

renta4banco

Visión de Mercado

Mayo 2014

CLAVES

La gran **liquidez** existente y la expectativa de **inyecciones adicionales** del **BCE hacen que se infravalore el riesgo... "aviso a navegantes" 15-mayo:** rumores Impuesto a plusvalías en deuda griega a tenedores no residentes + pobres datos de crecimiento europeo 1T14 provocan fuerte repunte en TIRes periféricas (refugio en bund alemán) y caídas en Bolsa (las mayores desde finales de enero).

...mientras que la recuperación macro y de resultados empresariales está aún por confirmarse:

- **Macro:** últimos datos en Europa y Estados Unidos por debajo de lo esperado. **Dudas a corto plazo sobre la recuperación.**
- **Resultados empresariales 1T14:** mejor en Estados Unidos que en **Europa, que sufre el impacto negativo de la apreciación del Euro.** Aún pendiente de confirmar el punto de inflexión en la revisión de BPAs (sí se vería ex - divisa).

Bolsas en rangos, apoyadas por la liquidez pero sin los beneficios tomando el relevo. **Valoraciones ajustadas.**

Subidas adicionales pasan por:

- 1) Revisión beneficios empresariales** al alza, vinculado a una aceleración del ciclo económico global (**clave: PMIs**)
- 2) Nuevas medidas de estímulo por parte del BCE (clave: reunión 5-junio)**

Apoyos a medio plazo:

- Recuperación del **ciclo económico**
- Revisión al alza de los **beneficios empresariales**
- **QE (relevante) del BCE**

Los mercados de deuda siguen dominados por la liquidez...

La gran **liquidez** existente y la **expectativa de inyecciones adicionales** del **BCE** hacen que se infravalore el riesgo: cualquier **emisión de bonos** públicos o privados tiene una enorme **demand**a a tipos muy bajos.

- El **Tesoro español** emite por primera **bonos ligados a la inflación** (europea) recibiendo una demanda de 20.000 mln eur para una colocación de 5.000 mln eur (vencimiento a 10 años). Objetivo principal: diferir la carga de intereses en un contexto en el que, pese a la caída de los costes de financiación (el tipo de interés medio pagado en las nuevas emisiones de 2014 se sitúa por debajo del 2%), el volumen de deuda no deja de crecer.

- **Éxito en colocaciones privadas.** Ej:

- Bankia 4,25x sobresuscrito, 1.250 millones de euros en bonos a 8 años al 2,2%
- Telefónica 4x sobresuscrito, más de 1.000 millones de euros

- **Participación extranjera en general por encima del 75%.**

- **Portugal sale "limpio" de su rescate** (sin necesidad de línea de crédito preventiva), dada su capacidad de financiación en mercado.

...aunque muy sensible (15 mayo: "aviso a navegantes")

Fuertes subidas de los tipos de interés de los bonos soberanos periféricos: en el 10 años, España +16pb hasta 3,0% (diferencial 171 pb vs 147 pb de media 5 días previos), Portugal +18 pb hasta 3,7%, Italia +19 pb a 3,1% y Grecia +51pb hasta 6,8%.

Fuertes caídas de las bolsas periféricas: IBEX 35 y PSI portugués -2,5%, MIB italiano -3,6%, índice griego -4,6%.

Detonante de las caídas: rumor sobre un **impuesto de carácter retroactivo** sobre los beneficios obtenidos en **bonos griegos** por los **inversores no residentes**. **Huída hacia la calidad: bund alemán 10 años baja al 1,3%.**

Aunque posteriormente desmentido, **es una buena muestra de la infravaloración actual del riesgo** por parte de los inversores y de la **sensibilidad a cualquier noticia/rumor negativo**.

Los bancos centrales "sólo" pueden ganar tiempo para que los gobiernos hagan las reformas necesarias que permitan recuperar tasas adecuadas de **crecimiento económico**.

Hasta ahora el efecto anestésico de las medidas de los bancos centrales han surtido efecto, pero **el problema del elevado endeudamiento de las economías no se ha resuelto**. De hecho, de acuerdo con el **BIS**, las economías del **G20** acumulan hoy un 30% más de deuda que antes de la **crisis**.

Debilidad en últimos datos macro...

En la **Eurozona**, la mayoría de PIB 1T14 han sido peores de lo anticipado, en particular en Portugal y Holanda.

Uno de los principales motivos: la **apreciación del Euro**, que perjudica el saldo exterior (reduce exportaciones e incrementa importaciones)

Tasas de variación trimestral del PIB en 1T14*

	Esperado	Publicado
Alemania	0,7%	0,8%
Francia	0,1%	0,0%
Italia	0,2%	-0,1%
Portugal	0,1%	-0,7%
Holanda	0,0%	-1,4%
Área euro	0,4%	0,2%

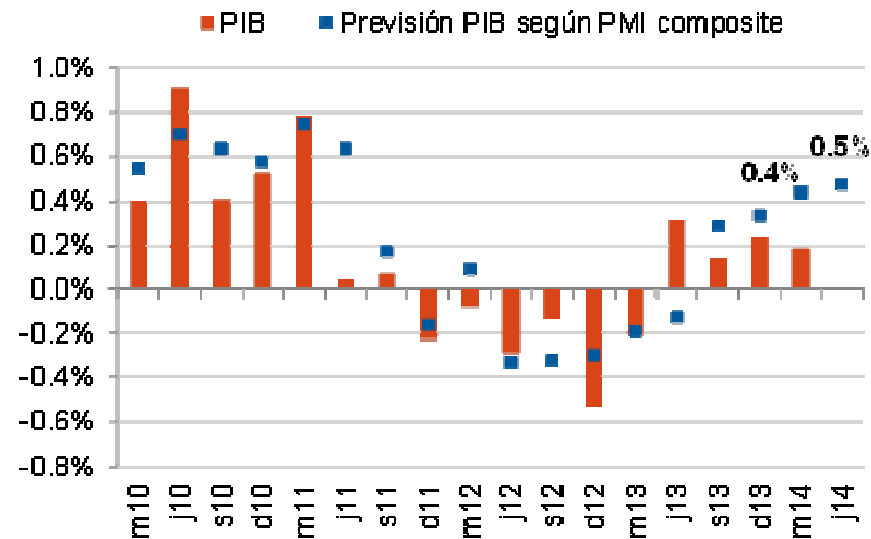
*Esperado por el consenso de analistas y publicación de la versión preliminar.

Fuente: Afi, Bloomberg

...aunque expectativas de aceleración a partir de 2T14...

Los **indicadores adelantados de abril para el área euro vaticinan un crecimiento trimestral del PIB en 2T del orden del 0,4%/0,5%** tras el mal comportamiento del 1T.

Variación trimestral del PIB del área euro y previsión según PMI *composite*



* PMI global y de países BRIC calculado a partir de la media ponderada de los PMI de los países que integran cada grupo

...al igual que en Estados Unidos

Impactos climatológicos no extrapolables al resto del año.

