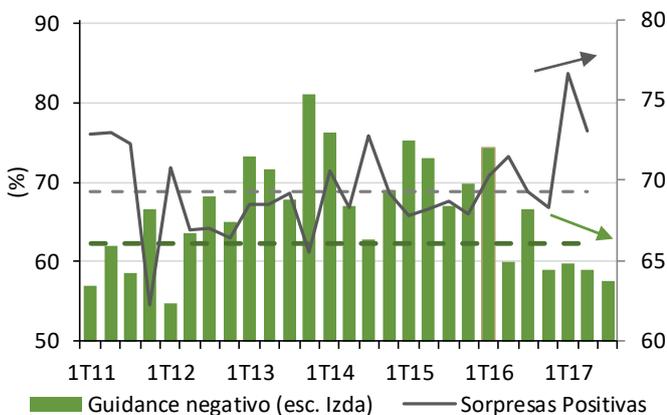


Rdos.3T17 EEUU: el peso exterior será positivo

Las valoraciones en EEUU se encuentran cotizando a precios muy exigentes. No obstante, la campaña de resultados del 3T17 que acaba de comenzar y que se presenta positiva, podría limitar los riesgos a la baja en el S&P 500 en las próximas semanas.

- **Aspectos positivos de cara a la campaña 3T17:** 1) Debilidad del dólar y mejoría de la actividad económica global; 2) El *guidance* negativo proporcionado por las compañías de cara a la campaña es inferior a la media, lo que suele vaticinar un mayor porcentaje de sorpresas positivas en la campaña.
- **Aspectos negativos:** 1) Las valoraciones a las que están cotizando las compañías del S&P 500 son muy exigentes y muchos valores se encuentran en máximos históricos; 2) Los huracanes y la debilidad del dólar podrían impactar en negativo más de lo esperado, sobre todo en las compañías con mayor exposición en la economía doméstica.
- **Sectores más atractivos de cara a la campaña:** 1) por valoración: Telecom, Real Estate, Cons. no cíclico; 2) ante posibles sorpresas positivas: Energía y Financiero; 3) por su exposición exterior: Tecnología o Materiales. Combinando los 3: Energía, Cons. no cíclico e Industriales.

Un mejor *guidance* vaticina sorpresas positivas



Fuente: FactSet y MacroYield

Atractivo de los sectores de cara a la campaña

| Relativo al S&P 500 | Relativo PER12m /media5a | Rel. Guid-ance nega-tivo vs me-dia5a | Peso do-méstico vs. S&P 500 | Promedio de los dis-tintos rank-ings |
|---------------------|--------------------------|--------------------------------------|-----------------------------|--------------------------------------|
| Energía | 5 | 1 | 3 | 3,00 |
| C. No Cíclico | 3 | 3 | 6 | 4,00 |
| Industrial | 9 | 5 | 4 | 6,00 |
| Materiales | 8 | 9 | 2 | 6,33 |
| Financiero | 10 | 2 | 8 | 6,67 |
| Real Estate | 2 | 6 | 12 | 6,67 |
| C. Cíclico | 6 | 7 | 7 | 6,67 |
| Utilities | 7 | 4 | 10 | 7,00 |
| Salud | 4 | 8 | 9 | 7,00 |
| Telecom. | 1 | 10 | 11 | 7,33 |
| Tecnología | 11 | 11 | 1 | 7,67 |

