

4 de diciembre de 2015

Cierre de este informe:

7:37 AM

Claves del día:

- ✓ Cifras de empleo en EEUU.
- ✓ Reunión de la OPEP en Viena.

Bolsas	Último (*)	Anterior	% día	% año
Dow Jones Ind.	17.478	17.730	-1,4%	-1,9%
S&P 500	2.050	2.080	-1,4%	-0,5%
NASDAQ 100	4.607	4.686	-1,7%	8,7%
Nikkei 225	19.504	19.940	-2,2%	11,8%
EuroStoxx50	3.343	3.469	-3,6%	6,3%
IBEX 35	10.093	10.342	-2,4%	-1,8%
DAX (ALE)	10.789	11.190	-3,6%	10,0%
CAC 40 (FRA)	4.730	4.906	-3,6%	10,7%
FTSE 100 (GB)	6.275	6.421	-2,3%	-4,4%
FTSE MIB (ITA)	21.996	22.552	-2,5%	15,7%
Australia	5.152	5.228	-1,5%	-4,8%
Shanghai A	3.695	3.754	-1,6%	9,0%
Shanghai B	384	387	-0,6%	32,2%
Singapur	2.870	2.884	-0,5%	-14,7%
Corea	1.974	1.994	-1,0%	3,1%
Hong Kong	22.180	22.417	-1,1%	-6,0%
India	25.676	25.887	-0,8%	-6,6%
Brasil	46.393	44.915	3,3%	-7,2%
México	43.027	43.417	-0,9%	-0,3%

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

Majores subidas y bajadas			
Ibex 35	% diario		% diario
CAIXABANK S.	1,3%	ACS	-4,5%
BANCO SABADE	1,0%	DISTRIBUIDOR	-4,4%
BANCO POPULA	0,1%	OBRASCON HUA	-3,7%
EuroStoxx 50	% diario		% diario
E.ON SE	-0,3%	DAIMLER AG	-5,3%
VOLKSWAGEN-F	-1,0%	AIRBUS GROUP	-5,3%
IBERDROLA SA	-1,7%	DANONE	-5,1%
Dow Jones	% diario		% diario
WAL-MART STO	1,2%	TRAVELERS CO	-3,0%
GENERAL ELEC	0,2%	NIKE INC -CL	-2,7%
PROCTER & GA	-0,1%	GOLDMAN SACH	-2,7%

Futuros			
	Último	Var. Pts.	% día
*Var. desde cierre nocturno.			
1er Vcto. mini S&P	2.054,75	1,25	0,06%
1er Vcto. EuroStoxx50	3.354	48,0	1,45%
1er Vcto. DAX	10.827,00	143,00	0,00%
1er Vcto. Bund	156,11	0,80	0,52%

Bonos	03-dic	02-dic	+/- día	+/- año
Alemania 2 años	-0,31%	-0,44%	13,3pb	-21,20
Alemania 10 añc	0,67%	0,47%	19,6pb	12,50
EEUU 2 años	0,95%	0,93%	1,6pb	28,6
EEUU 10 años	2,31%	2,18%	13,4pb	14,24
Japón 2 años	-0,015%	-0,005%	-1,0pb	0,60
Japón 10 años	0,318%	0,32%	-0,3pb	-1,30

Diferenciales renta fija en puntos básicos

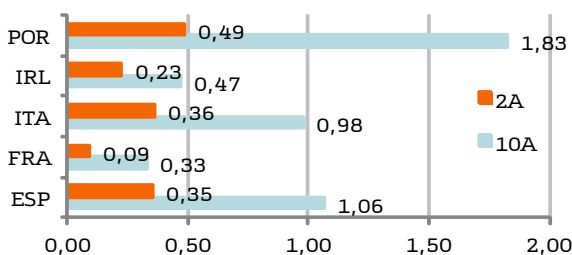
Divisas	03-dic	02-dic	%Var.día	% año
Euro-Dólar	1,0940	1,0615	+3,1%	-9,6%
Euro-Libra	0,7223	0,7100	+1,7%	-7,0%
Euro-Yen	134,13	130,83	+2,5%	-7,4%
Dólar-Yen	122,68	122,61	+0,1%	+2,4%

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

Materias primas	03-dic	02-dic	% día	% año
CRBs	183,82	181,36	1,4%	-20,3%
Brent (\$/b)	42,99	41,87	2,7%	-22,9%
West Texas(\$/b)	41,08	39,94	2,9%	-22,9%
Oro (\$/onza)*	1062,18	1053,70	0,8%	-10,4%

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

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



Ayer: "Draghi decepciona pero no todo es negativo."