PIB de EEUU

Tasa trimestral (%)	j-13	s-13	d-13	m-14
PIB	0,6%	1,0%	0,7%	0,0%
Consumo privado	0,5%	0,5%	0,8%	0,7%
FBCF privada	1,6%	1,4%	0,7%	-0,7%
Inversión no residencial	1,1%	1,2%	1,4%	-0,5%
Inversión residencial	3,4%	2,5%	-2,0%	-1,5%
Consumo e inversión públicos	-0,1%	0,1%	-1,3%	-0,1%
Existencias (1)	0,1	0,5	0,0	-0,2
Demanda interna (1)	0,6	1,0	0,4	0,2
Exportaciones	1,9%	1,0%	2,3%	-2,0%
Importaciones	1,7%	0,6%	0,4%	-0,4%
Demanda externa (1)	0,0	0,0	0,3	-0,2

(1) Aportación al crecimiento interanual del PIB

Se mantienen por tanto las expectativas de mejora del ciclo para 2014 y 2015

Actualización de previsiones de crecimiento de OCDE y CE. Principales cambios:

- **revisión al alza** de las estimaciones de crecimiento para Reino Unido y **España**
- revisión a la baja del crecimiento esperado para Rusia y Brasil.

	2012		Afi		Comisión Eur.		OCDE	
	2012	2013	2014	2015	2014	2015	2014	2015
Mundo	2,7%	2,6%	3,2%	3,5%	3,5%	3,8%	3,4%	3,9%
Desarrolladas	1,5%	1,2%	2,0%	2,5%	n.d	n.d	n.d	n.d
EEUU	2,8%	1,9%	2,5%	3,3%	2,8%	3,2%	2,7%	3,5%
Área euro	-0,6%	-0,4%	1,2%	1,3%	1,2%	1,7%	1,4%	1,8%
Alemania	0,9%	0,5%	1,7%	1,5%	1,8%	2,0%	1,9%	2,1%
Francia	0,0%	0,3%	1,0%	1,2%	1,0%	1,5%	0,9%	1,5%
Italia	-2,4%	-1,8%	0,6%	0,9%	0,6%	1,2%	0,5%	1,1%
España	-1,7%	-1,2%	0,9%	1,3%	1,1%	2,1%	1,0%	1,5%
Japón	1,4%	1,5%	1,4%	1,0%	1,5%	1,3%	1,0%	0,9%
Reino Unido	0,3%	1,7%	2,7%	2,0%	2,7%	2,5%	3,2%	2,7%
Emergentes	4,9%	4,9%	4,9%	5,1%	n.d	n.d	n.d	n.d
Brasil	0,9%	2,3%	2,0%	3,1%	n.d	n.d	1,8%	2,2%
México	3,6%	1,1%	2,6%	3,8%	n.d	n.d	3,4%	4,1%
Rusia	3,4%	1,1%	1,1%	2,5%	1,0%	2,0%	0,5%	1,8%
India	3,2%	4,6%	5,4%	5,5%	n.d	n.d	4,9%	5,9%
China	7,7%	7,7%	7,4%	7,0%	7,2%	7,0%	7,4%	7,3%

España: progresiva recuperación...

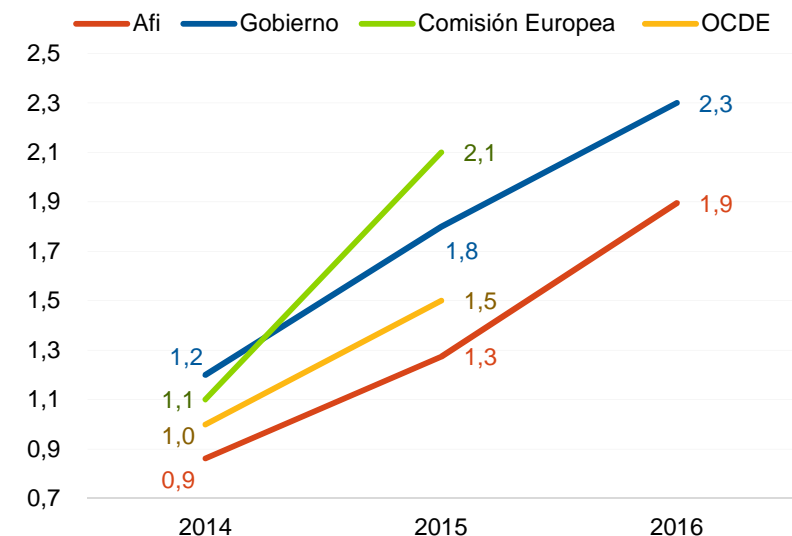
**Cuadro macroeconómico para España.
Previsiones Afi 2014-16**

%	2000-07	2012	2013	2014	2015	2016
PIB	3,6	-1,7	-1,2	0,9	1,3	1,9
<i>Consumo final</i>	4,1	-3,3	-2,1	0,3	0,4	1,0
Consumo privado	3,7	-2,8	-2,1	1,0	1,1	1,5
Consumo público	5,1	-4,8	-2,3	-1,7	-1,4	-0,5
<i>Inversión en activos fijos</i>	5,5	-7,0	-5,0	-1,1	2,6	3,8
Equipo	4,7	-3,9	2,4	3,5	5,8	7,0
Construcción	5,9	-9,7	-9,6	-4,2	0,8	2,1
Demanda nacional (1)	4,6	-4,1	-2,7	0,1	0,8	1,5
Exportaciones	5,1	2,1	4,9	4,0	6,1	6,0
Importaciones	7,6	-5,7	0,4	1,8	5,2	5,4
Demanda externa (1)	-0,9	2,5	1,5	0,8	0,5	0,4
<small>(1) Contribución al crecimiento del PIB</small>						
Empleo (var.anual, %)	4,2	-4,5	-3,1	0,4	0,8	1,1
Tasa de paro	10,6	24,8	26,1	25,3	24,5	24,0
Deflactor del consumo privado (%)	3,3	3,2	0,3	0,4	1,0	1,3
Capacidad/necesidad de financiación (% PIB)	-5,5	-0,6	1,5	1,9	2,0	1,4

(1) Contribución al crecimiento del PIB

Fuente: Afi, INE, Ministerio de Economía, CE y OCDE

Previsiones de crecimiento económico de España para 2014-16 (%)



Diferencias explicadas por el proceso de consolidación fiscal previsto

...aunque aún mucho ajuste de cuentas públicas por hacer

Cuentas públicas de España. Objetivos de déficit 2014-17

% del PIB	2013	2014	2015	2016	2017
Administración Central	-4,3	-3,5	-2,9	-2,2	-1,1
Seguridad Social	-1,2	-1,0	-0,6	-0,3	0,0
CCAA	-1,5	-1,0	-0,7	-0,3	0,0
CCLL	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Total AAPP	-6,6	-5,5	-4,2	-2,8	-1,1
Gastos	44,4	44,0	43,0	41,7	40,1
Ingresos	37,8	38,5	38,8	38,9	39,0
Deuda pública	93,9	99,5	101,7	101,5	98,5

¿Qué hará el BCE el 5 de junio?