Rdos.3T17 EEUU: el peso exterior será positivo

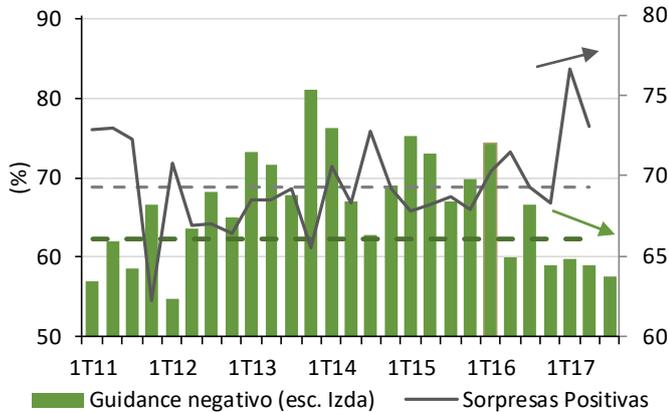
Los resultados empresariales acapararán la atención de los mercados en las próximas semanas, con la campaña correspondiente al 3T17, que se presenta, un trimestre más, positiva. De las 118 compañías que han publicado su *guidance* para el 3T17 hasta el momento, un 57% es negativo (considerando únicamente los *profit warning* que se sitúan al menos un 0,5% por debajo de lo que estima el consenso). Este nivel es significativamente inferior a la media histórica, que se sitúa por encima del 62%. Históricamente, y como vemos en el gráfico inferior izquierdo, cuando el **guidance negativo** de cara a una determinada campaña es inferior a la media, el porcentaje de sorpresas positivas durante la campaña suele superar a la media.

La campaña de resultados 3T17 se presenta positiva en EEUU.

No obstante, al menos **dos factores invitan a la cautela: 1) las exigentes valoraciones** a las que está cotizando el S&P 500 (PER 12m 18x); **2) los huracanes** registrados en el mes de septiembre en EEUU podría ser un factor negativo y las compañías podrían no haber tenido tiempo suficiente para valorarlo y lanzar al mercado un *profit warning* anterior al comienzo de la campaña de resultados.

Las valoraciones y el posible impacto de los huracanes invitan a la cautela.

Un mejor *guidance* vaticina sorpresas positivas



S&P 500 está cotizando a precios muy exigentes

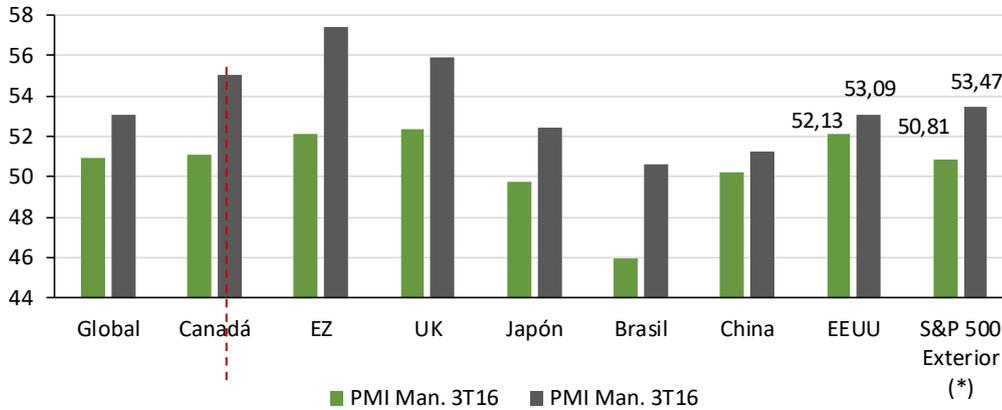


Fuente: FactSet y MacroYield. Nota: Tomamos como sorpresas positivas las que superan el 0,5% estimado por el consenso y el como *guidance negativo*, si está un 0,5% por debajo o más de lo que estima el consenso.

La **debilidad del dólar en el 3T17** (-3,3% a/a en el dólar efectivo) y la **mejoría en la actividad económica global** eleva las expectativas de beneficios de las **compañías con mayor peso exterior** por encima de la media del selectivo S&P 500. El **PMI manufacturero del S&P 500** medio del 3T17, que hemos calculado según el PMI de cada región ponderado por el peso que tiene cada región en las ventas del S&P 500, ha mejorado al PMI manufacturero de EEUU en el mismo trimestre y ha crecido más respecto a su media del 3T16.