El mercado estaba ansioso por escuchar a Draghi ayer pero esta vez el italiano no cumplió con lo esperado ya que la rebaja del tipo de depósito se quedó en -0,10 p.b. hasta -0,30% y el PSPP sólo se tocó para extenderlo en el tiempo e incluir bonos municipales. Está claro que el BCE decepcionó: el recorte en el tipo de depósito fue pobre (el bono alemán a dos años estaba descontado -20 p.b.) no amplió el importe mensual de las compras de activos y tampoco incluyó bonos corporativos. Así, la reacción de los inversores fue muy brusca: Eurostoxx -3,6%, TIR del Bund +20 p.b. y EurUSD pasando de 1,056 a 1,093.

En el plano nacional, la encuesta preelectoral del CIS dibujó un escenario con el voto fragmentado pero en menor medida que hace unos meses.

Día/hora	País	Indicador	Periodo	Tasa	(e)	Ant.
9:00h	ESP	Prod. Industrial (ajust.)	Oct	a/a	2,6%	2,9%
10:00h		Reunión OPEP en Viena				
14:30h	EEUU	Tasa de paro	Nov	%s/pa.	5.0%	5.0%
14:30h	EEUU	Var. empleo no agric.	Nov	000	200k	271k
14:30h	EEUU	Balanza comercial	Oct	000M\$	-40.5	-40.8
16:00h	EEUU	Pedidos Fábrica	Oct	m/m	1,4%	-1,0%

Próximos días, referencias más relevantes:

L;8:00h	ALE	Prod. Industrial (wda)	Oct	a/a	--	0.2%
M;s/h	China	Balanza comercial	Nov	000M\$	\$63.50	\$61.64
M;0:50h	JAP	PIB t/t anualizado, final	3T		0.2%	-0.8%
M;11:00	UEM	PIB a/a	3T	a/a	1.6%	1.6%
X;2:30h	China	IPC	Nov	a/a	1.4%	1.3%
J;13:00h	GB	Tipos del BoE		%	0.50%	0.50%
V;8:00h	ALE	IPC, final	Nov	a/a	--	0.4%
V;14:30h	EEUU	Precios producción	Nov	a/a	-1.4%	-1.6%
V;14:30h	EEUU	Vtas. Minor. (G Control)	Nov	m/m	--	0.2%
V;16:00h	EEUU	Conf. U. de Michigan, p	Dic	Ind.	92.1	91.3

Hoy: "El empleo EEUU reafirmará a la Fed."

Pasado el hito del BCE, comienza la cuenta atrás para la Fed. Parece claro que Yellen subirá tipos en diciembre pero las cifras de empleo de hoy pueden poner en cuestión esa opción si salieran débiles, lo que volvería a introducir incertidumbre en el mercado.

Volviendo al BCE, la reacción de ayer podría haber sido exagerada. No es la primera vez que el mercado hace una primera lectura negativa de las palabras de Draghi para darse la vuelta después. Al fin y al cabo ha aumentado la liquidez un +33% (de 1,1 billones de euros a 1,46 billones). Además, hubo aspectos positivos: la rebaja en las previsiones de IPC fue testimonial, lo que aleja el riesgo de deflación, y las estimaciones de crecimiento del PIB incluso se revisaron al alza. Conclusión: Europa no está tan mal. Por tanto, si los payrolls cumplen con las expectativas es probable que hoy las bolsas consigan rebotar, que los bonos se estabilicen y que el eurodólar se vuelva a deslizar ligeramente por debajo de 1,09.

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)

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

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

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

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

BCE.- Rebajó el tipo de depósito en 10 p.b. hasta -0,3% con efecto a partir del próximo 9 de diciembre. El tipo director se mantiene sin cambios en 0,05% y el marginal de crédito en 0,3%. En cuanto a medidas no estándar de política monetaria: extiende las compras de QE hasta marzo de 2017 o incluso más allá si es necesario, reinvertirán el principal de los activos adquiridos por todo el tiempo que sea necesario, incluirán en el PSPP deuda de gobiernos regionales y locales que sea elegible según las condiciones del programa y ejecutarán las operaciones de refinanciación (TLTRO) todo el tiempo necesario. Previsiones: PIB 2015 1,5% vs 1,4% en septiembre, 2016 1,7% vs 1,7% ant., 2017 1,9% vs 1,8% ant. IPC 2015 0,1% vs 0,1% previsto en septiembre, 2016 1,0% vs 1,1% ant., 2017 en 1,6% vs 1,7% anterior.

