

27 de enero de 2016

Cierre de este informe:

7:45 AM

Bolsas	Último (*)	Anterior	% día	% año
Dow Jones Ind.	16.167	15.885	1,8%	-7,2%
S&P 500	1.904	1.877	1,4%	-6,9%
NASDAQ 100	4.234	4.197	0,9%	-7,8%
Nikkei 225	17.164	16.709	2,7%	-9,8%
EuroStoxx50	3.033	3.002	1,0%	-7,2%
IBEX 35	8.693	8.568	1,5%	-8,9%
DAX (ALE)	9.823	9.736	0,9%	-8,6%
CAC 40 (FRA)	4.357	4.311	1,1%	-6,0%
FTSE 100 (GB)	n.d.	6.255	n.d.	-5,3%
FTSE MIB (ITA)	18.924	18.641	1,5%	-11,6%
Australia	4.946	5.007	-1,2%	-6,6%
Shanghai A	2.880	2.878	0,1%	-22,2%
Shanghai B	342	341	0,2%	-19,8%
Singapur	2.565	2.546	0,7%	-11,0%
Corea	1.898	1.872	1,4%	-3,2%
Hong Kong	19.173	18.861	1,7%	-12,5%
India	24.522	24.486	0,1%	-6,1%
Brasil	37.497	38.031	-1,4%	-13,5%
México	41.932	41.476	1,1%	-2,4%

* Pueden no quedar recogidos los cierres de los índices asiáticos.

Majores subidas y bajadas	% diario	% diario
IBEX 35	1,5%	1,5%
ARCELORMITTA	7,6%	TECNICAS REU
OBRASCON HUA	5,8%	GRIFOLS SA
ACERINOX	5,3%	GAMESA
EuroStoxx 50	1,0%	1,0%
SIEMENS AG-R	8,6%	GENERALI ASS
KONINKLIJKE	6,1%	DEUTSCHE POS
E.ON SE	4,1%	SAFRAN SA
Dow Jones	1,8%	1,8%
3M CO	5,2%	COCA-COLA CO
JOHNSON&JOHI	5,0%	AMERICAN EXP
CHEVRON CORP	4,0%	VISA INC-CLA

Futuros	Último	Var. Pts.	% día
*Var. desde cierre nocturno.			
1er Vcto. mini S&P	1.888,50	0,50	0,03%
1er Vcto. EuroStoxx50	3.029	-10,0	-0,33%
1er Vcto. DAX	9.835,00	-29,50	0,00%
1er Vcto. Bund	161,83	0,00	0,00%

Bonos	26-ene	25-ene	+/- día	+/- año
Alemania 2 años	-0,46%	-0,45%	-0,8pb	-11,20
Alemania 10 añc	0,45%	0,47%	-2,5pb	-18,30
EEUU 2 años	0,84%	0,86%	-1,7pb	-20,8
EEUU 10 años	1,99%	2,00%	-0,7pb	-27,52
Japón 2 años	-0,013%	-0,022%	0,9pb	-0,40
Japón 10 años	0,220%	0,23%	-0,6pb	-4,50

Diferenciales renta fija en puntos básicos

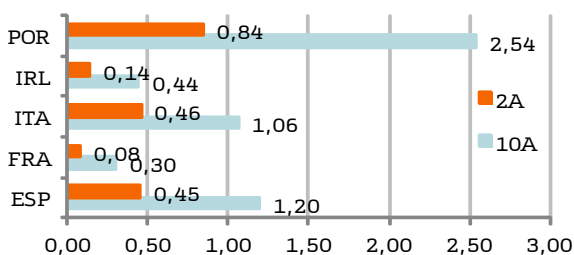
Divisas	26-ene	25-ene	%Var.día	% año
Euro-Dólar	1,0870	1,0849	+0,2%	+0,1%
Euro-Libra	0,7575	0,7614	-0,5%	+2,8%
Euro-Yen	128,72	128,34	+0,3%	-1,5%
Dólar-Yen	118,34	118,42	-0,1%	-1,6%

+/- día: en pb; %año: Var. desde cierre de año anterior

Materias primas	26-ene	25-ene	% día	% año
CRBs	163,20	160,97	1,4%	-7,7%
Brent (\$/b)	29,95	28,68	4,4%	-16,2%
West Texas(\$/b)	31,45	28,39	10,8%	-15,1%
Oro (\$/onza)*	1.119,92	1.107,96	1,1%	5,5%

* Para el oro \$/onza troy; cotización Mdo. de Londres

Primas de riesgo (bonos 10 y 2 años vs Alemania, p.p.)