1) Agotar las medidas convencionales: rebaja de los tipos de interés, tanto repo (de 0,25% a 0,10%-0,15%) como depósito (situándolo en terreno negativo, -0,10%/-0,15%). **Impacto limitado** (medidas ya anticipadas en buena medida en curva Euribor, en Facilidad Marginal de Depósito sólo hay 17.000 mln eur).

2) Adoptar alguna medida No convencionales: "QE" ligero

2.1) **Compra de titulizaciones de nuevos préstamos a PYMEs** (ABS de nueva formación). **Difícil implementación** (proceso de homogeneización previo de las emisiones que se realicen en el conjunto del área euro), efectos no se verían hasta bien avanzado 2015. **Precedentes** de compra de activos privados, importe limitado: compras de "Covered Bond Purchase Programmes" (cédulas hipotecarias, 50.000 mln eur).

2.2) **Nueva LTRO (a 3 años o más) condicionada a la concesión de crédito.** Importe sería menor que en las dos LTROs a 3 años ya realizadas (1 billón eur) al vincularse a la concesión de crédito bancario. Precedente: "Funding for Lending" del Banco de Inglaterra (verano 2012-1T15), tan sólo 10.000 mln GBP. **Más probable pero tamaño e impacto limitados** (posible estabilidad/ligero incremento de la nueva concesión de crédito, pero con distinto mix de financiación).

Diferencias con QE de la FED:

- BCE **no compraría deuda pública**
- **importe reducido** al dirigirse a un mercado (ABS) aún en formación, incremento de liquidez en el sistema podría ser marginal

BCE dispuesto a tomar medidas no convencionales, pero improbable que sean de calado en el corto plazo
Sí dejarían la **puerta abierta a las mismas en el futuro**, dependientes de evolución de precios (presiones deflacionistas)

Razones del BCE para actuar: presiones deflacionistas...

Revisión a la baja de expectativas de inflación en la Eurozona por parte de los analistas.

El BCE podría seguir sus pasos en junio.

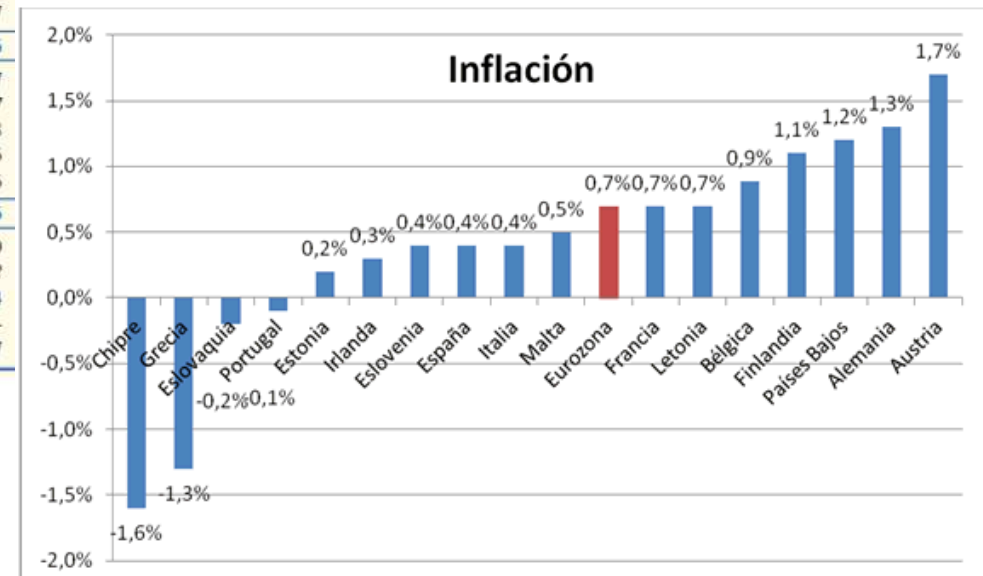
Previsiones de inflación, crecimiento y tasa de paro para el área euro (medias anuales; %)*

	Survey horizon		
HICP Inflation	2014	2015	2016
SPF Q2 2014	0.9	1.3	1.5
SPF Q1 2014	1.1	1.4	1.7
ECB staff macroeconomic projections (March 2014)	1.0	1.3	1.5
Consensus Economics (April 2014)	0.9	1.3	1.5
Euro Zone Barometer (April 2014)	0.9	1.3	1.7
Real GDP growth	2014	2015	2016
SPF Q2 2014	1.1	1.5	1.7
SPF Q1 2014	1.0	1.5	1.7
ECB staff macroeconomic projections (March 2014)	1.2	1.5	1.8
Consensus Economics (April 2014)	1.2	1.5	1.6
Euro Zone Barometer (April 2014)	1.2	1.6	1.6
Unemployment rate ²⁾	2014	2015	2016
SPF Q2 2014	11.8	11.5	11.0
SPF Q1 2014	12.1	11.7	11.2
ECB staff macroeconomic projections (March 2014)	11.9	11.7	11.4
Consensus Economics (April 2014)	11.9	11.6	-
Euro Zone Barometer (April 2014)	11.9	11.6	11.7

*SPF: Survey of Professional Forecasters

Fuente: BCE (monthly bulletin)

Problemática de "un solo banco central" para muy distintas economías



...aunque parece una inflación negativa transitoria más que deflación a la japonesa...

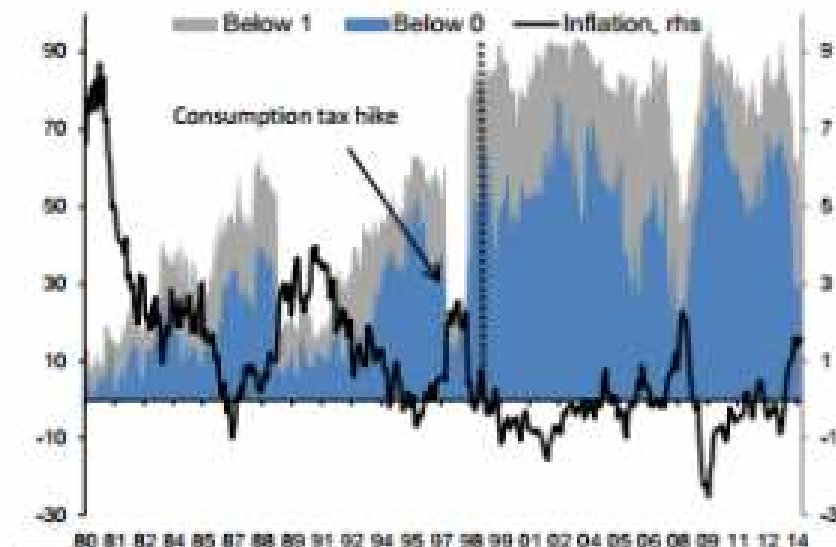
Porcentaje de **componentes del IPC en negativo**: 40% en Eurozona vs 60% en Japón

Porcentaje de **componentes del IPC por debajo de 1%**: 20% en Eurozona vs 30% en Japón

VIGILAR A FUTURO

Exhibit 10: The % of the Japanese CPI basket falling in value or below 1% has remained elevated