ESPAÑA.- (i) El PMI de servicios subió en noviembre de 55,9 a 56,7 vs 56,4 estimado. Así, empieza a recuperarse después del parón de septiembre. (ii) El Tesoro colocó 3.500M€ en bonos: 1.253M€ a 2020 con tipo 0,437% y sobredemanda 2,6x, 1.101M€ a 2025 con tipo medio 1,461% y sobredemanda 2,6x y 1.007M€ a 2030 con tipo 2,008% y sobredemanda 1,6x. También 505M€ en I/L a 2024 con tipo 0,308%. (iii) El CIS publicó ayer su encuesta preelectoral de cara al 20D. La estimación de escaños es la siguiente: PP 120/128, PSOE 77/89, Cs 63/66, Podemos 23/25, IU3/4 Convergencia 9, ERC 7, PNV 5, EH-Bildu 6/7, Compromís 7, En Comú Podem 10/11, En Marea 5/6, CC 1. La mayoría absoluta se alcanza con 176 escaños así que las combinaciones de coalición posibles son: PP+Cs, PP+ PSOE o PSOE +Cs + Podemos. Las dos últimas opciones nos parecen muy improbables y tampoco hay que descartar la posibilidad de un gobierno en minoría (PP) con acuerdos puntuales.

UEM.- Las ventas minoristas cayeron -0,1% m/m en octubre vs +0,2% estimado y -0,1% anterior. La variación interanual se frena y cae de +2,9% a +2,5% vs +2,6% estimado.

EEUU.- (i) El paro semanal se situó en 269k tal y como se esperaba vs 260k anterior. En cuanto al paro de largo duración, se sitúa en 2,161M vs 2,19M estimado y 2,155M anterior. (ii) El ISM de servicios pasó de 59,1 a 55,9 en noviembre vs 58,0 estimado. Es el mayor retroceso mensual en siete años y lleva al índice a mínimos de 6 meses. (iii) Los Pedidos a fábrica de octubre +1,5% vs +1,4% estimado y -0,8% anterior (revisado desde -1,0%) (iv) Dato final de Bienes duraderos +2,9% vs +3%, Extransporte queda igual en +0,5%. (v) Yellen compareció ante una comisión del Congreso y reiteró que el mercado laboral sigue fortaleciéndose lo que le da más confianza en que la inflación se acelerará. La Fed evaluará datos económicos antes de tomar una decisión en diciembre.

ALEMANIA.- (i) El PMI Compuesto final de noviembre mejoró de 54,2 a 55,2 vs 54,9 del dato adelantado. (ii) Los pedidos a fábrica de octubre aumentaron +1,8% m/m vs +1,2% estimado. La variación interanual queda en -1,4% vs -2,5% e. y -0,7% ant. (revisado desde -1,0%).

REINO UNIDO.- El PMI Compuesto de noviembre mejoró de 55,4 a 55,8 vs 55,0 estimado.

DINAMARCA.- Su banco central mantuvo el tipo de depósito en -0,75%

JAPÓN.- La confianza del consumidor pasó de 41,5 a 42,6 en noviembre vs 41,7 estimado.

AUSTRALIA.- Las ventas minoristas aumentaron +0,5% m/m en octubre vs +0,4% estimado y anterior.

SECTOR PETROLERO: Hoy se inicia la cumbre ordinaria de la OPEP en Viena donde no esperamos que se alcance acuerdo alguno. En la última reunión técnica de ayer se puso de manifiesto, una vez más, las tensiones y la disparidad de interés entre los distintos miembros del cartel. En consecuencia, seguirán con una producción teórica de 30Mbrr/d vs producción real de aprox. 31,8Mbrr/d. De esta forma, el crudo seguirá teniendo fuertes resistencia para subir. Mantenemos sin cambio nuestro escenario de precios: i) crudo (Brent): 55\$/brr 2016; 70\$/brr 2017; 75\$/brr 2018; 80\$/brr 2019 y 85\$/brr 2020; ii) escenario precio de gas (Henry Hub) 2,8\$/Mbtu 2016; 3\$/Mbtu 2017; 3,2\$/Mbtu 2018; 3,3\$/Mbtu 2019 y 3,5\$/Mbtu 2020. iii) Escenario márgenes de refino: 6\$/brr 2016; 5\$/brr 2017; 4\$/brr; 2018; 4\$/brr 2019 y 3,5\$/brr 2020).

