monetaria claramente acomodaticia.

Mantenemos clara preferencia por Renta Variable vs Renta Fija. Entorno positivo para Renta Variable vs Renta Fija. Valoraciones Renta variable razonables en términos históricos y atractivas vs Renta Fija, donde esperamos una subida de TIRes, aunque limitada.

Posible incremento de Volatilidad ante la normalización de políticas monetarias que podrían propiciar interesantes **puntos de entrada** en las bolsas. **Mejor Europa que Estados Unidos por apoyo del BCE, mayor potencial de recuperación de resultados y valoraciones más atractivas.**

1. **Eurozona. Sobreponderar.** Apoyos: ciclo económico, resultados empresariales, valoraciones atractivas, BCE "dovish". Riesgos: citas electorales, discrepancias en seno del BCE.
2. **España. Sobreponderar.** Apoyos: ciclo (crecimiento a la cabeza de Europa, Emergentes), beneficios, BCE cauto. Riesgos: incertidumbre política, elecciones Latam.
3. **Estados Unidos. Neutral.** Apoyos: ciclo (estímulo fiscal). Riesgo: repunte inflación, subida tipos mayor de la prevista.
4. **Japón. Neutral.** Apoyos: BoJ. Riesgos: falta de efectividad de políticas monetarias, apreciación de la divisa.
5. **Emergentes. Selectivos** por países. Negativo: subida de tipos más intensa de lo previsto en Estados Unidos, elecciones, China.

Divisas: dólar apoyado en el corto plazo por la aprobación de la reforma fiscal, pero esperamos una **gradual apreciación del Euro** a medida que avance el ejercicio y el BCE vaya adentrándose en la normalización de su política monetaria. **Rango anual: 1,12-1,25 USD/EUR.**

• **Deuda Pública (infraponderar):** tras cierto empinamiento a corto plazo de la pendiente de la curva de deuda soberana en EE.UU., esperamos **aplanamiento de la curva en 2018** (subidas de tipos fundamentalmente en plazos cortos). En Europa, revisión al alza de previsiones de inflación favorecerá una mayor pendiente de la curva.

- **Europa:** el inicio del *tapering* presionará los tipos de interés a largo plazo al alza en la segunda mitad del año. La escasez de bonos seguirá soportando los tipos de interés, pero la cercanía del fin del programa y las posibles revisiones al alza de las previsiones de inflación, fruto exclusivamente del repunte del petróleo, provocará alzas en las rentabilidades de los bonos de forma pausada.
- **EE.UU.:** el mercado solo descuenta dos subidas de tipos de interés en 2018, lo cual está justificado con los actuales niveles de inflación, crecimiento y de tipos naturales. Sin embargo, la Fed vaticina 3 subidas de tipos, más de lo que contemplan los mercados. Ciertas alzas en la inflación y el buen ritmo de crecimiento hacen que subidas superiores a las que descuenta el mercado sean factibles, provocando un aplanamiento de las pendientes de la deuda pública americana.

• **Crédito (neutral):** invertir en Deuda a Corto Plazo (duraciones bajas) con “carry” (rentabilidad). Renta Fija privada Grado de Inversión ofrece retornos esperados muy bajos o del 0%, por lo que para obtener rentabilidad **sobreponderamos bonos AT1 híbridos con opciones “call” de corto plazo** (estrategias implementadas en fondos). Infraponderamos subordinados LT2 con call superiores a 2 años ya que los recientes episodios de resolución de bancos aproximan estos instrumentos a los AT1, por lo que pueden tener cierta convergencia con ellos en rentabilidad. También infraponderamos HY, especialmente los B o peor rating, ya que el fin del QE y sus bajísimos niveles de rentabilidad, para el riesgo asumido, hacen que puedan sufrir fuertes correcciones en caso de incremento de volatilidad de los mercados.

• **Renta Fija Emergente (comprar):** **sobreponderamos inversiones en Renta Fija Corto Plazo en “Hard Currency”** (divisa fuerte, moneda no local), que no están tan expuestas a las oscilaciones del corto plazo y ofrecen un atractivo “carry” (rentabilidad).

Europa (Sobreponderar)

• **Apoyos: crecimiento sólido** (FMIe PIB 2018e +1,9%) y **beneficios 2018e +9%e. Valoraciones atractivas** (PER 18e 14x, P/VC <1,6x, RPDe 3%) con ligero descuento frente a su historia pero con **elevado potencial de mejora de beneficios** (-30% vs niveles previos a la crisis). Tras punto de inflexión en 2017 (BPA>+12%, primer año de crecimiento robusto desde 2010) se abre un nuevo ciclo positivo de resultados. **Bajos niveles de endeudamiento, alta generación de caja, apalancamiento operativo**, mejora de ventas y de márgenes y mayor crecimiento de los beneficios apoyarán una subida de las cotizaciones iguales o superiores a la mejora de los beneficios más los dividendos. **Un BCE en retirada muy gradual** (tipos bajos, QE aunque a menor ritmo...) alargará el ciclo económico y de beneficios en Europa. Apoyo de **mayor inversión** empresarial y pública (niveles de capex en mínimos de los últimos 30 años), mayor confianza empresarial y del consumidor. Escenario propicio para ver un **repunte de M&A con buenos balances y tipos de interés muy bajos**.

• **Riesgos: mayor inflación de la esperada que aceleraría la subida de tipos en Europa**, no aceleración del crecimiento global en línea con lo esperado, deterioro del mercado de materias primas, desequilibrio del mercado de renta fija y **apreciación del euro. Riesgos políticos** siempre causan ruido en Europa (España, Italia, Alemania, Brexit...)

• Ideas de inversión:

- **Compañías de calidad a precios razonables:** Reckitt Benckiser, ASML, Lanxess, Deutsche Post, Fresenius, Essilor, CapGemini, JCDcaux, Airbus, Kerry, Symrise, Continental, Wolters Kluwer, Movartis, Roche, Ingenico, Adidas, Infineon.
- **Búsqueda de valor (valoraciones atractivas):** Galp, HeidelbergCement, Randgold, Glencore, Antofagasta, Rio Tinto, Aperam, Dufry, Shire, Ontex, Brenntag, Deutsche Telekom, GrandVision, Serco, BMW, FLSmidth.

Estrategia Geográfica Renta Variable (2)

Estados Unidos

Estados Unidos (Neutral)

- **Apoyos:** el **ciclo económico** sigue apoyando a la continua **mejora de los beneficios**. La **Reforma fiscal** puede generar un **impulso extra a la economía a corto plazo y al mercado**.
- **Riesgos:** retirada de estímulos monetarios, **subida de tipos de interés más intensa** de la descontada, **incremento en las primas de riesgo** desde niveles muy bajos.
- **Ideas de inversión:**
 - Seguimos **prefiriendo compañías "value"** frente a compañías "growth".
 - Bolsa americana cotizando a **valoraciones más ajustadas**, el **crecimiento de los beneficios será clave** para la evolución de la renta variable.
- **Compañías:**
 - Mosaic, Molson Coors, IBM, Intel, Alphabet, Cisco, Fastenal, Nike, Altria, Walt Disney, Starbucks.

Japón (Neutral)

- **Apoyos:** **política monetaria expansiva del BoJ** debería mantener el atractivo de la renta variable. Posible inflación en salarios motivada por la escasez de mano de obra, que se traduzca finalmente en **inflación**. Ratio empleo/solicitantes en máximos históricos.
- **Riesgos:** **falta de efectividad de políticas monetarias, apreciación de la divisa.**
- **Ideas de inversión:**
 - Seguimos prefiriendo **compañías «value»** frente a compañías «growth».
 - Paulatina mejora de fundamentales en compañías, acompañado por incremento de las expectativas de crecimiento de beneficios que superan el 10%. Esta mejora paulatina de los resultados empresariales ha venido acompañada por una depreciación de su divisa.
- **Compañías:**
 - Santen Pharmaceutical, M3, Sysmex, NTT mobile, Rryohin Keikaku, Misumi Group, GMO Payment Gateway.