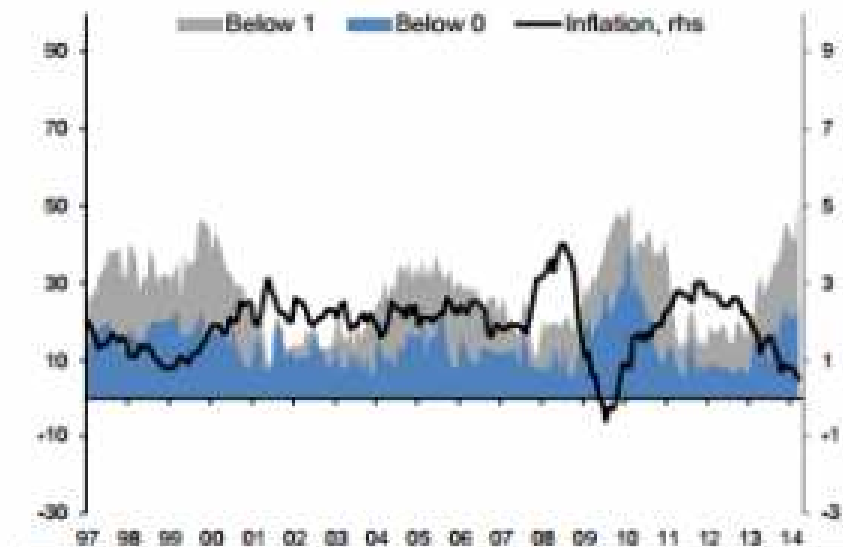
Headline inflation. Vertical dotted line indicates the start of deflation



Source: Credit Suisse

Exhibit 11: A far smaller proportion of the euro area CPI basket is falling or growing at less than 1%

Headline inflation



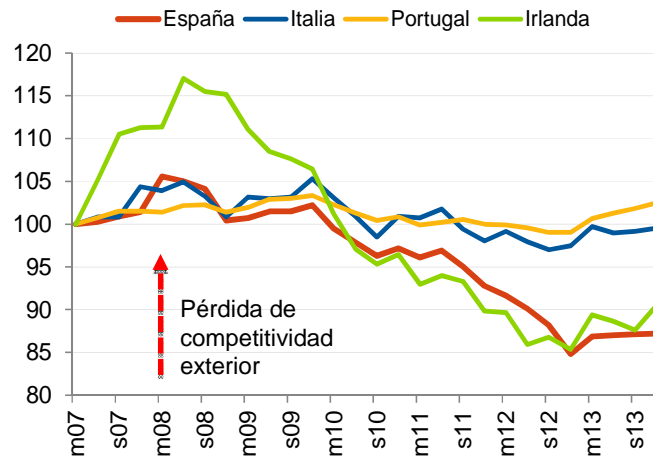
Source: Credit Suisse

...y apreciación del Euro

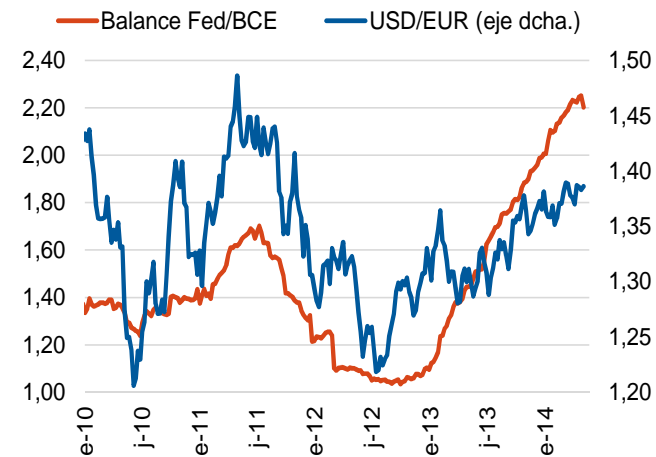
Deterioro de la competitividad de las exportaciones dirigidas a países "no euro" y más, teniendo en cuenta:

- el menor dinamismo de la demanda emergente y
- las dificultades para seguir mejorando la competitividad (ajuste de costes)

Tipo de cambio efectivo real basado en CLU (índice base 100= 1T07)



Tamaño relativo del balance de la Fed y el BCE y USD/EUR

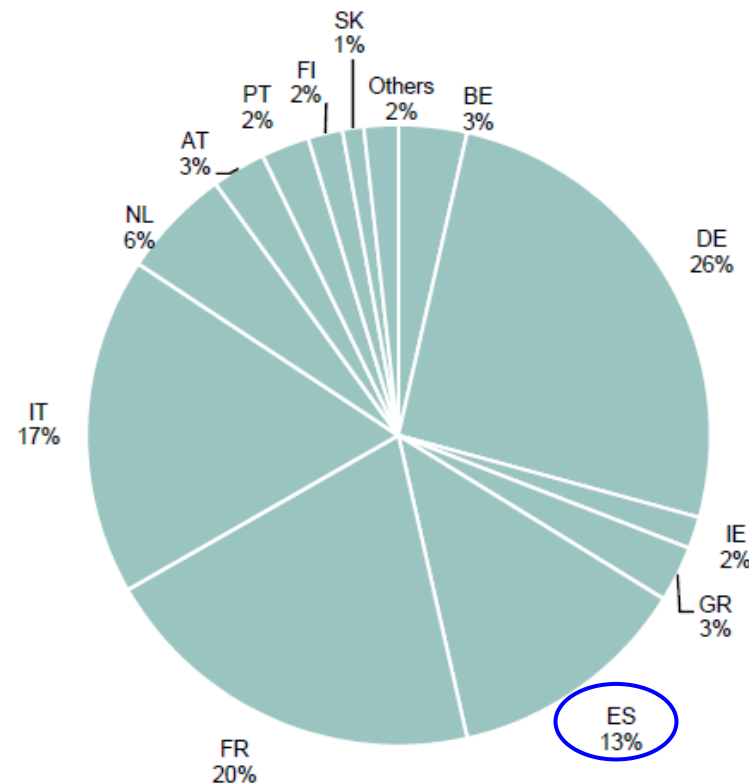


El objetivo último del BCE es frenar la apreciación del Euro
Para lograrlo, sería preciso un QE fuerte que ampliase el balance del BCE de forma sustancial

¿Reparto por países de un potencial QE?

En principio, podría ser según aportación al capital del BCE, aunque los países del núcleo duro (Alemania, Francia) no precisan de costes de financiación más bajos, por lo que **sería lógico que se dirigiese en mayor medida a los periféricos para reducir sus costes de financiación y reducir así la fragmentación financiera**. En cualquier caso, una moderación de TIRes del núcleo duro acabaría también redundando en menores costes de financiación de periféricos.