Leer más en la web:

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

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.

2.- Bolsa española

BBVA.- (Neutral; Cierre: 7,42€; Pr.Obj.: 9,0€): Estudia la compra del banco turco Finansbank por 3.000 M€. La venta de Finansbank se produciría por la necesidad de su principal accionista, National Bank of Greece de vender activos para mejorar sus ratios de capital. **OPINIÓN:** BBVA habría sido seleccionado como finalista en la operación de venta junto a ING y un fondo de inversión procedente de Qatar. El precio de compra podría superar los 3.000 M€ aunque el valor en libros de Finansbank alcanza 3.600 M€ lo que implica un múltiplo de valoración de 0,88 (P/V), ligeramente inferior a los múltiplos a los que cotiza Garanti (0,9 P/V) y el propio BBVA (1,0 x P/V) por lo que **en principio, la operación no debería ser dilutiva** para los accionistas. Entendemos también que **la inversión y su posterior integración con Garanti (principal inversión de BBVA en Turquía) permitirían la consecución de sinergias de costes.** Dicho esto, entendemos que **la difícil situación por la que atraviesa Turquía desde el punto de vista macro y geopolítico así como la posibilidad de que la compra se financie mediante capital** puede penalizar la cotización de BBVA a corto plazo. En este punto, cabe recordar que el BCE ha recomendado a las entidades financieras que mantengan o incluso mejoren sus ratios de capital cuando aborden una adquisición.

GAS NATURAL (Neutral; Pr. Obj.: 22,7€; Cierre: 19,95): Puja por Pacific Hydro.- GPG (filial de GNF) se ha presentado al concurso para la venta de Pacific Hydro, un grupo energético de origen australiano con activos también en Brasil y Chile (unos 900MW en funcionamiento y proyectos por 1.800MW). Se desconoce el importe de la operación pero podría rondar los 1.500M€. **OPINIÓN:** Si la compra llegara a materializarse se trataría del primer paso de GPG tras el acuerdo con KIA. La alianza se firmó en marzo con la intención de impulsar los planes de crecimiento a nivel internacional de la compañía poniendo el foco en Latinoamérica y Asia, requisitos que se cumplirían con Pacific Hydro. Llegados a este punto, la clave está en el precio que tengan que pagar.

CAIXABANK (Neutral; Pr. Obj. 4,10€; Cierre: 3,57€): Traspasa activos por importe de 2.651 M€ a Critería. **OPINIÓN:** Caixabank traspasará sus participaciones en Inbursa (9,0%) y Bank of East Asia (17,24%) valoradas en 2.651 M€ a Critería Caixaholding, propiedad de la Fundación La Caixa (principal accionista de Caixabank). El traspaso de participaciones tendrá un impacto neutral en la cuenta de resultados por lo que estimamos que la venta/traspaso no generará plusvalías para Caixabank que dejará de percibir los dividendos procedentes de dichas inversiones (la rentabilidad por dividendo estimada es de 1,3% en Inbursa y +3,8% en BEA) para mejorar el consumo de capital del grupo aunque dicha mejora tendrá un impacto muy limitado ya que la ratio de capital CET I "fully loaded" mejorará hasta +11,7% (vs 11,6% actual).

ABENGOA (Vender; Cierre 0,405€; Var. Día: -23,3%): Anuncia que su filial en México incumplirá sus obligaciones de pago.- La filial de Abengoa en México remitió ayer un hecho relevante a la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) en el que admite que no podrá hacer frente a los vencimientos y pago de cupones de 7 colocaciones de certificados bursátiles a corto plazo. En concreto, Abengoa México anuncia que no ha pagado los intereses devengados entre el 5 de noviembre y el 3 de diciembre por importe de 700.000 pesos (38.350 €) y el principal vencido por importe de 150 M.€ de pesos mexicanos (8,2 M.€ al cambio actual). **OPINIÓN.-** Aunque el importe no es elevado en relación a la deuda neta de 6.283 M.€ al cierre de 3T'15 y los 5.000 M.€ en cuentas pendientes con proveedores que tiene actualmente la compañía, esta noticia tendría un impacto negativo sobre la cotización de las acciones y los bonos emitidos por Abengoa, ya que supone el primer impago de deuda que podría extenderse a otras filiales debido a la situación de precurso de acreedores en la que se encuentra la compañía.