Claves del día:

- ✓ Reunión de la Fed: posible modulación del lenguaje
- ✓ Rdos empresariales: en España B. Santander

Ayer: "Al fin el petróleo dio un respiro."

Sesión de menos a más en la que la estabilización del petróleo volvió a ser clave para imponer los avances en las bolsas europeas. Así, tras los descensos con los que abríamos la semana, el Ibex subía un +1,46% mientras el Eurostoxx lo hacía un +1,03%. Además, los datos macro que se publicaban en EE.UU. contribuían también a este desenlace. Por su parte, la renta fija también registraba aumentos de precio generalizados. La incertidumbre política no se dejaba notar sobre el 10A español, que estrechaba casi 7 p.b., ni sobre la subasta de letras que el Tesoro cerró con éxito. Finalmente, el euro registraba pocos cambios y cerraba la sesión en torno a 1,084.

Hora	País	Indicador	Periodo	Tasa	Est.	Ant.
16:00h	EEUU	Vtas. Vivienda nueva	Dic	000	500k	490k
20:00h	EEUU	Decisión tipos Fed (se espera estable en 0,25/0,50%)				

Próximos días, referencias más relevantes:

J;9:00h	ESP	Tasa de paro	4T	%s/pa.	21,2%	21,18%
J;10:30h	GB	PIB preliminar	4T	a/a	1,9%	2,1%
J;11:00h	UEM	Clima Empresarial	Ene	Ind.	0,40	0,41
J;14:30h	EEUU	Pedidos Bs Duraderos	Dic	m/m	-0,7%	0,0%
J;14:30h	EEUU	P. Bs. Ex Transporte	Dic	m/m	0,0%	0,0%
V;s/h	JAP	Decisión Pca. Monet.		Blns ¥	¥80t	¥80t
V;9:00h	ESP	PIB preliminar	4T	a/a	3,4%	3,4%
V;9:00h	ESP	IPC preliminar	Ene	a/a	0,1%	0,0%
V;11:00h	UEM	IPC preliminar	Ene	a/a	0,4%	0,2%
V;14:30h	EEUU	PIB, 1ª estimación	4T	t/t an.	0,8%	2,0%

Hoy: "En manos de Yellen."

La cita indiscutible del día será el comunicado posterior a la reunión de la Fed. Después de que el BCE lanzará un mensaje pro-mercado y ayudara a enderezar el rumbo de las bolsas, hoy le llegará el turno a Yellen. La Fed se enfrenta a una situación más difícil: el empeoramiento del escenario en mercados se ha producido justo después de iniciar su proceso de subidas de tipos. Sin embargo, pensamos que no defraudará. Al final EE.UU. no es inmune a la ralentización china y mucho menos a la apreciación del dólar. De hecho, diferentes indicadores macro ya empiezan a mostrar cierta desaceleración (como ejemplo, el ISM Manufacturero de diciembre). Por ello, esperamos que la Fed module su mensaje y consiga reafirmar la idea de que el proceso de subidas será muy gradual. Un comunicado en esta línea reforzaría la idea de que los bancos centrales van a seguir dando soporte al mercado y ayudarán a reconducir el dramático arranque de año. Además, si se cumplen las expectativas y los inventarios semanales de crudo caen, tendremos un motivo más para ver una sesión positiva para los parqués. En clave local, los resultados del B. Santander cumplen con expectativas.

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada Eva del Barrio Pilar Aranda Belén San José Ramón Carrasco
 Ana de Castro Jesus Amador Rafael Alonso Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www/es-es/cqj/broker+asesoramiento> Avda de Bruselas, 12 28108 Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho del su ratón.

1.- Entorno Económico

EE.UU.- (i) El Índice S&P/Case-Shiller, que analiza la evolución en el nivel de precios de las mayores 20 ciudades americanas (tasa interanual), sorprendió ligeramente al alza en noviembre: +5,83% vs +5,69% esperado vs +5,50% en octubre (revisado a la baja desde +5,54%). En términos intermensuales el indicador también aumentó más de lo estimado hasta +0,94% vs. 0,80% esperado y 0,78% previo (revisado a la baja desde 0,84%). **(ii) El índice de Confianza del Consumidor** del mes de enero batía expectativas situándose en 98,1 (frente al 96,5 estimado) y el dato anterior se revisaba hasta 96,3 desde 96,5 comunicado previamente. **(iii) El Índice de Actividad Manufacturera de la Fed de Richmond** del mes de enero quedaba en 2, cumpliendo expectativas, pero por debajo del 6 anterior.