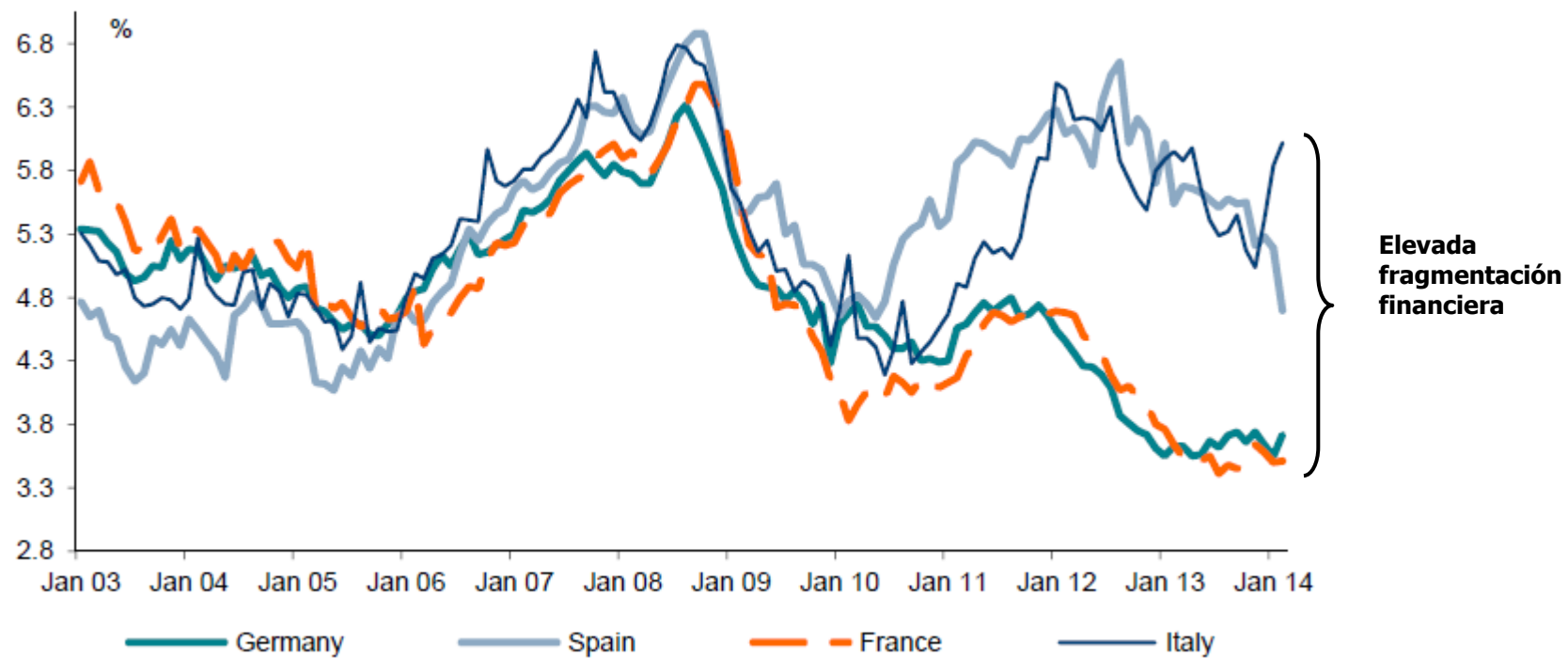
Euro area NCBs' contributions to the ECB's capital



Los más beneficiados, los periféricos (1)

Por el mayor **margen de caída en sus costes de financiación.**

Cost of borrowing: new business loans, up to EUR1m, 1–5 years (%)

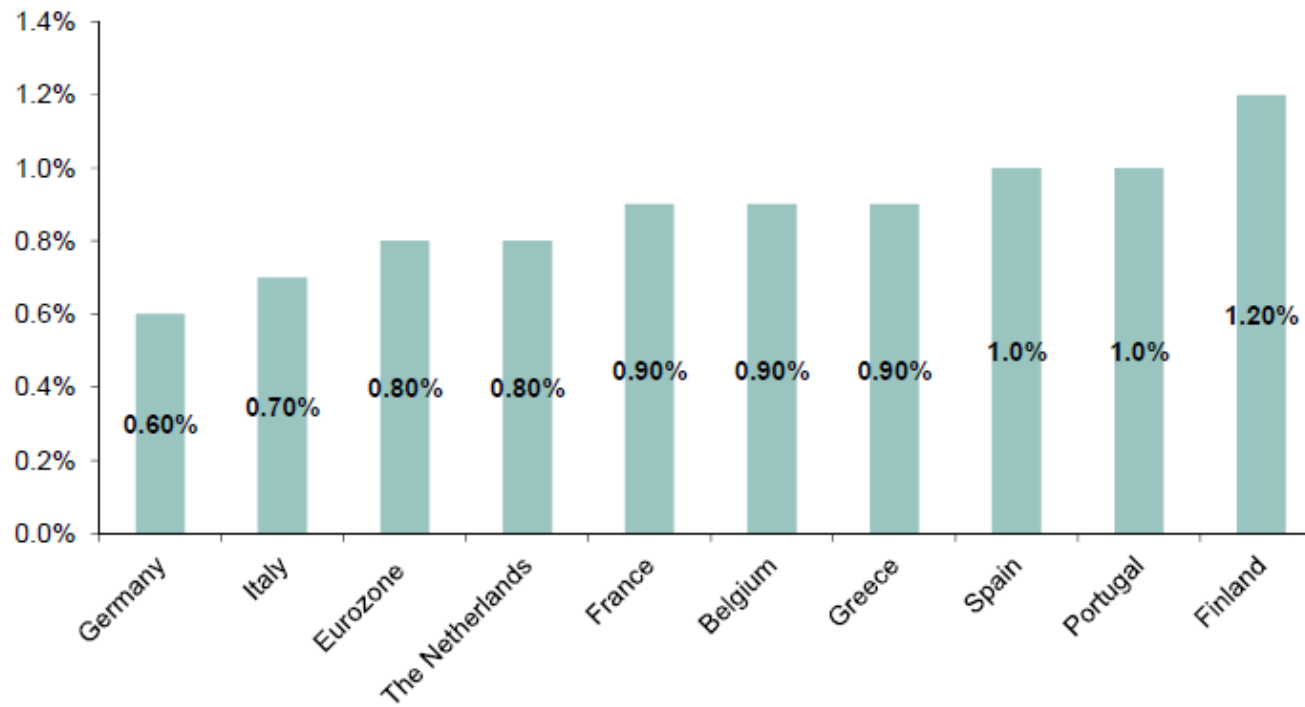


Source: Exane BNP Paribas estimates, ECB

Los más beneficiados, los periféricos (2)