3.- Bolsa europea

No hay noticias relevantes.

4.- Bolsa americana y otras

S&P por sectores.- De nuevo, ayer todos los sectores del índice cerraron en negativo

Los mejores: Materiales Básicos -0,8%; *Utilities* -0,9%; Telecoms -1%

Los peores: Salud -2,3%; Petróleo y Gas -2%; Financiero -1,6%

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.

Entre las **compañías que MEJOR EVOLUCIÓN** presentaron ayer destacan: (i) **AVAGO TECHNOLOGIES (144,8\$; +9,5%)**, sus resultados trimestrales mostraban un aumento de las ventas hasta 1.853M\$, +15,1% a/a, vs. 1.849M\$ estimados mientras su BPA aumentaba hasta 2,51\$, +26,1% a/a, por encima de 2,38\$ estimados; (ii) **NEWMONT MINING (18,7\$; +4,9%)**, anunciaba que sus costes de producción de oro caerán en 2016 y 2017 mientras que su nivel de producción aumentará más de lo estimado inicialmente; (iii) **KROGER (39,9\$; +4,7%)**, sus resultados trimestrales mostraban unas ventas que quedaban ligeramente por debajo de lo estimado (2.075M\$, +0,35% a/a, vs. 25.201M\$ estimado) mientras que su BPA quedaba muy por encima de lo esperado (0,43\$, +24,6% a/a, vs. 0,39\$ estimados).

Entre los **valores que PEOR EVOLUCIÓN** ofrecieron ayer se encuentran: (i) **CHESAPEAKE ENERGY (4,9\$; -11,8%)**, la compañía a planteaba a sus bonistas un intercambio de algunas de sus emisiones por deuda con mayores plazos, situación que indica la difícil situación que atraviesa; (ii) **PVH (83,0\$; -11,1%)**, sus resultados del 3T mostraban una caída de las ventas mayor de lo estimado (2.164M\$, -3,1% a/a, vs. 2.174M\$ estimados) mientras su beneficio conseguía batir expectativas (BPA 2,7\$, +3,9% a/a, vs. 2,5\$ estimados). Preocupaba, además, la advertencia de la compañía acerca de unas condiciones difíciles en el 4T para sus ventas y márgenes en EE.UU.; (iii) **SOUTHWESTERN ENERGY (8,2\$; -7,5%)**, penalizada por las noticias apuntando a que los inventarios de gas natural permanecerán en niveles elevados durante las próximas semanas lo que seguirá presionando a la baja el precio de esta materia prima.

Finalmente, **LA TEMPORADA de RESULTADOS del 3T, con 497 compañías del S&P 500 que ya han publicado sus cifras, ha dejado el siguiente SALDO:** el BPA medio ajustado arroja una caída de -2,3% vs -6,9% estimado para el total del S&P 500 antes del inicio de publicación de resultados. El 69,6% ha batido estimaciones, el 8,7% no ha ofrecido sorpresas con resultados en línea con las expectativas y el 21,8% ha decepcionado.

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)

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.

Tipo de intervención del BCE

	Actual	Esperado	Anterior
Tipo BCE	0,05%	0,05%	0,05%

Reacción de los mercados a las declaraciones de Draghi

	Antes	Después	Impacto
EUR/USD	1,0684	1,0860	+
S&P500	2.080	2.078	-
Eurostoxx50	3.476	3.385	-
Futuro Bund	158,35	156,40	-

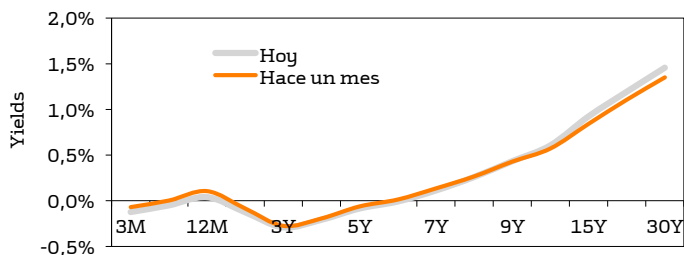
CLAVES DEL MENSAJE

El BCE cumple con el guión anunciando nuevas medidas de política monetaria pero esta vez no sorprende a los mercados de capitales que reaccionan con caídas generalizadas, salvo el euro que se aprecia notablemente contra el dólar.