Emergentes. Latinoamérica (I). Neutral.

- Apoyos:** favorable **contexto de mayor crecimiento global** e inflación controlada. **Mejora sostenida de precios de materias primas.** Consolidación de la **confianza** en 2017 gracias a políticas económicas implementadas: **reformas importantes en Brasil** contribuyen a mayor estabilidad presupuestaria y vuelta al crecimiento a pesar de inestabilidad política, **cambio de gobierno en Argentina** permite regresar a los mercados internacionales, **no concreción de las peores perspectivas sobre el futuro comercial de México.** Depreciación de principales divisas de la región en últimos años supone **mayor competitividad de sus exportaciones** y favorecerá la atracción de capitales y la inversión extranjera. Mantiene buenos niveles de solvencia y **fundamentos muy sólidos**, donde destacan muy especialmente sus características **sociales y demográficas.**
- Riesgos:** amenaza latente de una **desaceleración del crecimiento** o cualquier tipo de accidente económico en **China** podría volver a desatar la inestabilidad con especial repercusión en Sudamérica (conexión con precios de **commodities** y vulnerabilidad en relación el crecimiento global). **Fin de estímulos iniciado en Estados Unidos y que tenderá a extenderse al resto del mundo** podría dificultar el comportamiento de mercados emergentes en general y sobre todo de aquellos **países/empresas con endeudamiento (especialmente en dólares).** El denso **calendario repleto de procesos electorales** podría generar un incremento de la volatilidad y alguna sorpresa.

Calendario Electoral Latinoamérica 2018			
Enero	Febrero	Marzo	Abril
		11- Elecciones al Congreso en Colombia	
Mayo	Junio	Julio	Agosto
27-Elecciones Presidenciales Colombia (1º Vuelta)	17- Elecciones Presidenciales (2º Vuelta)	1- Elecciones Presidenciales México, Elecciones al Congreso	
Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre
	7- Brasil Presidenciales (1º Vuelta) 7- Chile Elecciones regionales 28- Brasil Presidenciales (2º vuelta)		

Emergentes. Latinoamérica (III). Neutral

Sobreponderar:

- **México:** mayor crecimiento del esperado en 2017 a pesar de tener todos los factores en contra incluidos fenómenos geológicos y meteorológicos. La **incertidumbre**, a la que contribuyen de forma notable las actuales **negociaciones para la reforma del NAFTA**, tenderá a desaparecer durante el año y la economía crecerá a ritmos del 2% gracias a las reformas implementadas recientemente.
- **Perú:** el país andino **acelerará su tasa de crecimiento** hacia el 4% apoyado en un **buen comportamiento tanto del consumo como de la inversión** privadas, lo que le convierte en uno de los favoritos por parte de los inversores. Efecto positivo de los planes de inversión aprobados por el Ministerio de Transporte y Comunicaciones por importe de 2.400 millones de dólares para atender la **reconstrucción del país tras los desastres naturales** provocados por el fenómeno "El Niño".

Neutral:

- **Brasil:** el **índice de aprobación** del actual Presidente de Brasil, Michel Temer se encuentra en **mínimos de los últimos 30 años** tras las serias acusaciones de corrupción y la ejecución de unas políticas impopulares desde el punto de vista social. En el ámbito económico, sin embargo, estamos asistiendo a una **mejora de los fundamentales gracias al descenso de la inflación y la mayor estabilidad presupuestaria**. La gran **incógnita es si este buen comportamiento podrá continuar en un año electoral**. Del comportamiento de los mercados de **materias primas** y de la **demanda externa** dependerá en buena medida que se consolide la trayectoria alcista a la que venimos asistiendo.
- **Colombia:** la actividad económica está evolucionando de forma débil, debido a una **pobre dinámica en la demanda doméstica**. Las posibilidades de salir del estancamiento sin embargo son ciertas para el próximo año, pues **algunas industrias comienzan a dar señales de recuperación** como el sector agrícola, el financiero o el turístico. La **mejora en los precios del crudo** es un factor positivo que la economía recogerá favorablemente.
- **Chile:** el mercado ha venido **anticipando un cambio de gobierno** que ha llevado al mercado chileno a tocar sus máximos históricos. Detrás de este buen comportamiento también se encuentra la **recuperación en los precios del cobre**. El mercado recogería **muy positivamente que finalmente se hiciera con el Gobierno Sebastián Piñera**, aunque un mandato de Alejandro Guillier no tendría por qué ser negativo. La economía tenderá suavemente a crecer hacia el 3%.

Estrategia Geográfica Renta Variable (6)

Resto Emergentes (1)

Resto Emergentes (I). Selectivos por países.

Continuamos esperando un comportamiento DESIGUAL por economías.

- **Apoyos:**

Crecimiento: el FMI ha vuelto a revisar al alza en octubre sus previsiones de crecimiento para el conjunto de las economías emergentes **+4,6% 2017e y 4,9% 2018e**. Además de los buenos datos de crecimiento de economías como la **India +7,2% y China +6,8%**, no hay que olvidar que tanto **Brasil** como **Rusia**, dos de los países que habían generado más dudas, se sitúan en 2017 con unas tasas de PIB en positivo +0,7% y +1,8% respectivamente.

%Deuda Pública/PIB: cuentan con unos niveles bajos de endeudamiento público, que conlleva una mejor calidad crediticia que la de varios países desarrollados.

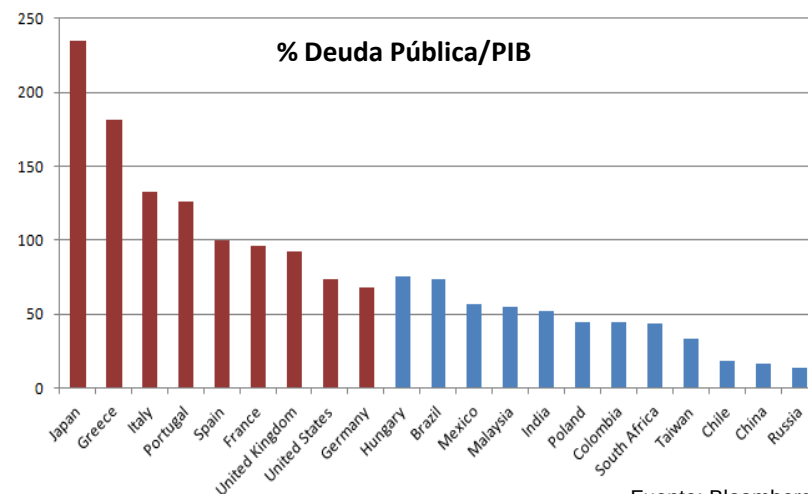
SINGAPUR	AAA
HONG KONG	AAA
ALEMANIA	AAA

EEUU	AA+
UK	AA
CHINA	AA-
TAIWAN	AA-
KOREA DEL SUR	AA

CHILE	A+
MALASIA	A-

MÉXICO	BBB+
POLONIA	BBB+
PERÚ	BBB+
ESPAÑA	BBB+
TAILANDIA	BBB+
COLOMBIA	BBB
INDIA	BBB-
RUMANIA	BBB-
ITALIA	BBB-
INDONESIA	BBB-

RUSIA	BB+
SUDÁFRICA	BB+
PORTUGAL	BB+
BULGARIA	BB+
CROACIA	BB
BRASIL	BB



Fuente: Bloomberg

- **Riesgos:**

Escalada del conflicto entre **EE.UU. y Corea del Norte** que presionaría la renta variable a nivel global, no solamente emergente, y una nueva vuelta de los inversores a los activos refugio.

Incremento del precio del petróleo por la tensión en Oriente Medio. El 20% de la producción mundial atraviesa el estrecho de Ormuz. Países emergentes exportadores (Rusia, Malasia...) se verían beneficiados, frente a importadores (China, India, Tailandia..).