Link a la nota del índice S&P/Case-Shiller:

https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=ASES&subs=IMAS&nombre=EEUU_Precio_vvda_SPCaseShiller_Nov15.pdf

Link a la nota de Confianza del Consumidor:

https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=ASES&subs=IMAS&nombre=EEUU_Confianza_del_consumidor_Enero15.pdf

ESPAÑA.- (i) El Tesoro español colocaba 2.548M€ en letras, superando la parte alta del rango indicativo que esperaba colocar (1.500M€/2.500M€) y a unos tipos de interés inferiores a los de la subasta previa. En concreto: 351M€ a 3 meses (vs. 1.210M€ en la subasta previa) a un tipo medio de -0,268% (vs. -0,184% previo) con un ratio de cobertura de 8,58 (vs. 1,39 anterior) y 2.197M€ a 9 meses (vs. 1.723M€ en la subasta anterior) a un tipo medio de -0,085% (vs. -0,010% de la subasta anterior) y con un ratio de cobertura de 2,0 (vs. 2,29 previo). **(ii) El déficit de las Comunidades Autónomas** alcanzó los 14.200M€ hasta noviembre, lo que supone el 1,3% del PIB y es una cifra superior al objetivo para el conjunto de 2015, 0,7% del PIB. Como referencia, en 2014 el déficit fue menor, 13.972M€, lo que supuso 1,66% sobre el PIB. Este incremento en el nivel de déficit de las Comunidades Autónomas se ha producido en un contexto de incremento de ingresos y de aumento de los fondos procedentes del Estado que se elevaron en 1.000M€.

REINO UNIDO.- El Índice de Precios de Vivienda Nationwide quedaba en +4,4% en enero en tasa interanual, por debajo del +4,7% estimado y del +4,5% anterior.

CHINA.- El banco central del país, PBOC, podría haberse dirigido a diferentes entidades localizadas en Hong Kong solicitando que limiten o incluso suspendan los préstamos denominados en yuan *offshore*. Con esta medida la institución buscaría limitar la liquidez y luchar contra las ventas en corto que pesan sobre la divisa. Estas medidas irían en la misma línea que las implementadas para reducir el volumen de negociación en bolsa y así luchar contra las importantes caídas que sufrían los parqués chinos el verano pasado.

EE.UU./FED.- Hoy se celebra la primera reunión de la Fed (FOMC) de 2016 con 4 cambios en el consejo, de manera que, resumidamente, se puede decir que sale 1 hawkish (duro) y entran 4, de manera que el balance sigue estando a favor de los dovish (blandos), pero menos que en 2015: 3 a 7 vs 1 a 9 en 2015. Salen: Evans (dovish), Lockhart (dovish), Williams (dovish) y Lacker (hawkish). Entran: L. Mester (hawkish), Rosengren (hawkish), E. George (hawkish) y Bullard (dovish). Permanecen: Yellen (Gobernadora), Dudley, Brainard, Fisher, Powell y Tarullo (todos ellos más bien dovish). **OPINIÓN:** En cuanto al desenlace de la reunión de hoy, creemos que repetirá tipo director en la banda 0,25%/0,50% después de haber subido en diciembre +25 p.b., pero algo debería cambiar en el mensaje y/o en las respuestas de Yellen durante la rueda de prensa para transmitir la idea de que la Fed tiene en cuenta lo que viene sucediendo en el mercado y a la vista de que no todos los indicadores macro siguen siendo tan sólidos como antes, de manera que debería proporcionar algo de respaldo a las bolsas y a la visión sobre el ciclo económico global. Puede que tenga algo más difícil hacer esto una vez que la proporción de miembros hawkish aumenta y por eso es importante tener en cuenta los cambios comentados en el Consejo, aunque Yellen - quien es eminentemente dovish - dispone en la práctica casi de libertad absoluta durante la rueda de prensa para manejar el mensaje... el cual es hoy especialmente importante para el mercado. Nosotros hemos apostado por una estabilización del mercado y posterior rebote lento a lo largo de la semana pasada y la actual en base a los mensajes de los bancos centrales:

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada Eva del Barrio Pilar Aranda Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)

Ana de Castro Jesús Amador Rafael Alonso Belén San José Esther G. de la Torre

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento> 28108 Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho del su ratón.