Por la **mayor sensibilidad de sus exportaciones al Euro.**

Impacto en PIB de una depreciación del 10% del Euro, 1 año después



Source: Exane BNP Paribas estimates, OECD

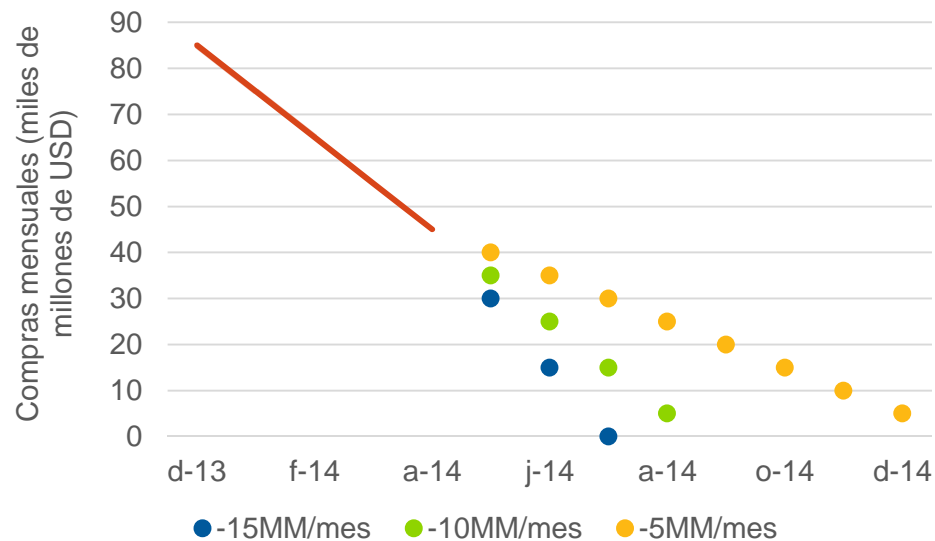
FED mantendrá su retirada gradual de estímulos, pero sin prisa para subir tipos

A razón de -10.000 mIn USD por reunión, la **FED dejaría de incrementar balance a finales de verano.**

No habrá prisa para empezar a subir los tipos de intervención ¿2S15? en un entorno de moderado crecimiento e inflación controlada.

Tipos de intervención de equilibrio podrían estar más cerca del 2,5% que del 4% del pasado. **Normalización de tipos en niveles más bajos.**

Tapering de la Fed (actualización del programa mensual de compra de activos financieros; miles de millones de USD)



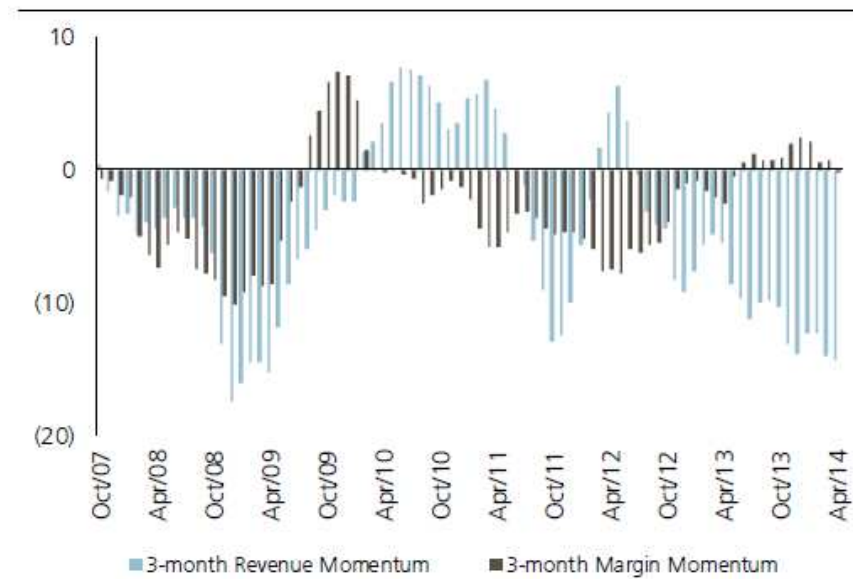
Resultados empresariales 1T14

Estados Unidos: del total presentado, más del 70% supera las previsiones de BPA de consenso.

Europa: tono más negativo, fundamentalmente por la **apreciación del Euro**. En BPA, 46% superan apoyados fundamentalmente por el **ajuste de costes**, pero en **ventas** el resultado es bastante peor: **42% decepcionan, muy afectados por la apreciación del Euro**.

España: resultados muy en línea con lo esperado, con **impacto negativo del tipo de cambio pero positivo del ajuste de costes** (márgenes operativos mejorando) y de los menores gastos financieros. Expectativas de progresiva mejora a medida que se avance en la recuperación. **Muy buenas cifras en Latinoamérica en moneda local**.

Figure 14: European 3-month revenue momentum and margin momentum

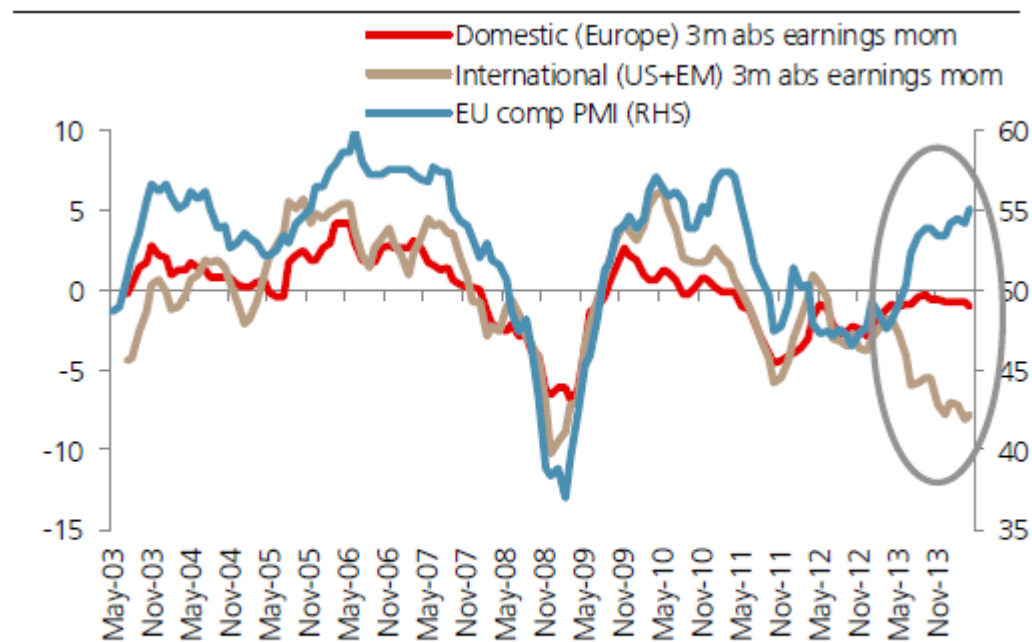


Source: UBS European Equity Strategy, Thomson Datastream. Note: margin momentum refers to earnings momentum less revenue momentum

¿Punto de inflexión en las revisiones de BPA? Sí, sin divisa

En caso de confirmarse la recuperación del ciclo, **la revisión de estimaciones de BPAs europeos debería pronto girarse al alza. De hecho, ya lo habrían hecho excluyendo la divisa.**

Importante **correlación histórica de los PMIs con las revisión de beneficios**: la zona de 54 coincide históricamente con el comienzo de revisiones al alza (PMI compuesto actual 54 es coherente con crecimientos de BPA 2014 >+10%).