Resto Emergentes (II). Selectivos por países.

Sobreponderar:

Europa Emergente: el **crecimiento** de los emergentes de la UE se sitúa en los **niveles más elevadas de los últimos años**. La reactivación de las grandes economías de la UE ha servido de apoyo, pero es importante que se está produciendo un incremento de los salarios para retener mano de obra cualificada. Destacan el crecimiento de Rumanía +8,6%, República Checa +5%, Polonia + 5%, Bulgaria +3,9% y Hungría +3,8%.

Neutral:

India: las últimas reformas han impactado negativamente al crecimiento, pero son positivas para la economía a largo plazo. Crecimiento del **PIB +7,7% 2018e FMI**. Con las últimas reformas India ha mejorado 30 puestos en el ranking de economías con facilidad para hacer negocios pasando del puesto 130 al 100 en el último año. **Riesgos:** subidas del precio del petróleo impactarían negativamente en la economía.

China: **crecimiento estabilizado en tasas superiores al 6%**, mientras continúa inmersa en un proceso de cambio de su modelo productivo. El principal mensaje del 19º Congreso del Partido Comunista sobre premiar un **crecimiento de calidad frente a velocidad** nos parece positivo. Además, reiteraron el compromiso de continuar con las reformas estructurales, facilitar el acceso a los mercados de capitales, así como la mejora de la productividad. **Riesgos:** **enfriamiento del sector residencial que supone cerca de un 20% del PIB y elevado endeudamiento del sector privado.**

Infraponderar:

Sudáfrica: la situación de la economía no termina de mejorar. **Inestabilidad política** (el presidente Zuma lleva superadas siete mociones de censura). Deterioro de las expectativas económicas y crediticias. El menor impulso económico presiona a la baja los ingresos públicos aumentando el déficit público hasta niveles del -4,3% del PIB en 2017. Riesgo: aumentan las probabilidades de que **Moody's**, única agencia que le mantiene el grado de inversión, **pueda rebajarle el rating.**

Estrategia Geográfica Renta Variable (8)

España (1)

España (1) Análisis Top Down: Ibex 11.050 puntos en escenario base

Escenario base:

- 1) **Moderación del crecimiento económico, aunque en niveles sólidos**, PIB creciendo por encima de Europa.
- 2) **Tipos bajos en términos históricos** durante un largo periodo de tiempo.
- 3) **BPA 9% en 2018e (escenario base).**

IBEX ACTUAL	10.150
-------------	--------

Escenario:	OBJETIVO A 1 AÑO		
	OPTIMISTA	BASE	PESIMISTA
Var BPA 2018e	20%	9%	-10%
IBEX-35:	12.210	11.051	9.158
BPA(*)	855	774	641
TIPO DE INTERÉS(%):	3,0%	3,0%	3,0%
PRIMA DE RIESGO(%):	6,0%	6,0%	6,0%
PIB NOMINAL (%):	2,0%	2,0%	2,0%
Descuento	20%	9%	-10%

Explicación:

BPA(*) en puntos de Ibex, tres escenarios

TIPO DE INTERÉS(%): TIR 10 años esperada (medio plazo)

PRIMA DE RIESGO(%): estable en niveles actuales

PIB NOMINAL (%): estimado a perpetuidad

Estrategia Geográfica Renta Variable (9)

España (2)

renta4banco

España (2) Análisis Bottom up: Ibex 10.900 puntos
Necesidad de ser SELECTIVOS por valores y APROVECHAR NIVELES atractivos de entrada

IBEX ACTUAL	OBJ. 12 MESES	POTENCIAL
10.150	10.934	8%

PUESTO	VALOR	PRECIO ACTUAL	PRECIO OBJETIVO RENTA 4	DTO (+) / PRIMA (-)	CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL ACTUAL (MLN EUROS)	PONDERACIÓN ACTUAL
1	BANCO SANTANDER	5,62	6,18	10%	90.750	16,85%
2	INDITEX	29,96	37,20	24%	56.016	10,40%
3	BBV.ARGENTARIA	7,15	7,44	4%	47.669	8,85%
4	TELEFONICA	8,25	11,40	38%	42.840	7,95%
5	IBERDROLA	6,58	7,50	14%	41.576	7,72%
7	AMADEUS IT GROUP	60,10	62,00	3%	26.373	4,90%
6	CAIXABANK	3,90	4,32	11%	23.346	4,33%
8	REPSOL YPF	14,78	16,13	9%	22.569	4,19%
9	ABERTIS INFRAESTRUCTURAS	18,50	18,75	1%	18.317	3,40%
10	AENA SME	169,85	145,00	-15%	15.287	2,84%
11	INTL.CONS.AIRL.GP. (MAD) (CDI)	7,17	7,10	-1%	14.691	2,73%
12	FERROVIAL	18,33	21,00	15%	13.422	2,49%
13	GAS NATURAL SDG	19,16	18,75	-2%	11.504	2,14%
17	GRIFOLS ORD CL A	24,22	25,60	6%	10.319	1,92%
16	RED ELECTRICA	18,90	19,93	5%	10.224	1,90%
15	ACS ACTIV.CONSTR.Y SERV.	32,33	38,47	19%	10.173	1,89%
14	BANCO DE SABADELL	1,64	1,77	8%	9.245	1,72%
18	ENDESA	18,35	22,10	20%	7.771	1,44%
19	BANKINTER 'R'	7,86	7,91	1%	7.063	1,31%
20	BANKIA	3,95	3,80	-4%	6.831	1,27%
21	ENAGAS	25,01	25,60	2%	5.970	1,11%
23	ARCELORMITTAL (MAD)	26,11	23,70	-9%	5.335	0,99%
22	MERLIN PROPERTIES REIT	11,22	12,56	12%	5.271	0,98%
25	MAPFRE	2,66	2,83	7%	4.909	0,91%
24	SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY	11,69	13,50	15%	4.778	0,89%
26	CELLNEX TELECOM	21,54	20,05	-7%	3.991	0,74%
28	INMOBILIARIA COLONIAL	8,23	8,31	1%	3.584	0,67%
29	ACCIONA	68,56	103,00	50%	3.141	0,58%
27	VISCOFAN	55,65	49,50	-11%	2.594	0,48%
31	MEDIASET ESPANA COMUNICACION	9,60	11,10	16%	2.586	0,48%
30	DISTRIBUIDORA INTNAC.DE ALIMENTACION	4,12	5,25	27%	2.563	0,48%
32	ACERINOX 'R'	11,47	14,10	23%	2.533	0,47%
34	MELIA HOTELS INTL.	11,19	12,70	13%	2.056	0,38%
33	INDRA SISTEMAS	11,31	11,10	-2%	1.997	0,37%
35	TECNICAS REUNIDAS	25,66	26,00	1%	1.434	0,27%

La progresiva normalización de políticas monetarias, junto con determinados riesgos que podrían materializarse, darían lugar a interesantes puntos de entrada en las bolsas.