BCE la semana pasada, que funcionó; Fed hoy, con la expectativa comentada; BoJ el viernes, cuyo gobernador (Kuroda) podría ser más expresivo de lo que es habitual en él. Creemos que el plazo que nos hemos dado funcionará, sobre todo después de las declaraciones de Draghi el jueves pasado. Veremos hoy la Fed.

SECTOR PETROLERO.- Fuerte subida del crudo ayer (WTI +3,66% y Brent +4,26%) ante los rumores de que Arabia Saudí podría estar rebajando su posicionamiento respecto a su negativa a un posible acuerdo del cartel para reducir producción de crudo. Estos rumores aparecen a raíz de la rueda de consultas que está llevando el Presidente de turno de la OPEP (desde el 1 enero 2016 es Catar) respecto a este punto. La próxima cumbre ordinaria de la OPEP está prevista para el próximo 2 de junio en su sede Viena (Austria).

Leer más en la web:

<https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=ASES&subs=IMAS>

2.- Bolsa española

BANCO SANTANDER (Neutral; Cierre: 3,99€; Pr.Obj. 5,80€): Los resultados en 2015 cumplen con las expectativas y el Core Capital alcanza el 10,05% pero el ROTE disminuye hasta el 9,8% (vs 11,3% en 3T'15). - Principales cifras comparadas con el consenso (Reuters). El Margen Bruto (ingresos totales) alcanza 45.272 M€ (+6,2% vs +8,9% en 9M'15 vs +11,9% en 1S'15) vs 45.100 M€ esperado, el Margen neto (margen de explotación antes de provisiones) se sitúa en 23.702 M€ (+5,0% vs +8,8% en 9M'15 vs +12,9% en 1S'15) y el **BNA alcanza 6.566 M€ (+12,9% vs +17,1% en 9M'15 vs +24,3% en 1S'15)** vs 6.606 M€ esperados. **OPINIÓN:** Reino Unido continúa siendo la principal fuente de resultados (23,0% del total) del banco que junto a Brasil (19,0%) y España (12,0%) son los principales motores del crecimiento. **La evolución de la cuenta de P&G presenta signos de desaceleración** y el impacto negativo de los tipos de cambio se refleja en el 4T'15 estanco (el BNA del 4T'15 se sitúa en 1.460 M€; -13,1%). Los ingresos en términos constantes (ex - tipo de cambio) aumentan +5,6% (vs +7,0% en 9M'15) mientras que los costes mantienen un ritmo de crecimiento del +6,9% por lo que **la cuenta de P&G viene soportada por la caída en el coste del riesgo** (las provisiones descienden -4,3% y -4,0% en términos constantes). **La morosidad desciende hasta el 4,36%** (vs 4,50% en 3T'15 vs 4,64% en 2T'15) y la tasa de cobertura mejora hasta el 73,1% (vs 71,0% en 3T'15 vs 70,1% en 2T'15). **La ratio de capital CET1 (fully loaded) aumenta hasta el 10,05%** (vs 9,85% en 3T'15 vs 9,83% en 2T'15) aunque el ROTE se sitúa en el 9,8% (vs 11,3% en 3T'15 vs 11,4% en 2T'15). Por áreas geográficas, las principales divisiones vuelven a registrar tasas de crecimiento de doble dígito aunque a un ritmo inferior al de otros trimestres, especialmente en Reino Unido donde la cuenta de P&G viene soportada por la fuerte caída de las provisiones (-70,9%). El BNA en Reino Unido alcanza 1.430 M€ (+14,0% vs; +28,0% en 9M'15) y en España (BNA: 977 M€; +18,2%). Cabe destacar sin embargo, la evolución de **Brasil donde a pesar de la dificultad del entorno y el aumento en provisiones (+4,7%), obtiene un BNA de 1.631 M€ (+32,7% vs +22,0% en 9M'15)**. En el resto de áreas, cabe destacar la evolución de **EE.UU cuyo BNA desciende - 34,2% hasta 752 M€** debido al incremento de costes (+12,9% y al mayor esfuerzo en provisiones que aumentan +16,2%). En relación a la evolución de los volúmenes de negocio, el crédito a nivel consolidado presenta un crecimiento de +6,4% (vs +7,0% en 9M'15).

REPSOL (Vender; Cierre: 9,025€; Var. Diaria +4,30%): Hoy Consejo de la petrolera.- **OPINIÓN:** Pensamos que hoy podrían adoptar/anunciar una batería de medidas para hacer frente al deterioro de la cuenta de resultados como consecuencia de la caída en la cotización del crudo. Entre las alternativas con las que cuenta la petrolera son cortar dividendo, mayor reducción del *capex*, vender algo de su 30% en Gas Natural y racionalizar la compra de Talisman. Por otro lado, deberán dotar alguna provisión por el deterioro de las reservas. Estas podrían rondar los 1.500M€.