Source: UBS European Equity Strategy, Bloomberg

Evolución bolsas

	PAÍS	ÚLTIMO	Rev 2013	Rev 2014	ene-14	feb-14	mar-14	abr-14	may-14	Desde máx últ 12 meses
IBEX 35	ESPAÑA	10.559	21,4%	6,5%	0,0%	2,0%	2,2%	1,1%	1,0%	-1,4%
IGBM	ESPAÑA	1.081	22,7%	6,9%	0,1%	2,1%	2,1%	1,3%	1,1%	-1,1%
S&P 500	USA	1.901	29,6%	2,8%	-3,6%	4,3%	0,7%	0,6%	0,9%	-0,1%
DOW JONES	USA	16.606	26,5%	0,2%	-5,3%	4,0%	0,8%	0,7%	0,2%	-0,8%
HASDAQ COMPOSITE	USA	4.186	38,3%	0,2%	-1,7%	5,0%	-2,5%	-2,0%	1,7%	-4,3%
FOOTSIE	INGLATERRA	6.816	14,4%	1,0%	-3,5%	4,6%	-3,1%	2,8%	0,5%	-1,1%
CAC 40	FRANCIA	4.493	18,0%	4,6%	-3,0%	5,8%	-0,4%	2,2%	0,1%	-0,4%
DAX	ALEMANIA	9.768	25,5%	2,3%	-2,6%	4,1%	-1,4%	0,5%	1,7%	-0,4%
SMI	SUIZA	8.704	20,2%	6,1%	-0,1%	3,5%	-0,3%	0,3%	2,7%	-0,2%
MIB 30	ITALIA	20.746	16,6%	9,4%	2,4%	5,3%	6,1%	0,4%	-4,8%	-6,6%
PSI 20	PORTUGAL	6.918	16,0%	5,5%	2,1%	10,2%	3,1%	-2,0%	-7,2%	-11,2%
ASE	GRECIA	1.171	28,1%	0,7%	1,2%	11,3%	1,9%	-7,8%	-4,9%	-15,1%
ISEQ	IRLANDA	4.836	33,6%	6,5%	2,5%	11,7%	-3,9%	-2,0%	-1,2%	-6,9%
EUROSTOXX 50	ZONA EURO	3.203	17,9%	3,0%	-3,1%	4,5%	0,4%	1,2%	0,2%	-1,1%
NIKKEI	JAPÓN	14.579	56,7%	-10,5%	-8,5%	-0,5%	-0,1%	-3,5%	1,9%	-10,7%
BOVESPA	BRASIL	52.626	-15,5%	2,2%	-7,5%	-1,1%	7,1%	2,4%	1,9%	-7,6%
MEXBOL	MEXICO	41.918	-2,2%	-1,9%	-4,3%	-5,1%	4,3%	0,6%	3,0%	-2,7%
IPSA	CHILE	3.960	-14,0%	7,1%	-7,0%	8,1%	1,4%	3,6%	1,3%	-6,6%
COLCAP	COLOMBIA	1.667	-12,4%	3,8%	-9,1%	4,2%	11,0%	-0,9%	-0,3%	-6,5%
IGBVL	PERÚ	15.788	-23,6%	0,2%	-1,9%	-0,1%	-7,4%	8,6%	1,7%	-7,9%
RUSSIAN RTS \$	RUSIA	1.330	-5,5%	-7,8%	-9,8%	-2,6%	-3,2%	-5,7%	15,1%	-12,5%
ISE 100	TURQUIA	78.061	-13,3%	15,1%	-8,8%	1,1%	11,5%	5,9%	5,7%	-15,4%
SHANGAI SE	CHINA	2.038	-6,7%	-3,7%	-3,9%	1,1%	-1,1%	-0,3%	0,6%	-12,7%
SENSEX	INDIA	25.098	9,0%	18,6%	-3,1%	3,0%	6,0%	0,1%	12,0%	-1,1%
KOSPI	COREA	2.010	0,7%	0,0%	-3,5%	2,0%	0,3%	-1,2%	2,5%	-2,6%
TAIEX INDEX	TAILANDIA	1.389	-6,7%	7,0%	-1,9%	4,0%	3,8%	2,8%	-1,8%	-14,7%
Promedio			11,4%	3,3%	-3,2%	3,6%	1,5%	0,4%	1,4%	-5,8%

Mayor castigo en últimas semanas para bolsas periféricas, con la excepción del Ibx

Fuente: Bloomberg, Renta 4
 Datos 26/05/2014

Escenario que precisa de la recuperación de los beneficios empresariales
 Ibex cerca de nuestro escenario base

IBEX ACTUAL	OBJETIVO A 1 AÑO		
10.559			
Escenario:	OPTIMISTA	BASE	PESIMISTA
Var BPA 2013	25%	20%	5%
IBEX-35	12.118	10.777	8.784
BPA(*)	711	683	597
TIPO DE INTERÉS(%)	4,2%	4,2%	4,2%
PRIMA DE RIESGO(%)	4,0%	4,0%	4,0%
PIB NOMINAL (%)	2,3%	1,9%	1,4%
Descuento	15%	2%	-17%

Explicación:
 BPA(*) en puntos de Ibex, tres escenarios
 TIPO DE INTERÉS(%): TIR 10 años esperada
 PRIMA DE RIESGO(%): media histórica
 PIB NOMINAL (%): ponderado según exposición geográfica de ventas, tres escenarios

En caso de recaída macro, BCE no apoyando la recuperación

El Ibex se ha acercado en varias ocasiones (finales de enero, principios de abril, mediados de mayo) **a nuestro escenario base de valoración para 2014** (aprox 10.800 puntos), impulsado por los flujos de fondos y la mejora de las condiciones de financiación.

Para asistir a subidas adicionales, sin embargo, **necesitamos** algún catalizador adicional:

- 1) Recuperación de los beneficios empresariales (vigilar PMIs)**
- 2) Anuncio de un QE por parte del BCE**