	Ibex 35	BPA 18E	PER implícito	Descuento vs PER histórico
actual	10.150	773	13,1x	-4%
soporte 1	9.300	773	12,0x	-12%
soporte 2	7.700	773	10,0x	-28%

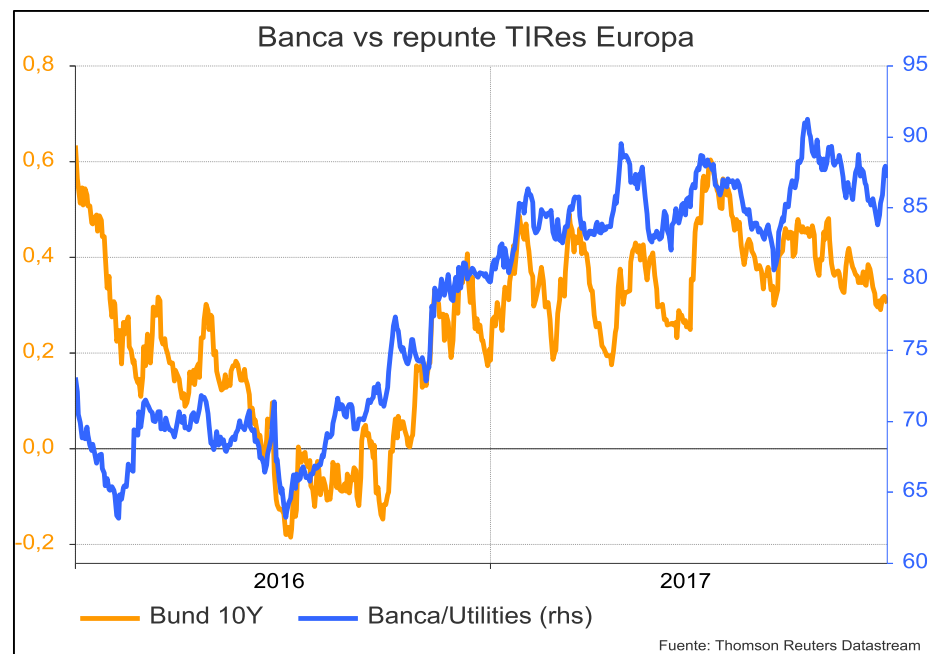
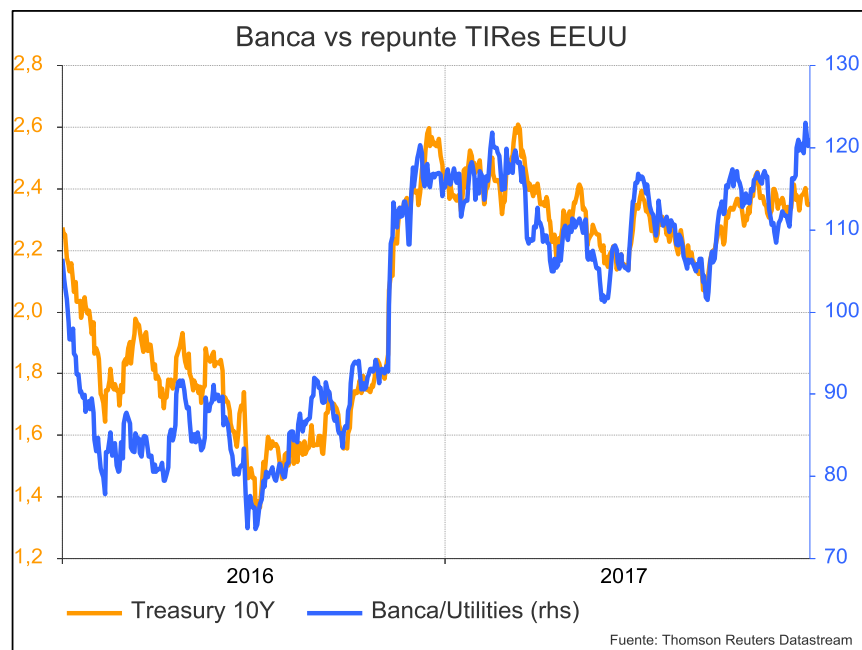
Mediana 30 años
13,7x

	Eurostoxx 50	BPA 18E	PER implícito	Dto vs PER histórico
actual	3.560	252	14,1x	-12%
soporte 1	3.100	252	12,3x	-23%
soporte 2	2.700	252	10,7x	-33%

Mediana 30 años
16,0x

Fuente: Bloomberg, Renta 4 Banco

Reflación podría volver a cotizar en los mercados de salir adelante la reforma fiscal de Trump y en un entorno de progresiva normalización de las políticas monetarias.



Recomendamos la inversión en Renta Variable (apoyo BCE, valoraciones atractivas, recuperación de beneficios empresariales) **pero siendo selectivos por valores y aprovechando momentos de volatilidad para incrementar posiciones.**

Buscar:

- **Valoraciones atractivas. Excesivo castigo de compañías con sólidos fundamentales.**
- **Visibilidad por exposición a zonas geográficas en crecimiento** (Europa, España, Latam...).
- Capacidad de **mejora de márgenes (aunque más limitada que en años anteriores)**: historias de reestructuración y/o ganancias en eficiencia.
- **Generadores recurrentes de caja.**
- **Dividendos atractivos y sostenibles** (*pay-outs* razonables). **Pago en efectivo** para evitar dilución del «scrip dividend».
- **Movimientos corporativos.** Apoyos: recuperación económica, condiciones de financiación atractivas.
- **Capacidad de mejora de condiciones de financiación** (apoyo BCE), aunque más limitadas que en años previos.

Precaución con valores con excesiva exposición a Turquía, Reino Unido.