3.- Bolsa europea

NOVARTIS (Cierre: 83,65 CHF; Var. Día: +0,9%): Decepcionantes resultados del 4T'15 y para el conjunto del 2015-. (i) Principales cifras del 4T 2015 comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg): Ingresos 12.520M\$ (-4%) vs. 12.800M\$ estimado; Beneficio operativo 1.677M\$ (-29%) y Beneficio Neto de operaciones continuadas 1.054M\$ (-57%). (ii) Principales cifras del conjunto del año comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg): Ingresos 49.414M\$ (-5%) vs. 49.933M\$

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada Eva del Barrio Pilar Aranda Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)

Ana de Castro Jesús Amador Rafael Alonso Belén San José Esther G. de la Torre

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento>

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avda de Bruselas, nº 12

28108 Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho del su ratón.

estimado, Beneficio operativo 8.977M\$ (-19%) y Beneficio Neto de operaciones continuadas 7.028M\$ (-37%), BPA 2,71\$ vs. 2,9\$ estimado. Los dividendos también quedan por debajo de estimaciones: 2,70 CHF/acc. vs. 2,80 CHF/acc. estimado. Para el 2016 esperan que las ventas y los beneficios no varíen mucho respecto al 2015. **OPINIÓN:** Se trata unos resultados francamente débiles. No sólo quedan por debajo de las estimaciones de consenso de mercado, sino que tampoco se aproximan al propio objetivo fijado por la compañía. Esperaba cerrar el año con un crecimiento del beneficio cercano a +10%, confiando en una fuerte mejora de las ventas de su nuevo medicamento para el corazón Entresto (Ventas 4T '15: 5M\$ y Ventas 2015: 21M\$), pero éstas no ha sido suficientes para compensar otros factores. Los resultados del 4T se han visto fundamentalmente penalizados por dos factores: (i) Las ventas de la unidad Alcon (para el cuidado de los ojos) han caído en picado en el 4T '15: 2.349 M\$ (-13%), acumulando una caída en el año de -9% (ii) La fortaleza del dólar erosiona el valor de los ingresos globales. Estas cifras deberían pesar negativamente sobre la cotización del valor, ya que además el *guidance* para este año no ofrece mejoras.

4.- Bolsa americana y otras

S&P por sectores.-

Los mejores: Petróleo & Gas +3,8%; *Telecos* +1,9%; Industriales +1,8%

Los peores: *Utilities* +0,8%; Salud +0,8%; Tecnología +0,9%

Las noticias más importantes de compañías estadounidenses están relacionadas con los resultados empresariales presentados ayer:

AYER publicar (principales compañías; BPA real vs esperado): Du Pont (0,27\$ vs. 0,258\$e), Procter&Gamble (1,04\$ vs. 0,979\$e), Lockheed Martin (3,01\$ vs. 2,940\$e), Coach (0,68\$ vs. 0,662\$e), J&J (1,44\$ vs. 1,419\$e), 3M (1,66\$ vs. 1,622\$e), Capital One (1,67\$ vs. 1,608\$e), Apple (3,28\$ vs. 3,227\$e), AT&T (0,63\$ vs. 0,633\$e).

Entre las **compañías que MEJOR EVOLUCIÓN** presentaron ayer destacan: (i) **COACH (33,3\$; +9,8%)**, con un BPA de 0,68\$ frente a 0,66\$ estimado y un incremento en ingresos de +4% gracias a una mejora de los diseños que ha contribuido a que la compañía pueda vender con márgenes más altos y recurrir en menor medida a las ventas especiales en rebajas. (ii) **3M (144,78\$; +5,2%)**; registró la mayor subida en una sesión desde 2011 tras presentar un BPA de 1,66\$ frente a 1,62\$. A pesar de que los ingresos descendieron -5,4% hasta 7.300 M.\$, el mercado valoró de forma muy positiva los recortes de costes ejecutados, que han permitido a la compañía soportar el efecto negativo de la apreciación del dólar y mantener su *guidance* para el conjunto de 2016 con un BPA en el rango 8,10\$ / 8,45\$. (iii) **JOHNSON & JOHNSON (101,18\$; +5,0%)** rebotó con fuerza tras presentar un BPA de 1,44\$ vs. 1,419\$e, apoyado en la evolución positiva de las ventas de sus medicamentos contra la artritis (Remicade) y contra la psoriasis (Stelara), lo que ha permitido compensar el descenso en las ventas de dispositivos médicos. (iv) **PROCTER&GAMBLE (78,81\$; +2,85%)** presentó un BPA de 1,04\$ vs. 0,979\$e. A pesar de que las ventas descendieron -9% hasta 16.900 M.\$ (en línea con las expectativas del consenso), los resultados tuvieron un acogida favorable gracias al buen momento del mercado estadounidense, donde han aumentado las ventas de productos con márgenes más elevados. P&G espera cerrar el año 2016 con un incremento del BPA en la parte baja del rango +5% / +9% excluyendo el efecto de los tipos de cambio.