Algunas valoraciones ajustadas: hay que ser selectivos

renta4banco

VALORACIÓN BOTTOM-UP DEL IBEX 35								IBEX ACTUAL	OBJ. 12 MESES	POTENCIAL
								10.559	10.703	1%
PUESTO	VALOR	VALOR	PRECIO ACTUAL	PRECIO OBJETIVO RENTA 4	DTO (+) / PRIMA (-)	CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL ACTUAL (MLN EUROS)	PONDERACIÓN ACTUAL	RENTAB. POR DIVIDENDO	RENTAB. TOTAL ESPERADA	APORT. A REV. ESPERADA DEL IBEX
1	SAH	BAHCO SANTAIDER	7,37	6,70	-9%	86.793	18,39%	7,8%	-1,3%	-1,7%
2	TEF	TELEFONICA	12,12	13,50	11%	55.158	11,69%	6,2%	17,6%	1,3%
3	BBVA	BBVA	9,18	9,70	6%	54.038	11,45%	3,5%	9,2%	0,6%
4	ITX	INDITEX	104,80	121,00	15%	39.195	8,30%	2,5%	17,9%	1,3%
5	IBE	IBERDROLA SA	5,21	5,00	-4%	33.206	7,03%	5,2%	1,2%	-0,3%
6	REP	REPSOL SA	20,25	22,50	11%	26.821	5,68%	4,9%	16,1%	0,6%
7	AMS	AMADEUS IT HOLDI	31,47	28,20	-10%	14.085	2,98%	2,3%	-8,1%	-0,3%
8	CABK	CAIXABANK S.A	4,30	4,75	11%	13.920	2,95%	4,0%	14,6%	0,3%
9	GAS	GAS NATURAL SDG	20,77	19,35	-7%	12.471	2,64%	4,2%	-2,6%	-0,2%
10	ABE	ABERTIS	15,84	15,05	-5%	11.383	2,41%	4,2%	-0,8%	-0,1%
11	POP	BAHCO POPULAR	4,97	5,10	3%	10.384	2,20%	1,2%	3,8%	0,1%
12	BKIA	BANKIA SA	1,46	1,30	-11%	10.096	2,14%	0,8%	-10,3%	-0,2%
13	ACS	ACS	31,19	29,40	-6%	9.814	2,08%	3,8%	-1,9%	-0,1%
14	IAG	IINTL CONS AIRLIN	4,70	5,30	13%	9.587	2,03%	0,0%	12,8%	0,3%
15	SAB	BAHCO SABADELL	2,32	2,14	-8%	9.292	1,97%	1,3%	-6,3%	-0,1%
16	FER	FERROVIAL SA	15,72	16,35	4%	9.225	1,95%	4,2%	8,2%	0,1%
17	GRF	GRIFOLS SA	38,99	33,05	-15%	8.306	1,76%	1,5%	-13,7%	-0,3%
18	REE	RED ELECTRICA	60,10	58,00	-3%	8.130	1,72%	4,5%	1,0%	-0,1%
19	MAP	MAPFRE SA	2,93	3,10	6%	5.416	1,15%	4,6%	10,3%	0,1%
20	ENG	ENAGAS SA	21,07	22,50	7%	5.029	1,07%	6,1%	12,9%	0,1%
21	BKT	BANKINTER	5,55	5,30	-5%	4.970	1,05%	2,1%	-2,4%	0,0%
22	DIA	DISTRIBUIDORA III	6,73	7,20	7%	4.383	0,93%	2,5%	9,4%	0,1%
23	MTS	ARCELOR MITTAL	11,30	15,60	38%	3.274	0,69%	1,5%	39,6%	0,3%
24	JAZ	JAZZTEL PLC	10,53	8,50	-19%	2.700	0,57%	0,0%	-19,3%	-0,1%
25	AHA	ACCIONA SA	58,60	52,20	-11%	2.684	0,57%	2,2%	-8,7%	-0,1%
26	BME	BOLSAS Y MERCADO	32,08	28,50	-11%	2.682	0,57%	5,5%	-5,6%	-0,1%
27	TRE	TECHICAS REUNIDA	44,43	45,50	2%	2.483	0,53%	3,3%	5,7%	0,0%
28	OHL	OBRASCON HUARTE	31,08	33,40	7%	2.480	0,53%	2,5%	9,9%	0,0%
29	SCYR	SACYR SA	4,69	5,20	11%	2.357	0,50%	0,0%	10,8%	0,1%
30	IDR	INDRA SISTEMAS	13,10	10,50	-20%	2.150	0,46%	2,8%	-17,0%	-0,1%
31	GAM	GAMESA	8,15	6,80	-17%	2.069	0,44%	0,7%	-15,9%	-0,1%
32	EBRO	EBRO FOODS SA	16,51	17,50	6%	2.032	0,43%	3,4%	9,4%	0,0%
33	VIS	VISCOFAN	41,60	41,50	0%	1.939	0,41%	2,7%	2,4%	0,0%
34	TL5	MEDIASET ESPAÑA	7,90	7,60	-4%	1.929	0,41%	2,4%	-1,4%	0,0%
35	FCC	FCC	15,21	16,00	5%	1.549	0,33%	0,0%	5,2%	0,0%

Niveles técnicos a vigilar

	IBEX	DAX	EUROSTOXX	S&P	NIKKEI
actual	10.559	9.768	3.203	1.901	14.579
soporte 1	9.650	8.900	2.900	1.767	14.000
vs actual	-9%	-9%	-9%	-7%	-4%
soporte 2	9.200	8.500	2.850	1.725	12.400
vs actual	-13%	-13%	-11%	-9%	-15%
resistencia 1	10.550	9.800	3.180	1.900	15.200
vs actual	0%	0%	-1%	0%	4%
resistencia 2	11.150	-	3.500	1.950	16.350
vs actual	6%	-	9%	3%	12%

Bolsas en rangos a la espera del BCE (5-junio) y de que los BPAs empiecen a revisarse al alza (no inminente).

Aprovechar tomas de beneficios para comprar (decepción del BCE 5-junio - limitada, puesto que dejaría la puerta abierta a QE en el futuro- nos llevaría a niveles más atractivos de entrada).

Nuestra visión de medio plazo para la renta variable sigue siendo positiva, basada en recuperación del ciclo económico y de los beneficios empresariales, y de unas condiciones financieras favorable.

Apoyos y riesgos para las bolsas

APOYOS

Ciclo económico. Tras cierta desaceleración en algunos datos en 1T14 (fundamentalmente Estados Unidos por factores climatológicos), los **primeros datos de 2T14 apuntan a una aceleración del crecimiento**. En **Europa, se intensifica la recuperación, y es posible que el BCE apoye una mayor actividad y creación de empleo con política monetaria más expansiva, aunque improbable QE “fuerte” en el corto plazo**.

Condiciones de financiación. Continúan mejorando en Europa, apoyadas por las expectativas de nuevos estímulos por parte del BCE. En Estados Unidos, las TIRes repuntarán de forma moderada por las expectativas de gradual subida de tipos y de que éstos se mantengan durante un largo periodo por debajo de niveles normalizados.

Beneficios empresariales. Aunque la revisión de BPAs sigue siendo a la baja, el ritmo se ha reducido, y los indicadores más adelantados de ciclo (PMIs) apuntan a que el punto de inflexión podría estar cerca (ya se habría producido descontando divisa).

RIESGOS

BCE decepcionando (no aplicando QE). Limitado si puerta abierta a más medidas en el futuro.

Repunte de **TIRes** mayor a la esperada en **Estados Unidos**.

Desaceleración en China superior a lo previsto.

Geopolítico y político. Ucrania y mayor poder de partidos euroescépticos en la Eurozona.

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 éstas no han sido tomadas 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.

Este documento, ha sido elaborado por Renta 4 S.V. con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujetos a cambio sin previo aviso. Renta 4 S.V. 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 pueden servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaboradas por Renta 4 S.V. y están basadas en informaciones de carácter público, y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Renta 4 S.V., por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección. Renta 4 S.V. 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.

Renta 4 S.V., 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. Los empleados de Renta 4 S.V. pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo Renta 4 S.V. puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas 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 Renta 4 S.V.. 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.