Ibex Dividendos a pagar en 2018

Compañías IBEX35	Nota *	1T18	Importe bruto	RPD 1T18	2T18	Importe bruto	RPD 2T18	3T18	Importe bruto	RPD 3T18	4T18	Importe bruto	RPD 4T18	Total 2018 R4e	En Efectivo 2018 R4e	En Scrip 2018 R4e	RPD Efectivo 2018E	RPD Scrip 2018E	Pay-out 2017 (%)	Pay-out 2018 (%)
Abertis					abr-18	0,40 €	2,2%				oct-18	0,40 €	2,2%	0,80 EUR	0,80 €		4,3%		54%	65%
Acciona					jun-18	2,88 €	4,2%							2,88 EUR	2,88 EUR		4,2%		67%	71%
Acerinox								jul-18	0,45 €	3,9%				0,45 EUR	0,45 EUR		3,9%		154%	66%
ACS		19-ene-18	0,46 €	1,4%				jun-18	0,76 €	2,4%				1,22 EUR		1,22 EUR		3,8%	50%	50%
Aena					may-18	4,10 €	2,4%							4,10 EUR	4,10 EUR		2,4%		37%	50%
Amadeus		29-ene-18	0,48 €	0,8%	jun-18	0,56 €	0,9%							1,04 EUR	1,04 EUR		1,7%		44%	48%
Arcelor Mittal																				
Caixabank					abr-18	0,08 €	2,0%				oct-18	0,07 €	1,8%	0,15 EUR	0,15 EUR		3,8%		72%	48%
Colonial								jul-18	0,19 €	2,3%				0,19 EUR	0,19 EUR		2,3%		76%	79%
Cellnex Telecom											dic-18	0,05 €	0,2%	0,05 EUR	0,05 EUR		0,2%		20%	22%
Sabadell					abr-18	0,04 €	2,4%				dic-18	0,02 €	1,2%	0,06 EUR	0,06 EUR		3,6%		43%	44%
Santander		feb-18	0,06 €	1,0%	may-18	0,06 €	1,0%	ago-18	0,06 €	1,1%	oct-18	0,04 €	0,7%	0,21 EUR	0,17 EUR	0,04 EUR	3,0%	0,7%	46%	42%
Bankia		mar-18	0,13 €	3,3%										0,13 EUR	0,13 EUR		3,3%		55%	45%
Bankinter		mar-18	0,07 €	0,9%	jun-18	0,07 €	0,9%	sep-18	0,07 €	0,9%	dic-18	0,07 €	0,9%	0,27 EUR	0,27 EUR		3,5%		49%	47%
BBVA					abr-18	0,16 €	2,2%				oct-18	0,09 €	1,3%	0,25 EUR	0,09 EUR	0,16 EUR	1,3%	2,2%	47%	37%
DIA								jul-18	0,22 €	5,3%				0,22 EUR	0,22 EUR		5,3%		76%	57%
Enagás								jul-18	0,88 €	3,5%				1,52 EUR	1,52 EUR		6,1%		84%	87%
Endesa		28-dic-17	0,70 €	3,8%	jun-18	0,62 €	3,4%				dic-18	0,64 €	2,6%	1,32 EUR	1,32 EUR		7,2%		100%	100%
Ferrovial					may-18	0,35 €	1,9%				oct-18	0,44 €	2,4%	0,79 EUR		0,79 EUR		4,4%	140%	130%
Siemens Gamesa					jun-18	0,18 €	1,6%							0,18 EUR	0,18 EUR		1,6%		28%	23%
Gas Natural					jun-18	0,67 €	3,5%	sep-18	0,38 €	2,0%				1,05 EUR	1,05 EUR		5,5%		80%	69%
Grifols					may-18	0,17 €	0,7%				dic-18	0,22 €	0,9%	0,39 EUR	0,39 EUR		1,6%		38%	40%
Iberdrola		11-ene-18	0,14 €	2,1%				jul-18	0,20 €	3,1%				0,34 EUR		0,34 EUR		5,2%	72%	75%
IAG					jun-18	0,14 €	1,9%				nov-18	0,14 €	1,9%	0,27 EUR	0,27 EUR		3,7%		25%	22%
Inditex					abr-18	0,38 €	1,2%				oct-18	0,39 €	1,3%	0,77 EUR	0,77 EUR		2,5%		71%	64%
Indra																				
Mapfre					jun-18	0,10 €	3,6%				dic-18	0,06 €	2,3%	0,16 EUR	0,16 EUR		5,8%		64%	55%
Mediaset España					may-18	0,59 €	6,2%							0,59 EUR	0,59 EUR		6,2%		103%	102%
Meliá Hoteles								jul-18	0,16 €					0,16 EUR	0,16 EUR		1,4%		29%	27%
Red Eléctrica		03-ene-18	0,25 €	1,4%	jun-18	0,67 €	3,6%				dic-18	0,38 €	2,5%	0,92 EUR	0,92 EUR		4,9%		69%	69%
Repsol					jun-18	0,43 €	2,8%							0,81 EUR		0,81 EUR		5,3%	61%	55%
Telefónica					jun-18	0,20 €	2,4%				dic-18	0,20 €	2,4%	0,40 EUR	0,40 EUR		4,9%		51%	49%
Técnicas Reunidas		ene-18	0,67 €	2,6%				jul-18	0,73 €	2,8%				1,40 EUR	1,40 EUR		5,4%		56%	110%
Merlin Properties					abr-18	0,26 €	2,3%				oct-18	0,20 €	1,8%	0,46 EUR	0,46 EUR		4,1%		77%	79%
Viscofan					jun-18	0,88 €	1,6%				dic-18	0,64 €	1,2%	1,52 EUR	1,52 EUR		2,8%		52%	52%
Otras Compañías																				
BME					may-18	0,83 €	3,1%	sep-18	0,40 €	1,5%	dic-18	0,60 €	2,3%	1,83 EUR	1,83 EUR		6,9%		94%	94%
A3 MEDIA					jun-18	0,29 €	3,0%				dic-18	0,29 €	3,0%	0,58 EUR	0,58 EUR		6,0%		91%	90%
OHL	*							jul-18	0,03 €	0,6%				0,03 EUR	0,03 EUR		0,6%		25%	25%
Applus								jul-18	0,13 €	1,2%				0,13 EUR	0,13 EUR		1,2%		20%	20%

LEYENDA

Efectivo Confirmado
Script Dividend Confirmado

Efectivo Estimado
Script Dividend Estimado

COMENTARIOS.

RPD: asumimos 100% de aceptación en caso de dividendo en script

* OHL previsiblemente haya un dividendo extraordinario tras la venta de su negocio de concesiones.

Fuente: elaboración propia

Movimientos corporativos

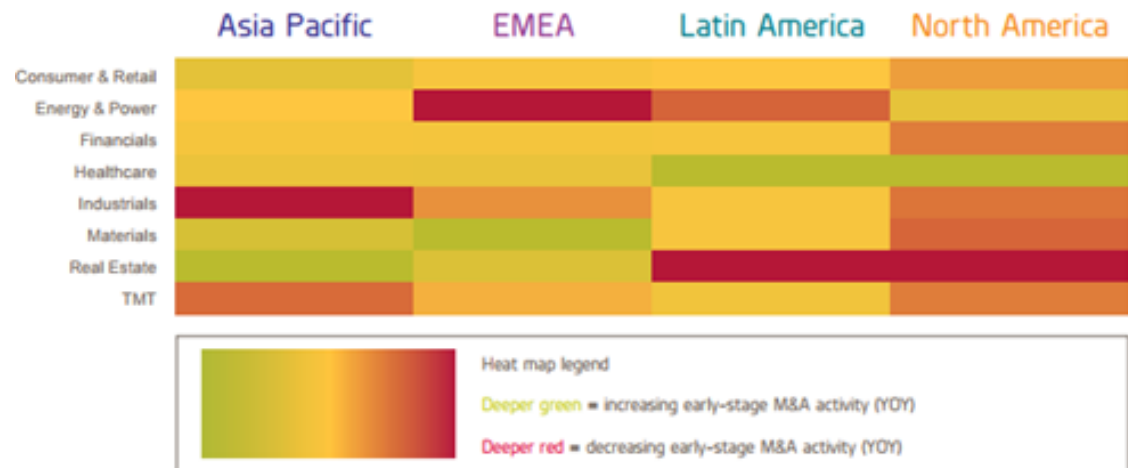
Movimientos corporativos



Los movimientos corporativos deberían seguir siendo uno de los apoyos de las bolsas de cara a 2018.

Fuente: Intralinks

“Mapa de calor” regional



Fuente: Intralinks

Ibex mix geográfico ventas

	Asia	España	Europa	Latam	Otros	USA
ABERTIS	0%	30%	38%	25%	1%	7%
ACCIONA*	10%	52%	6%	18%	1%	15%
ACERINOX*	12%	0%	37%	0%	5%	46%
ACS*	25%	14%	8%	6%	0%	47%
AENA	0%	95%	5%	0%	0%	0%
AMADEUS*	19%	0%	44%	7%	12%	18%
ARCELORMITTAL*	0%	0%	52%	11%	10%	27%
COLONIAL*	0%	71%	29%	0%	0%	0%
BANCO SABADELL*	0%	74%	22%	0%	1%	3%
BANCO SANTANDER	0%	15%	37%	43%	0%	5%
BANKIA	0%	100%	0%	0%	0%	0%
BANKINTER*	0%	100%	0%	0%	0%	0%
BBVA*	16%	19%	0%	54%	0%	10%
CAIXABANK	0%	100%	0%	0%	0%	0%
CELLNEX	0%	59%	41%	0%	0%	0%
DIA*	0%	57%	8%	35%	0%	0%
ENAGAS	0%	87%	0%	13%	0%	0%
ENDESA	0%	100%	0%	0%	0%	0%
FERROVIAL*	0%	42%	24%	5%	14%	5%
SIEMENS GAMESA*	28%	0%	31%	0%	0%	41%
GAS NATURAL*	0%	58%	1%	41%	0%	0%
GRIFOLS*	0%	0%	15%	0%	18%	67%
IBERDROLA	0%	46%	25%	7%	0%	22%
INDITEX*	25%	16%	43%	16%	0%	0%
INDRA SISTEMAS	0%	47%	17%	22%	14%	0%
IAG	0%	15%	32%	0%	35%	18%
MAPFRE*	9%	10%	49%	19%	0%	13%
MEDIASET ESPAÑA	0%	100%	0%	0%	0%	0%
MELIÁ HOTELES*	6%	47%	0%	31%	16%	0%
MERLIN PROPERTIES	0%	100%	0%	0%	0%	0%
RED ELECTRICA	0%	100%	0%	0%	0%	0%
REPSOL*	2%	0%	74%	4%	17%	3%
TECNICAS REUNIDAS*	68%	0%	8%	19%	5%	0%
TELEFONICA	0%	25%	27%	48%	0%	0%
VISCOFAN*	0%	0%	56%	14%	0%	30%