Por otra parte, **APPLE (99,99\$; +0,55%)** presentó resultados levemente superiores a las expectativas, con un BPA de 3,28\$ frente a 3,227\$ estimado, un beneficio neto de 18.400 M.\$ y unos ingresos de 75.872 M.€ (+1,7%), con el siguiente desglose geográfico: EE.UU.: 29.325M\$ (-4,06%); Europa 17.932M\$ (+4,1%); China 18.373M\$ (+13,8%) y Japón 4.794M\$ (-12,0%) y Resto de Pacífico 5.448M\$ (+4,2%). Sin embargo, **la acogida en el mercado de los resultados será probablemente negativa** por las siguientes razones: (i) las **ventas de iPhone** ascendieron a 74,7M uds. (+0,42%), uno de los **menores crecimientos intertrimestrales** desde su lanzamiento; (ii) las **ventas de iPad** se sitúan en 16,1 M. uds. (-24,7%), lo que supone el **8º trimestre consecutivo de descenso**. (iii) La

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada Eva del Barrio Pilar Aranda Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)

Ana de Castro Jesús Amador Rafael Alonso Belén San José Esther G. de la Torre

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www/les-es/cgi/broker+asesoramiento> 28108 Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho del su ratón.

compañía prevé obtener unos ingresos en el rango 50.000 M\$ / 53.000 M.\$ en 1T'16 (frente a 55.000 M.\$ estimado). Se trata de un **guidance decepcionante**, ya que supondría el primer descenso trimestral en la cifra de ventas desde 2003. **(iv)** Tim Cook, CEO de la compañía, ha admitido que se advierten algunos **síntomas de debilidad en China**, que es el mercado más importante para la compañía tras EE.UU. **(v)** La compañía no desglosa las **ventas de iWatch** y las agrupa en "Otros", lo que sugiere que su incremento no es destacable y el nuevo producto no será capaz de compensar el menor crecimiento en las ventas de iPhone. En consecuencia, **mantenemos la recomendación de venta de Apple**, una compañía que **sacamos** de nuestra cartera modelo **Top Selección USA** desde el 24 de julio del año pasado con una cotización de 124,5\$ (-20% desde entonces), aludiendo a la excesiva dependencia de un producto como el iPhone que está mostrando una clara desaceleración, la gran exposición a un mercado cuyo crecimiento se ralentiza como China y la escasa penetración de iWatch.

En una jornada claramente positiva en Wall Street, se registraron pocos descensos. No obstante, entre los **valores que PEOR EVOLUCIÓN** ofrecieron ayer se encuentra **HUNTINGTON BANCSHARES (8,05\$; -8,0%)**, penalizado tras su decisión de lanzar una OPA sobre su rival FirstMerit por 5\$ en efectivo y 1,72 acciones para fortalecer su presencia en el sector bancario de Ohio.

HOY publican (principales compañías; hora; BPA esperado): Boeing (pre-apertura; 1,27\$), United Technologies (pre-apertura; 1,52\$), Biogen (pre-apertura; 4,07\$), EMC (13:00h; 0,65\$), Texas Instruments (22:30h; 0,694\$). Tras el cierre del mercado: Qualcomm (0,909\$e); eBay (0,497\$e); Facebook (0,678\$e) y PayPal (0,345\$e).

S&P 500, SALDO DE RESULTADOS 4T PUBLICADOS: Con 99 compañías publicadas; el BPA medio ajustado arroja una caída de -3,5% vs -6,7% estimado para el total del S&P 500 antes del inicio de publicación de resultados y frente a -2,32% en el 3T (aunque se esperaba -6,9%). El 76,8% han batido estimaciones vs 69,5% en el 3T, el 7% en línea con las expectativas vs 8,6% en el 3T y el 16,2 % han quedado por debajo vs 21,9% en el 3T.