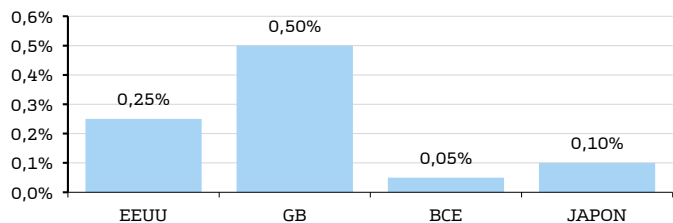
El BCE ha adoptado las siguientes medidas de política monetaria: (i) ha recortado el tipo de depósito que aplica a las entidades financieras en -10 pb hasta el -0,30% aunque mantiene sin cambios el tipo de interés de referencia en 0,050% y el tipo marginal de préstamo en 0,30%, (ii) prolonga el plazo de tiempo durante el que aplicará el programa de compra de activos "QE" desde Septiembre de 2016 hasta finales de marzo de 2017 dejando la puerta abierta a que el programa continúe si no consigue su objetivo de estabilidad de precios, (iii) reinvertirá el principal de las compras de activos realizadas garantizando así que el balance del BCE continuará siendo elevado más allá de 2017, (iv) Incluye los bonos emitidos por regiones o gobiernos locales como activo elegible para el "QE" y (v) prolonga los programas MRO's y T-LTRO's (financiación para las entidades financieras) al menos hasta finales de 2017.

Perspectivas económicas: El BCE mantiene sin apenas cambios sus perspectivas de crecimiento e inflación. Las nuevas estimaciones de crecimiento alcanzan +1,5 % en 2015 (vs +1,4% anterior), +1,7% en 2016 (sin cambios) y +1,9% en 2017 (vs +1,8% anterior). En relación a la previsión de la inflación tan sólo han sido rebajadas una décima a la baja para 2016 y 2017. Así las nuevas previsiones son: +0,1% para 2015 (sin cambios), +1,0% en 2016 (vs +1,1% anterior) y +1,6% para 2017 (vs +1,7% anterior).

Tipos UEM, desplazamiento de la curva el último mes.



Principales tipos de intervención



Descripción.-

Más información sobre el BCE:

<http://www.ecb.int/mopo/intro/html/objective.en.html>

Web del BCE:

<http://www.ecb.int>

Impacto en mercados

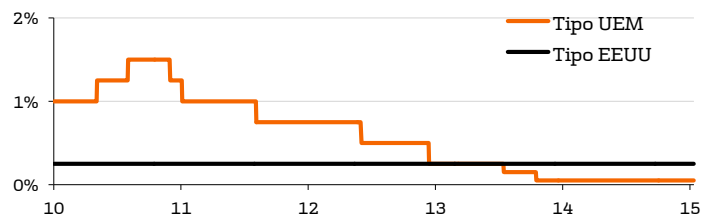
Impacto: Es uno de los acontecimientos más relevantes, impactando sobre bolsas, bonos, divisas, etc. Más importante que el nivel de tipos es el mensaje de Draghi.