Fuente: Renta 4 y datos compañías

* **ANA** (combinación de carteras y MW instalados). **ACX** (2016, último publicado, Europa incluye España). **ACS** ventas USA hacen referencia a América entera. **AMS** (% reservas aéreas) Asia incluye Pacífico, Europa incluye España. **BBVA** otros corresponde a Turquía. **BKT** Europa sólo corresponde a Portugal. **COL** (% contratos), Europa sólo presente en París. **DIA** Europa hace referencia a Portugal exclusivamente. **FER** distribución de la fuerza de trabajo. **GRF** Europa incluye ventas en España. **GAS** (% sobre EBITDA). **IAG** Europa es sólo Reino Unido, Resto Europa y LatAm en Otros. **ITX** (datos 1S 17) Asia incluye Resto del Mundo. Latam incluye EEUU. **IDR** LatAm incluye EEUU, Otros incluye Asia. **MAP** cifras correspondientes a Mapfre Re, Europa incluye región EMEA ex Iberia. **MEL** (% habitaciones 9M 17) Otros incluye Europa, España incluye países mediterráneo, LatAm incluye EEUU. **MTS** Europa incluye España. **REP** Europa incluye Upstream España, Brasil y África. **SGRE** (entrada de pedidos) Europa incluye región EMEA, EEUU incluye región completa América. **SAB** Europa sólo corresponde a Reino Unido. **TRE** (% de cartera de pedidos, Oriente Medio 68% incluido en Asia). **VIS** Europa incluye las ventas en España.

	Var. Ventas		Var. EBITDA		Var. B° Neto	
	2018/17	2019/18	2018/17	2019/18	2018/17	2019/18
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS	4,5%	2,0%	5,8%	4,1%	17,8%	11,9%
ACCIONA	-0,8%	2,4%	3,0%	3,4%	5,6%	10,1%
ACERINOX 'R'	4,5%	4,4%	9,7%	4,6%	14,4%	6,8%
ACS ACTIV.CONSTR.Y SERV.	4,2%	4,2%	5,1%	4,0%	6,3%	8,5%
AENA SME	2,2%	1,4%	2,3%	0,6%	4,3%	2,7%
AMADEUS IT GROUP	6,7%	6,3%	7,4%	6,6%	5,6%	5,7%
ARCELORMITTAL (MAD)	-0,5%	2,0%	0,0%	5,1%	-13,3%	12,8%
BANCO DE SABADELL	-8,5%	2,7%	n.a.	n.a.	10,0%	16,3%
INMOBILIARIA COLONIAL	6,0%	6,5%	n.a.	n.a.	-9,5%	11,4%
BANCO SANTANDER	4,2%	3,5%	n.a.	n.a.	17,5%	11,2%
BANKIA	15,5%	3,2%	n.a.	n.a.	8,2%	12,3%
BANKINTER 'R'	4,2%	5,3%	n.a.	n.a.	9,6%	9,9%
BBV.ARGENTARIA	2,2%	3,9%	n.a.	n.a.	7,8%	9,7%
CAIXABANK	2,1%	3,6%	n.a.	n.a.	24,5%	11,3%
CELLNEX TELECOM	10,5%	5,5%	17,9%	8,6%	38,6%	26,7%
DISTRIBUIDORA INTNAC.DE ALIMENTACION	2,7%	5,2%	1,4%	4,9%	1,5%	6,9%
ENAGAS	-1,2%	0,0%	-2,3%	-1,1%	-8,4%	0,2%
ENDESA	0,8%	3,0%	2,2%	2,3%	4,7%	3,2%
FERROVIAL	-1,0%	1,9%	0,0%	5,3%	-4,6%	13,1%
SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY	10,9%	2,1%	22,9%	3,3%	33,6%	-6,2%
GAS NATURAL SDG	5,0%	4,4%	5,2%	4,3%	8,0%	9,5%
GRIFOLS ORD CL A	4,3%	5,7%	8,1%	9,5%	11,1%	13,0%
IBERDROLA	10,9%	5,3%	11,6%	5,9%	7,3%	6,8%
INDITEX	9,7%	9,3%	10,6%	10,3%	11,3%	10,9%
INDRA SISTEMAS	4,9%	7,8%	18,6%	11,0%	27,2%	19,0%
INTL.CONS.AIRL.GP. (MAD) (CDI)	3,7%	3,7%	7,8%	4,3%	7,8%	6,5%
MAPFRE	3,0%	-9,4%	n.a.	n.a.	26,0%	3,5%
MEDIASET ESPANA COMUNICACION	2,6%	2,5%	8,4%	2,6%	5,9%	5,5%
MELIA HOTELS INTL.	5,0%	4,4%	8,9%	6,8%	18,3%	11,3%
MERLIN PROPERTIES REIT	6,9%	6,0%	9,4%	6,7%	2,5%	-3,4%
RED ELECTRICA	2,0%	1,8%	2,2%	2,1%	5,0%	3,1%
REPSOL YPF	-0,2%	2,9%	1,2%	1,7%	-1,2%	3,3%
TECNICAS REUNIDAS	-8,6%	3,5%	-7,2%	46,3%	-2,7%	55,1%
TELEFONICA	-0,3%	1,3%	1,1%	2,3%	10,5%	12,7%
VISCOFAN	2,6%	2,7%	2,2%	3,4%	2,8%	3,8%

Fuente: Thomson Reuters Datastream y Renta 4.

	Margen EBITDA			Margen Neto		
	2017e	2018e	2019e	2017e	2018e	2019e
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS	64,8%	65,6%	66,9%	16,3%	18,4%	20,2%
ACCIONA	18,6%	19,3%	19,5%	3,8%	4,0%	4,3%
ACERINOX 'R'	10,8%	11,3%	11,3%	4,3%	4,7%	4,8%
ACS ACTIV.CONSTR.Y SERV.	6,4%	6,5%	6,5%	2,2%	2,3%	2,4%
AENA SME	62,5%	62,5%	62,0%	30,0%	30,6%	31,0%
AMADEUS IT GROUP	38,5%	38,7%	38,8%	20,8%	20,6%	20,5%
ARCELORMITTAL (MAD)	12,4%	12,5%	12,8%	5,7%	5,0%	5,5%
BANCO DE SABADELL	n.a.	n.a.	n.a.	14,3%	17,2%	19,5%
INMOBILIARIA COLONIAL	n.a.	n.a.	n.a.	43,5%	37,1%	38,8%
BANCO SANTANDER	n.a.	n.a.	n.a.	14,9%	16,9%	18,1%
BANKIA	n.a.	n.a.	n.a.	27,6%	25,9%	28,1%
BANKINTER 'R'	n.a.	n.a.	n.a.	26,1%	27,4%	28,6%
BBV.ARGENTARIA	n.a.	n.a.	n.a.	17,2%	18,1%	19,2%
CAIXABANK	n.a.	n.a.	n.a.	21,6%	26,3%	28,3%
CELLNEX TELECOM	43,1%	46,0%	47,4%	7,9%	10,0%	12,0%
DISTRIBUIDORA INTNAC.DE ALIMENTACION	6,8%	6,7%	6,7%	2,6%	2,6%	2,6%
ENAGAS	77,2%	76,3%	75,5%	34,5%	32,0%	32,0%
ENDESA	17,0%	17,3%	17,2%	6,9%	7,2%	7,2%
FERROVIAL	8,0%	8,1%	8,3%	3,5%	3,4%	3,8%
SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY	11,1%	12,3%	12,5%	4,8%	5,8%	5,3%
GAS NATURAL SDG	20,0%	20,1%	20,0%	5,5%	5,6%	5,9%
GRIFOLS ORD CL A	30,2%	31,3%	32,5%	15,2%	16,2%	17,3%
IBERDROLA	25,7%	25,8%	25,9%	8,8%	8,5%	8,6%
INDITEX	21,5%	21,7%	21,9%	13,2%	13,4%	13,6%
INDRA SISTEMAS	9,1%	10,2%	10,6%	4,2%	5,1%	5,7%
INTL.CONS.AIRL.GP. (MAD) (CDI)	18,3%	19,0%	19,1%	9,2%	9,6%	9,8%
MAPFRE	n.a.	n.a.	n.a.	2,8%	3,4%	3,9%
MEDIASET ESPANA COMUNICACION	26,1%	27,6%	27,7%	19,1%	19,7%	20,3%
MELIA HOTELS INTL.	16,2%	16,8%	17,2%	6,1%	6,9%	7,3%
MERLIN PROPERTIES REIT	81,0%	82,8%	83,3%	67,6%	64,8%	59,0%
RED ELECTRICA	76,3%	76,5%	76,6%	33,5%	34,4%	34,9%
REPSOL YPF	14,4%	14,6%	14,4%	5,0%	5,0%	5,0%
TECNICAS REUNIDAS	2,8%	2,8%	4,0%	1,5%	1,6%	2,4%
TELEFONICA	32,7%	33,1%	33,4%	7,3%	8,1%	9,0%
VISCOFAN	27,9%	27,7%	28,0%	16,2%	16,2%	16,4%