Horas de cierres de mercados: España y resto Eurozona 17:30h, Alemania 19h, EE,UU, 22:00h, Japón 8:00h

Metodologías de valoración aplicadas (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value, PER teórico.

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada

Eva del Barrio

Pilar Aranda

Ramón Carrasco

Ana Achau (Asesoramiento)

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Ana de Castro

Jesús Amador

Rafael Alonso

Belén San José

Esther G. de la Torre

Avda de Bruselas, nº 12

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento>

28108 Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho del su ratón.

Evolución del riesgo de crédito

Evolución reciente: Los datos del BdE muestran un nuevo descenso de la morosidad en noviembre de 2015 hasta el 10,35% (vs 10,56% anterior). La tasa de mora acumula así una caída de -216 pb YTD (-238 pb a/a). El desglose por segmentos (a sept. 2015) pone de manifiesto una mejora significativa en el negocio de empresas (-486 pb YTD), especialmente en el mercado inmobiliario (-736 pb YTD). En particulares, la tasa de mora del mercado hipotecario continúa siendo la más baja de todos los segmentos y se sitúa en el 5,0% (-92,1 pb YTD) mientras que la calidad del crédito al consumo se deteriora al repuntar la morosidad hasta el 9,8% (vs 9,6% en junio).

Opinión: La mejora en los índices de actividad (el PIB crece +3,4% en 3T'15), la reducción en la tasa de paro (actualmente en 21,4% vs 26,3% en 2013) y los bajos tipos de interés, favorecen la caída en el saldo de dudosos y la reducción de la tasa de mora en un entorno marcado por el desapalancamiento del sector privado (el stock de crédito cae -4,6% en hipotecario y -5,3% en empresas).

Nuestra visión: A pesar de mejora en el saldo de dudosos, la tasa de mora total continúa siendo elevada y se encuentra notablemente alejada de la media registrada durante los últimos diez años (en torno al 6,5%) y de los mínimos alcanzados en marzo de 2007 (0,75%). Desde nuestro punto de vista, es fundamental que la morosidad continúe bajando durante los próximos trimestres para que el esfuerzo en provisiones de las entidades siga reduciéndose.

En este entorno además de la reactivación en la demanda de crédito y la caída en el saldo de dudosos, es aconsejable que las entidades con mayor tasa de mora implementen estrategias de venta de activos en el mercado mayorista (institucional) para reducir el peso de los activos improductivos más rápidamente. Así el BCE ha manifestado recientemente su interés en monitorizar la calidad crediticia y la gestión de la morosidad realizada por las entidades con el objetivo de implementar las mejores prácticas y reducir el volumen de activos improductivos. Entendemos por tanto que el BCE realizará recomendaciones concretas a las entidades que posiblemente implementarán estrategias de venta de activos si las condiciones del mercado de capitales (demanda y precios) lo permiten.

El interés del BCE en este aspecto, ha generado volatilidad e incertidumbre en los mercados de capitales ante el riesgo de mayores esfuerzos en provisiones y/o exigencias de capital. En este sentido, el presidente del BCE ha manifestado recientemente lo siguiente: (i) la institución es consciente del tiempo necesario para reducir la cartera de activos improductivos, (ii) el BCE está realizando un enfoque granular sobre las carteras identificadas en el proceso de análisis de balances "AQR" y (iii) el BCE no prevé nuevos esfuerzos en provisiones o exigencias de capital a corto plazo.

Indicadores de Riesgo I

% Morosidad	nov.-15	sep.-15	jun.-15	mar.-15	dic.-14
Total	10,35%	10,66%	11,00%	12,09%	12,51%
% Morosidad	sep.-15	jun.-15	mar.-15	dic.-14	dic.-13
- Hipotecario	5,0%	5,2%	5,8%	5,9%	6,0%
- Consumo	9,8%	9,6%	11,0%	11,4%	12,0%
Empresas	15,4%	16,2%	17,6%	18,5%	20,3%
Industria	11,7%	11,8%	12,6%	12,8%	13,1%
Comercio	13,7%	13,7%	15,6%	15,3%	15,1%
Construcción	29,2%	29,8%	32,1%	32,6%	34,3%
Inmobiliario	30,6%	32,1%	34,7%	36,2%	38,0%
Var. a/a saldos dudosos	nov.-15	sep.-15	jun.-15	mar.-15	dic.-14
Total	-21,3%	-20,9%	-19,8%	-13,8%	-12,5%
Var. a/a saldos dudosos	sep.-15	jun.-15	mar.-15	dic.-14	dic.-13
- Hipotecario	-19,4%	-18,6%	-10,9%	-5,4%	42,9%
- Consumo	-15,6%	-16,9%	-9,0%	-5,2%	13,1%
Empresas	-22,8%	-20,4%	-15,3%	-14,7%	13,7%
Industria	-12,6%	-13,8%	-9,4%	-5,3%	26,9%
Comercio	-13,4%	-1,7%	4,0%	-0,7%	31,4%
Construcción	-24,4%	-24,0%	-19,8%	-21,3%	4,7%
Inmobiliario	-28,8%	-27,5%	-21,4%	-19,0%	3,2%

Fuente: Bloomberg & BdE.