Las compañías con mayor peso exterior podrían resultar las más favorecidas.

La mejoría en la actividad ha sido superior fuera de EEUU

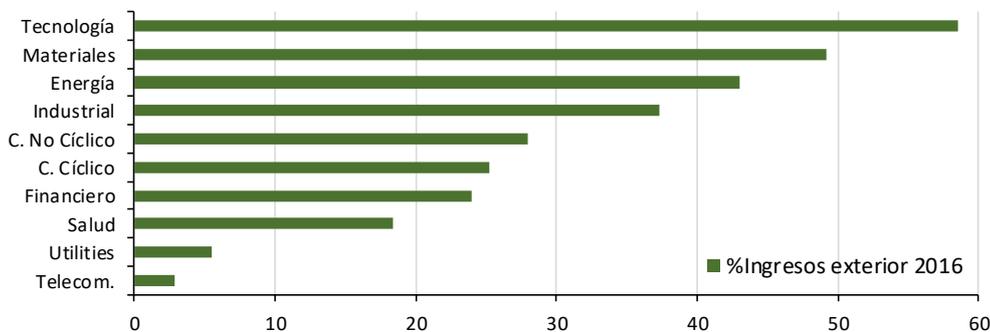


Fuente: FactSet y MacroYield

Nota: S&P 500 exterior: PMI manufact.ponderado según regiones por la exposición exterior de ventas'16 del S&P 500

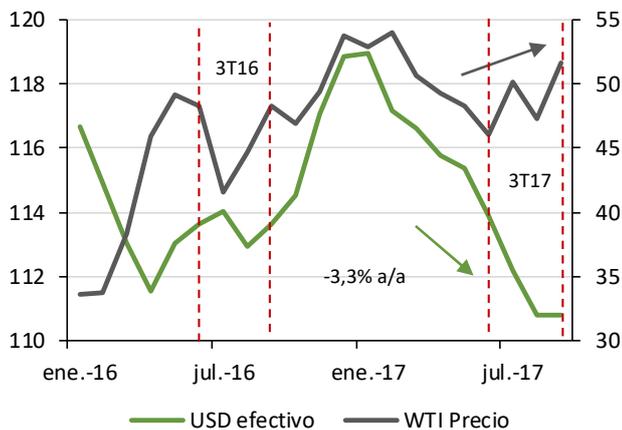
Los sectores más beneficiados por el peso del sector exterior serían el **Tecnológico**, el de **Materiales Básicos**, **Energía** y el sector **Industrial**. En el caso del sector **Energía**, el precio del crudo también influirá en positivo en el 3T17 (precio medio **WTI 3T17 vs. 3T16: +10,7%**).