Fuente: Thomson Reuters Datastream y Renta 4.

Ibex ratios relevantes

	Deuda Neta 2018e (mln eur)	EBITDA 2018e (mln eur)	DN/EBITDA 2018e	DN/Market Cap 2018e	PER 2017e consenso	PER 2018e consenso	PER 2019e consenso
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS	15.855	3.852	4,1x	86%	20,0x	17,0x	15,2x
ACCIONA	5.270	1.294	4,1x	136%	15,3x	14,5x	13,1x
ACERINOX 'R'	535	553	1,0x	17%	15,6x	13,6x	12,8x
ACS ACTIV.CONSTR.Y SERV.	-116	2.370	0,0x	-1%	13,3x	12,5x	11,6x
AENA SME	6.387	2.571	2,5x	26%	20,1x	19,2x	18,7x
AMADEUS IT GROUP	1.078	2.003	0,5x	4%	26,8x	25,4x	24,0x
ARCELORMITTAL (MAD)	7.447	8.298	0,9x	29%	6,6x	7,6x	6,7x
BANCO DE SABADELL	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11,5x	10,4x	8,9x
INMOBILIARIA COLONIAL	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	24,4x	27,0x	24,2x
BANCO SANTANDER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	12,5x	10,7x	9,6x
BANKIA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	13,5x	12,5x	11,1x
BANKINTER 'R'	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	14,7x	13,4x	12,2x
BBV.ARGENTARIA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11,0x	10,2x	9,3x
CAIXABANK	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	13,2x	10,6x	9,5x
CELLNEX TELECOM	1.812	405	4,5x	38%	75,9x	54,8x	43,2x
DISTRIBUIDORA INTNAC.DE	892	607	1,5x	35%	10,9x	10,8x	10,1x
ENAGAS	5.043	1.027	4,9x	89%	12,0x	13,1x	13,1x
ENDESA	5.322	3.433	1,6x	27%	14,7x	14,0x	13,6x
FERROVIAL	4.686	953	4,9x	34%	32,2x	33,8x	29,9x
SIEMENS GAMESA RENEWABLE	-956	1.327	-0,7x	-15%	13,4x	10,0x	10,7x
GAS NATURAL SDG	14.170	4.814	2,9x	78%	14,6x	13,5x	12,3x
GRIFOLS ORD CL A	5.208	1.424	3,7x	49%	15,9x	14,3x	12,6x
IBERDROLA	33.966	8.952	3,8x	84%	14,8x	13,8x	12,9x
INDITEX	-8.006	6.128	-1,3x	-9%	27,0x	24,2x	21,8x
INDRA SISTEMAS	467	325	1,4x	22%	16,5x	13,0x	10,9x
INTL.CONS.AIRL.GP. (MAD) (CDI)	725	4.507	0,2x	5%	6,5x	6,0x	5,6x
MAPFRE	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	12,2x	9,7x	9,4x
MEDIASET ESPANA COMUNICACION	-167	282	-0,6x	-5%	16,6x	15,7x	14,9x
MELIA HOTELS INTL.	480	336	1,4x	19%	22,4x	18,9x	17,0x
MERLIN PROPERTIES REIT	4.890	423	11,6x	94%	16,1x	15,8x	16,3x
RED ELECTRICA	5.009	1.564	3,2x	50%	14,8x	14,1x	13,7x
REPSOL YPF	7.167	6.350	1,1x	31%	10,4x	10,5x	10,2x
TECNICAS REUNIDAS	-162	127	-1,3x	-12%	18,1x	18,6x	12,0x
TELEFONICA	46.155	17.247	2,7x	104%	11,6x	10,5x	9,3x
VISCOFAN	-44	221	-0,2x	-2%	19,4x	18,9x	18,2x

Fuente: Thomson Reuters Datastream y Renta 4.

**CARTERA 5
GRANDES**

REPSOL
SANTANDER
DIA
CELLNEX
ACERINOX

CARTERA VERSÁTIL

REPSOL
SANTANDER
DIA
CELLNEX
ACERINOX
LIBERBANK
BME
FERROVIAL
IAG
IBERDROLA

* Ver detalle en Estrategia Sectorial 2018.