Indicadores de Riesgo II

Colateral Inmobiliario	sep.-15	jun.-15	mar.-15	dic.-14	dic.-13
Var. a/a Ventas Vivienda	16,3%	16,6%	5,0%	19,5%	-30,4%
Var. a/a Precio Viviendas	4,5%	4,0%	1,5%	1,8%	-7,8%
Var. a/a Precio Oficinas	19,3%	33,6%	47,4%	20,0%	18,4%

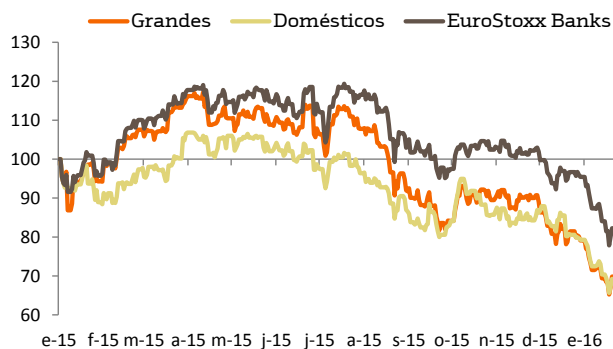
Fuente: INE & Bloomberg

Tasa de Morosidad: Entidades cotizadas

% Morosidad	sep.-15	jun.-15	mar.-15	dic.-14	dic.-13
Santander España	6,61%	6,91%	7,25%	7,38%	7,49%
Santander Grupo	4,50%	4,64%	4,85%	4,65%	5,61%
BBVA España	6,70%	6,80%	5,90%	6,00%	6,40%
BBVA Grupo	5,60%	6,10%	5,60%	5,80%	6,80%
Media B. Grandes	6,66%	6,86%	6,58%	6,69%	6,95%
Caixabank	8,70%	9,00%	9,70%	9,70%	11,70%
Bankia	11,4%	12,2%	12,6%	12,9%	14,7%
Sabadell España	10,4%	11,0%	11,7%	12,9%	13,6%
Sabadell Grupo	8,5%	9,0%	11,7%	12,9%	13,6%
Popular	13,1%	13,2%	13,3%	13,8%	14,4%
Liberbank	10,4%	10,3%	10,7%	10,6%	10,4%
Media B. Domésticos	10,8%	11,1%	11,6%	12,0%	13,0%

Fuente: Memoria de las compañías

Evolución relativa en Bolsa



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

Múltiplos de Valoración

	% Revalorización		PER		P/VC	Div
	1M	YTD	15 e	16 e	15 e	Yield e
Santander	-17,8	-15,4	8,2 x	7,8 x	0,6 x	5,1%
BBVA	-16,9	-14,4	11,5 x	8,4 x	0,8 x	5,4%
Media B. Grandes	-17,3	-14,9	9,8 x	8,1 x	0,7 x	5,3%
Caixabank	-19,1	-17,4	12,6 x	9,8 x	0,6 x	5,6%
Bankia	-14,2	-13,7	9,9 x	9,8 x	0,9 x	3,1%
Sabadell	-15,4	-13,4	11,5 x	8,9 x	0,6 x	3,5%
Popular	-27,1	-25,8	14,8 x	9,6 x	0,4 x	2,5%
Liberbank	-30,9	-33,0	7,0 x	8,0 x	0,4 x	3,5%
Media B. Domésticos	-21,3	-20,6	11,1 x	9,2 x	0,6 x	3,6%
EuroStoxx Banks	-18,7	-17,6	8,4 x	7,2 x	0,5 x	5,2%

Fuente: Bloomberg.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada

Jesús Amador

Pilar Aranda

Esther Guitierrez

Belén San José

Eva del Barrio

Ana de Castro

Ramón Carrasco

Ana Achau (Asesoramiento)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>
 Avd. Bruselas, n° 12
 28108, Alcobendas (Madrid)