Bolsas: ▼
Euro: ▲
Bonos (precio): ▼

RUEDA DE PRENSA Y OPINIÓN

Al contrario de lo sucedido en anteriores ocasiones, las decisiones de política monetaria anunciadas hoy por el BCE han tenido un impacto negativo en los mercados financieros (bonos y acciones). Identificamos los siguientes factores, varios de los cuales han salido a la luz en la conferencia de prensa del BCE, que explican dicha reacción. (i) El recorte aplicado en el tipo de depósito hasta -0,30% (vs -0,20% anterior) estaba ya descontado por los mercados de capitales, especialmente en el mercado de deuda. El BCE deja la puerta abierta a aplicar medidas adicionales de política monetaria pero no deja claro si el tipo de depósito puede seguir bajando o se encuentra en un nivel adecuado, (ii) las decisiones hoy adoptadas cuentan con un apoyo mayoritario pero no han sido aprobadas por unanimidad lo que pone de manifiesto discrepancias entre los miembros del BCE y entendemos que el Bundesbank alemán no estaría conforme con ampliar aún más el "QE" o seguir reduciendo los tipos de interés de depósito, (iii) El BCE ha insistido en la importancia de reinvertir los activos al vencimiento aludiendo a que la política monetaria continuará siendo acomodaticia durante mucho tiempo pero desde nuestro punto de vista no supone una gran novedad ya que se encuentra en línea con la gestión del balance que están llevando a cabo otros bancos centrales como la Reserva Federal en EE.UU y el BoE en Reino Unido, (iv) Entendemos que la inclusión de bonos regionales y locales como activo apto (elegible) para su programa de compra de activos no tendrá un impacto significativo ya que el tamaño de dicho mercado es limitado en comparación con el de bonos soberanos y corporativos. En este punto cabe destacar que ante la posibilidad de ampliar la gama de activos elegibles, el BCE ha manifestado que aún es demasiado pronto para plantear dicha cuestión, (v) El BCE considera que el "QE" está funcionando ya que sin la implementación del mismo la inflación sería aún menor y el crecimiento del PIB menor y se refiere a las decisiones adoptadas hoy como un ajuste de política monetaria que se apoya en el cambio de circunstancias a nivel global (menor comercio internacional, deterioro de las economías emergentes y aumento del riesgo geopolítico). (vi) Entendemos que el objetivo fundamental de recortar el tipo de depósito para el BCE es mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria más que debilitar el euro por lo que la reacción de la divisa europea está siendo importante.

Tipo de intervención de la Fed vs BCE



Descripción

El principal objetivo del BCE y de su comité de política monetaria consiste en mantener la estabilidad de los precios. "Sin perjudicar el objetivo de la estabilidad de precios" el sistema Euro también deberá "apoyar las políticas económicas de la Comunidad con la intención de contribuir a la obtención de sus objetivos". Esto incluye el mantener un alto nivel de empleo y un crecimiento sostenible no inflacionista.

Análisis Bankinter

Ramón Forcada Jesús Amador Pilar Aranda
 Eva del Barrio Ana de Castro Rafael Alonso

Belén San José Esther Gutierrez
 Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento) Avda de Bruselas, 12
 28108, Alcobendas (Madrid)

Por favor. consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&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.

ANTERIOR MENSAJE DEL BCE: Introducción/extracto

<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is151022.en.html>

Based on our regular economic and monetary analyses, and in line with our forward guidance, the Governing Council decided to keep the **key ECB interest rates** unchanged. As regards **non-standard monetary policy measures**, the asset purchases are proceeding smoothly and continue to have a favourable impact on the cost and availability of credit for firms and households.

The Governing Council has been closely monitoring incoming information since our meeting in early September. While euro area domestic demand remains resilient, **concerns over growth prospects in emerging markets and possible repercussions for the economy from developments in financial and commodity markets continue to signal downside risks to the outlook for growth and inflation.** Most notably, the strength and persistence of the factors that are currently slowing the return of inflation to levels below, but close to, 2% in the medium term require thorough analysis. In this context, **the degree of monetary policy accommodation will need to be re-examined at our December monetary policy meeting, when the new Eurosystem staff macroeconomic projections will be available.** The Governing Council is willing and able to act by using **all the instruments available within its mandate if warranted in order to maintain an appropriate degree of monetary accommodation.** In particular, the Governing Council recalls that the **asset purchase programme provides sufficient flexibility in terms of adjusting its size, composition and duration.** In the meantime, we will continue to fully implement the monthly asset purchases of €60 billion. These purchases are intended to run until the end of September 2016, or beyond, if necessary, and, in any case, until we see a sustained adjustment in the path of inflation that is consistent with our aim of achieving inflation rates below, but close to, 2% over the medium term.

ACTUAL MENSAJE DEL BCE: Introducción

<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is151203.en.html>

Based on our regular economic and monetary analyses, we today conducted a thorough assessment of the strength and persistence of the factors that are currently slowing the return of inflation to levels below, but close to, 2% in the medium term and re-examined the degree of monetary accommodation. As a result, the Governing Council took the following decisions in the pursuit of its price stability objective:

First, as regards the **key ECB interest rates, we decided to lower the interest rate on the deposit facility by 10 basis points to -0.30%.** The interest rate on the main refinancing operations and the rate on the marginal lending facility will remain unchanged at their current levels of 0.05% and 0.30% respectively.