Fuente: Renta 4 Banco

CARTERA EUROPEA	TESIS DE INVERSIÓN
CAPGEMINI	Ofrece servicios y soluciones en tecnología, externalización, consultoría, servicios profesionales. Empresa de calidad, diversificada por producto y geográficamente, bien situada en negocios con crecimiento estructural visible. Cotiza a FCF yield 18e del 7% (asumiendo FCF 18e c.1100m EUR) y PER 18e 15x, con TACC BPA 2016-19e de doble dígito. VT en 120 EUR/acc (+20%), la visibilidad del flujo de caja libre y los múltiplos actuales deberían concederle suelo.
HEIDELBERGCEMENT	Es uno de los mayores productores mundiales de cemento. El grupo opera en todo el mundo: 30% de su EBITDA de América del Norte, 33% de Europa, 23% de Asia-Pacífico y 14% de África y Oriente Medio. Niveles actuales ofrecen una oportunidad para comprar una acción con crecimiento sólido, reducción de costes y generación de sinergias a FCF yield 19e de doble dígito (cotiza con descuento frente a comparables y múltiplos históricos).
FRESENIUS	Posiciones de liderazgo en mercados de servicios a la salud críticos (servicios hospitalarios, nutrición clínica, diálisis, genéricos intravenosos) con una demanda en expansión y grandes barreras de entrada. Cotiza a FCF Yield 18e c.5% y PER 18e de 18x, con CAGR 16-19e del 11% en ventas y del 14% en BPA.
APERAM	Bien posicionado en sector de acero inoxidable (con buenos fundamentales y equilibrio oferta-demanda). Excelencia operativa, buen momento de resultados, con palancas de crecimiento a medio plazo (Brasil y aleaciones especiales), saneada financieramente, con elevada generación de caja y buen uso del capital, cotizando a múltiplos atractivos (FCF yield 18e c.9%).
LANXESS	Historia de reestructuración en el sector químico, con exposición a sectores agroquímicos, construcción, tratamiento de agua, cuero y aditivos. Nos gusta la "nueva Lanxess," menos intensiva en capital, menos cíclica, más rentable y con mayor generación de caja. El consenso de mercado espera un BPA 19e de 5,2 EUR/acción lo que dejaría cotizando a Lanxess a 12x PER, un 30-35% de descuento vs. sector químico (creemos que los cambios realizados deberían llevar a un progresivo re-rating).
SHIRE	Farmacéutica líder en enfermedades raras, posicionamiento en neurociencia, inmunología (oligopolio con Grifols y CSL), hemofilia (Baxalta), enfermedades raras y otros. Cotiza a 9x PER 18e vs. 17x de comparables, con crecimiento CAGR 16-20e en BPA del 15%, foco en generación de caja, reducción de deuda e integración de Baxalta. Compañías de hemoderivados como CSL y Grifols cotizan a PER 18e 22x y EV/EBITDA 15x, aplicados a Baxalta hacen más evidente la infravaloración de Shire. En 2017 acumula un -22%, el mercado ya está poniendo en precio caída en ventas de hemofilia. Cotiza a FCF yield 18e >10%.
DEUTSCHE POST	Crecimiento secular de paquetería / e-commerce (ventas creciendo a doble dígito, buen posicionamiento, DHL Express >40% cuota de mercado en UE), reestructuración de mercancías y logística, resolución de incertidumbres en servicios postales. Mejora de márgenes (normalización en negocios tradicionales y escalabilidad de DHL Express), balance saneado y capacidad de generación de FCF, con posibilidad de M&A acretivo y/o mejora en retribución al accionista. Cotiza a PER 18e 16x y FCF yield 18e c.4%.
DUFFY	Líder mundial de retail aeroportuario (cuota de mercado del 25% vs. 6% del siguiente competidor), diversificado geográficamente, cuenta con fuertes barreras de entrada. Crecimiento visible (pasajeros +3/4%, mayor gasto por pasajero +1/+2%), mejora de márgenes por extracción de sinergias, elevada capacidad de generación de caja (FCF/EBITDA c.60%). Cotiza a múltiplos 2018 de PER 14x, y FCF yield >6%, potencial a VT de 170 CHF/acc. (+20%).
SMURFIT KAPPA	Líder en el mercado europeo de packaging y embalajes de cartón, opera en 33 países (21 en Europa, 12 en América), con >54.000 clientes (el 60-70% de las ventas es packaging para alimentación). Europa supone 75% de las ventas, América 25%, tiene un modelo de negocio integrado. Compañía de calidad que hace buen <i>capital allocation</i> , y presenta crecimientos interesantes. 2016-19e: Ventas +3,5%, EBITDA +6%, FCF +20%. Elevada generación de caja, conversión FCF/EBITDA >40%. Cotiza a PER 18e <12x, EV/EBITDA 18e 6,5x y FCF yield 8%, con ROCE c.15%, y DN/EBITDA 17e <2x.
BNP PARIBAS	Diversificado geográficamente (Europa, USA, Asia y Emergentes), progresiva construcción de capital, mejora de cuota de mercado en banca corporativa e inversión. Catalizadores son potencial reducción en la regulación bancaria e impacto positivo de subida de tipos. En 2017 ha demostrado su capacidad de generación de beneficios y disciplina de balance. Cotiza a PER de 9,5x y P/BV de 0,8x con ROE 2018e del 9%, creemos que tiene recorrido a 80 EUR/acción.

Fuente: Renta 4 Banco

CARTERA EEUU	TESIS DE INVERSIÓN
MOSAIC	Es una compañía de fertilizantes, sector que se encuentra actualmente en parte baja de ciclo. El aumento de capacidad llevado a cabo por el sector en los últimos años ha llevado a los precios de la potasa y los fosfatos a mínimos de los últimos años. Esto ha provocado caídas de ingresos en el sector y deterioro de márgenes. Consideramos que los niveles actuales son atractivos en vista de una paulatina normalización de la capacidad y que con ella vendrá la mejora de ventas y de márgenes.
MOLSON COORS	Se ha convertido en una de las grandes cerveceras a nivel mundial tras las últimas adquisiciones realizadas. Como consecuencia, su nivel de apalancamiento financiero ha aumentado a 4,5x Deuda Neta /EBITDA, un nivel que irá mejorando con el tiempo. Por ello veremos una reducción paulatina del gasto de intereses. Asimismo, el incremento de tamaño provoca una mayor eficiencia que se debería ver plasmada en una mejora de márgenes.
IBM	El grueso de ventas de IBM se centra en el negocio de Servicios Tecnológicos y la "Nube", que supone un 44% de las ventas, y el de soluciones cognitivas y servicios industriales que supone otro 44%. El primero de ellos tiene una alta visibilidad ya que el incremento de la conectividad de dispositivos y velocidad es positivo. El negocio de soluciones cognitivas (inteligencia artificial), comúnmente llamado Watson, en honor a su presidente de la década del 20 a los 50, consideramos que debería tener un crecimiento sostenido en el largo plazo, aunque en el corto plazo tarde en arrancar. Asimismo tienen otras áreas que los inversores no están valorando y que podrían suponer cambios fundamentales en el futuro de las tecnologías, como es el ordenador cuántico. En resumen, IBM es una compañía que consideramos que tiene una distribución atractiva de negocios. Además, cotiza con descuento (PER 11x).
INTEL	Consideramos que es una empresa de alta calidad, beneficiada por la bonanza en el ciclo de semiconductores. Actualmente la compañía sigue mejorando sus márgenes debido a un crecimiento sostenible de las ventas, que se estima en el entorno de +3,5% para los próximos ejercicios. El apalancamiento operativo permitirá alcanzar niveles de crecimiento del BPA superiores a +10% anualizado.
ALPHABET	El negocio de publicidad online sigue creciendo beneficiado, por un lado, por la mejora del ciclo económico y, por otro, por la continuidad en el trasvase de medios tradicionales de publicidad a publicidad online. Esto permite que las estimaciones de crecimiento de ventas superen el +10% y las del BPA se sitúen en torno a +20% para los próximos 3 años.
CISCO	La llegada del 5G y el incremento de la conectividad de dispositivos provoca un incremento significativo del uso de redes. Creemos que Cisco está muy bien posicionada para capturar las oportunidades que ofrece esta megatendencia en los próximos años. Se espera que el BPA crezca a niveles de +10% en los próximos 3 años, en una compañía que cotiza a 15x beneficios.
FASTENAL	Compañía industrial que vende tanto a minoristas como a mayoristas. Por tanto, se beneficia de la mejora del ciclo. Dentro del sector nos gusta debido a sus sostenidos y elevados márgenes (margen neto >10%), bajo apalancamiento <0,5x Deuda Neta/EBITDA y expectativa de crecimiento de ventas en torno a +9%.
NIKE	La mejora de ciclo económico global sigue aportando crecimiento a nivel de ventas mientras que el ciclo de conversión en caja ha ido mejorando paulatinamente. Estos dos factores han permitido una mejora de los márgenes.
ALTRIA	Seguimos viendo los volúmenes goteando a la baja en el sector tabaco, aunque están siendo compensados con subidas de precios. Con esto, se estima que las ventas mantengan un ligero crecimiento de en torno a +2% en los próximos ejercicios que se traduzca en aumento del BPA de un +9%. Esto, unido a su capacidad de mantener márgenes elevados, retornos altos y bajo endeudamiento, es una combinación atractiva.
STARBUCKS	Se espera que las ventas de la compañía de cafeterías crezcan en torno a +10% durante los próximos 3 años apoyadas por la apertura de nuevos establecimientos, lo que se debería traducir en crecimientos de BPA cercanos a +14%. Esto, unido a la alta calidad de los fundamentales y una valoración que ofrece descuento frente a los múltiplos históricos, nos lleva a ser positivos en el valor.

Fuente: Renta 4 Banco

Ibex: Niveles técnicos a tener en cuenta



Fuente: Elaboración propia

Eurostoxx: Niveles técnicos a tener en cuenta



S&P: Niveles técnicos a tener en cuenta



El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Grupo Renta 4, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. 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 puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Grupo Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que 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 (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Grupo Renta 4 puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Los empleados de Grupo Renta 4 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.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Grupo Renta 4 es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid
Tel: 91 384 85 00 Fax 91 384 85 44. e-mail: r4analisis@renta4.es