Peso exterior de los distintos índices



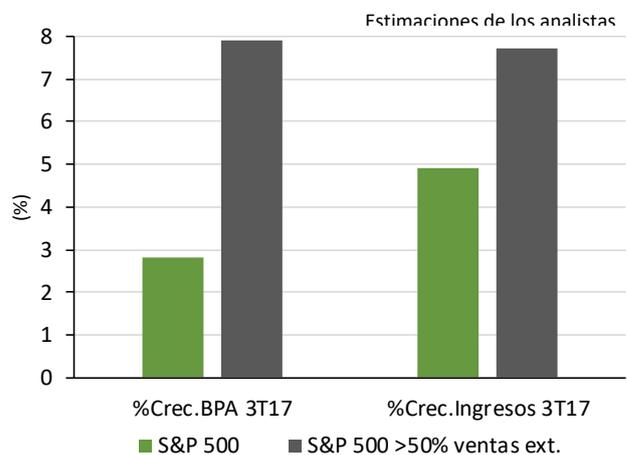
Fuente: FactSet y MacroYield

Caída del dólar y subida del WTI en el 3T17



Fuente: FactSet y MacroYield

Mejor percepción de los rdos de cías internacionales



El sector **Asegurador** es previsiblemente el que peor comportamiento mostrará en sus resultados en la campaña 3T17; ha tenido que enfrentarse a uno de sus peores trimestres como consecuencia del efecto de los **huracanes** registrados en EEUU y su peso exterior es moderado. Para el conjunto del **sector financiero**, los analistas están esperando una caída de los BPA del -10% en los resultados 3T17, lastrado principalmente por las caídas en el sector **asegurador** (-65%). No obstante -gráfico inferior izquierdo-, independientemente del sector asegurador, los analistas están esperando una ralentización importante en el sector financiero. Para el sector, **excluidos los seguros**, están estimando un incremento en los BPA del 4%, lejos del 8% que registró en el 2T17 y del 20% que registró en el 1T17. Los **Bancos** se encuentran presionados todavía en un entorno de tipos bajos, pero sobre todo la banca de inversión se está viendo lastrada por unos malos resultados en sus mesas de negociación de renta fija como consecuencia de la baja volatilidad de los mercados financieros.

El sector seguros es el mayor lastre para el sector financiero este trimestre, pero no el único.

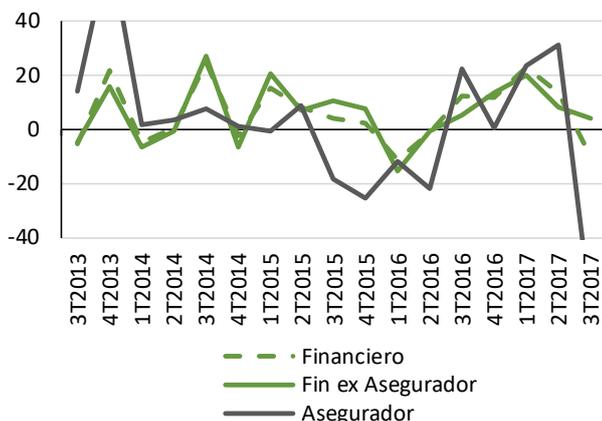
No sólo el sector Asegurador sufrirá las **consecuencias de los huracanes**, como ya se está reflejando entre las pocas compañías que ya han reportado sus cuentas hasta el momento (poco más del 5% de las compañías del S&P 500). Entre los distintos factores negativos que vienen comentando las compañías con impacto negativo sobre sus cuentas, los huracanes figuran entre los más enunciados, seguidos del **tipo de cambio** (caída del dólar, que impacta en negativo en las importaciones). De nuevo en ambos **casos las más afectadas serán las compañías con mayor exposición a la economía doméstica**.

Los huracanes y el debilitamiento del dólar afectarán más a las compañías con más peso doméstico.

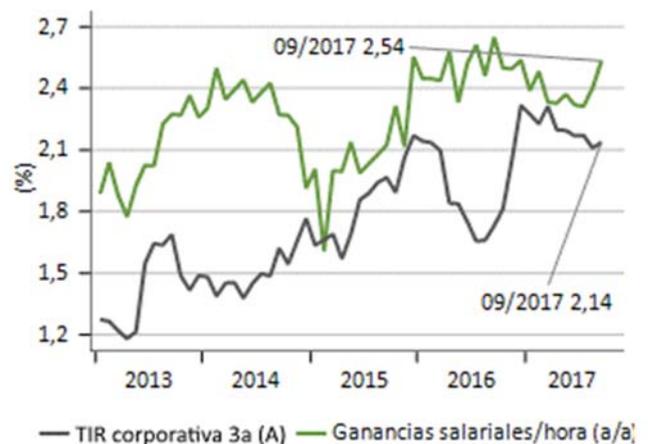
Otros aspectos que podrían comenzar a preocupar son la **subida de los salarios o de los tipos de interés**, pero como vemos en el gráfico inferior derecho, todavía es un aspecto poco relevante. En términos interanuales, el coste de la deuda corporativa y de los salarios se han incrementado muy moderadamente. No obstante, estos dos aspectos habrá que vigilarlos de cara al futuro, considerando el incremento en el endeudamiento de las empresas, las subidas de tipos futuras de la Fed y el repunte que están registrando los salarios en los últimos meses.

El coste de los salarios y de la deuda corporativa no parecen elementos preocupantes todavía.

El sector sufrirá no solo por Aseguradoras



Salarios y Tipos de interés todavía contenidos



Fuente: FactSet, Macrobond y MacroYield

Buscamos los sectores más atractivos en la campaña

Aspectos positivos de cara a la campaña de resultados 3T17: 1) el *guidance* proporcionado por las compañías mejora al de su media histórica, lo que vaticina una campaña con más sorpresas positivas; 2) la debilidad del dólar y la mejoría en la actividad de la economía global (mejor fuera de EEUU que en el propio EEUU) incidirán de forma positiva sobre todo en las compañías con mayor peso exterior.

Aspectos que invitan a la cautela: 1) las valoraciones se encuentran cotizando a precios muy exigentes en términos de PER 12 meses forward, con muchos valores cotizando en máximos históricos; 2) los huracanes y la debilidad del dólar incidirán de forma negativa sobre todo en las compañías con más peso de sus ventas en territorio nacional.

En la tabla de la izquierda, **buscamos los sectores que se presentan más atractivos de cara a la campaña y que podrían tener una mejor reacción en mercado** al presentar sus resultados. Lo realizamos según los siguientes criterios: 1) Relativo del PER 12m (actual vs. media de los últimos 5 años) y vs. el relativo del S&P 500 (**atractivo en precio**): los más atractivos según este criterio son Telecom y Real Estate; 2) Relativo *guidance* negativo proporcionado por las compañías vs. media 5 años y vs. Relativo S&P 500: los más atractivos son Energía y Financiero (buscamos **sorpresas positivas**); 3) Peso de las ventas 2016 en EEUU vs. exposición del S&P 500 de las ventas domésticas (buscamos **calidad en las cuentas**) y cuanto menor, más atractivo: los más atractivos serían Tecnología, Materiales o Industrial.

Si ponderamos todos los criterios por igual, los más atractivos de cara a la presente campaña resultarían: **Energía, Consumo no cíclico e Industriales.**

Atractivo de los sectores de cara a la campaña

| Relativo al S&P 500 | Relativo PER12m /media5a | Rel. Guidance negativo vs media5a | Peso doméstico vs. S&P 500 | Promedio de los distintos rankings |
|---------------------|--------------------------|-----------------------------------|----------------------------|------------------------------------|
| Energía | 5 | 1 | 3 | 3,00 |
| C. No Cíclico | 3 | 3 | 6 | 4,00 |
| Industrial | 9 | 5 | 4 | 6,00 |
| Materiales | 8 | 9 | 2 | 6,33 |
| Financiero | 10 | 2 | 8 | 6,67 |
| Real Estate | 2 | 6 | 12 | 6,67 |
| C. Cíclico | 6 | 7 | 7 | 6,67 |
| Utilities | 7 | 4 | 10 | 7,00 |
| Salud | 4 | 8 | 9 | 7,00 |
| Telecom. | 1 | 10 | 11 | 7,33 |
| Tecnología | 11 | 11 | 1 | 7,67 |

Indicadores de los sectores vs. media

| S&P 500 | PER actual | PER media 5a | %Guidance negativo | %Guidance media 5a | %peso dom. |
|---------------|------------|--------------|--------------------|--------------------|------------|
| S&P 500 | 17,97 | 15,68 | 61,00 | 72,00 | 70,2 |
| Energía | 28,92 | 27,21 | 0,00 | 76,86 | 57,0 |
| C. No Cíclico | 19,30 | 18,28 | 13,79 | 75,89 | 72,1 |
| Industrial | 18,49 | 15,72 | 17,54 | 72,97 | 62,7 |
| Materiales | 18,50 | 15,75 | 26,32 | 75,89 | 50,8 |
| Financiero | 14,28 | 12,14 | 10,52 | 70,05 | 76,0 |
| Real Estate | 18,08 | 17,73 | 20,83 | 72,97 | 100,0 |
| C. Cíclico | 20,10 | 18,41 | 20,63 | 72,00 | 74,8 |
| Utilities | 18,11 | 16,03 | 16,67 | 78,81 | 94,5 |
| Salud | 16,75 | 15,84 | 21,43 | 72,97 | 81,6 |
| Telecom. | 12,15 | 13,25 | 50,00 | 63,24 | 97,1 |
| Tecnología | 18,87 | 15,15 | 72,41 | 70,05 | 41,5 |

Fuente: FactSet y MacroYield. Tabla de la izquierda: Ordenada de mayor a menor atractivo (cada criterio está numerado de 1 al 11 de mayor a menor atractivo)

Información de contacto:

Antonio Zamora

 antoniozamora@macroyield.com

 +34 619 815 000

 Paseo de la Castellana 127

Patricia García

 patriciagarcia@macroyield.com

 +34 670 780 099

Información importante y de su interés

MacroYield, S.L. es una empresa de análisis de estrategia de mercados financieros independiente, inscrita en el Registro Mercantil de Madrid. Todas las recomendaciones de inversión siguen un proceso minucioso de análisis independiente, sin ningún tipo de motivación externa que pudiera influir en ellas, salvo, y exclusivamente, el interés de nuestros clientes.

Los análisis emitidos por MacroYield, S.L. están dirigidos exclusivamente a inversores institucionales que, tal como establece la Directiva europea sobre mercados de instrumentos financieros, son aquellos que tienen la experiencia y los conocimientos necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y para valorar los riesgos que asumen. Se consideran profesionales las entidades que deben ser autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros (entidades de crédito, empresas de inversión, compañías de seguros, organismos de inversión colectiva, fondos de pensiones e inversores institucionales en general), grandes empresas que cumplan determinados requisitos de fondos propios y volumen de negocio, gobiernos y organismos públicos. En principio, y salvo solicitud en contra, se presupone que un inversor profesional precisa un nivel de protección inferior al que la normativa establece para inversores particulares.

Ninguna parte de este documento puede ser copiada o duplicada de ningún modo, reproducida, redistribuida o citada sin el permiso previo por escrito de MacroYield, S.L. Queda prohibida la distribución del presente informe en Estados Unidos, y en todas aquellas jurisdicciones en que la misma pueda estar restringida por la ley.

Sistema de recomendaciones:

Las opiniones y recomendaciones que podrá encontrar en este informe, reflejan la opinión personal, independiente y objetiva de cada uno de los analistas de MacroYield, S.L. en el momento de la emisión de este informe y están basadas en hipótesis razonables sobre diversas variables en la fecha de publicación y, en su caso, en modelos de valoración propios disponibles en las bases de datos de MacroYield, S.L. La evolución posterior de alguna de las variables consideradas podría motivar un cambio de recomendación mediante un nuevo informe de análisis, sin que exista un calendario de revisiones de dichas recomendaciones previsto en todos los casos. La remuneración de los analistas que han elaborado este informe no está vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos.

El presente informe ha sido preparado por MacroYield, S.L., basado en información pública disponible y empleando información de fuentes consideradas fiables, pero MacroYield, S.L. no se hace responsable ante posibles errores en dichas fuentes ni en su elaboración, ni se responsabiliza de notificar cualquier cambio en su opinión o en la información contenida en el mismo o utilizada para su elaboración.

Este informe ha sido elaborado por MacroYield, S.L. con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y no asume el compromiso de comunicar posibles cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. En ningún caso el presente informe contiene recomendaciones personalizadas, y tampoco implica asesoramiento en materia de inversión. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base a ningún contrato o compromiso de inversión.

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

MacroYield, S.L. 2017. Todos los derechos reservados.