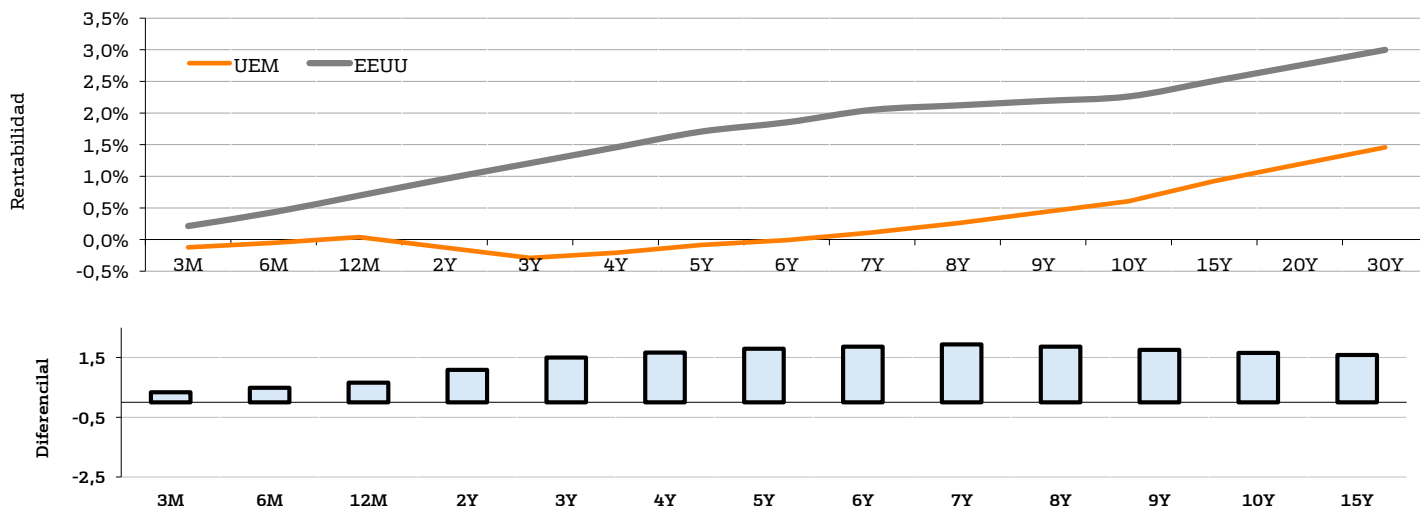
Second, as regards **non-standard monetary policy measures, we decided to extend the asset purchase programme (APP). The monthly purchases of €60 billion under the APP are now intended to run until the end of March 2017, or beyond, if necessary, and in any case until the Governing Council sees a sustained adjustment in the path of inflation consistent with its aim of achieving inflation rates below, but close to, 2% over the medium term.**

Third, we decided to **reinvest the principal payments on the securities purchased under the APP** as they mature, for as long as necessary. This will contribute both to favourable liquidity conditions and to an appropriate monetary policy stance. The technical details will be communicated in due time.

Fourth, we decided to include, in the public sector purchase programme, **euro-denominated marketable debt instruments issued by regional and local governments located in the euro area** in the list of assets that are eligible for regular purchases by the respective national central banks.

Fifth, we decided to **continue conducting the main refinancing operations and three-month longer-term refinancing operations as fixed rate tender procedures with full allotment** for as long as necessary, and at least until the end of the last reserve maintenance period of 2017.

CURVA DE TIPOS DE INTERÉS EN EUROPA Y EEUU.



Análisis Bankinter

Ramón Forcada
Eva del Barrio

Jesús Amador
Ana de Castro

Pilar Aranda
Rafael Alonso

Belén San José
Ramón Carrasco

Esther Gutierrez
Ana Achau (Asesoramiento)

<http://broker.ebankinter.com/>
<http://www.ebankinter.com/>
Avda de Bruselas, 12
28108, Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqj/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&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.

DISCURSO INTRODUCTORIO A LA RUEDA DE PRENSA (TEXTO COMPLETO)

Based on our regular economic and monetary analyses, we today conducted a thorough assessment of the strength and persistence of the factors that are currently slowing the return of inflation to levels below, but close to, 2% in the medium term and re-examined the degree of monetary accommodation. As a result, the Governing Council took the following decisions in the pursuit of its price stability objective: First, as regards the **key ECB interest rates**, we decided to lower the interest rate on the deposit facility by 10 basis points to -0.30%. The interest rate on the main refinancing operations and the rate on the marginal lending facility will remain unchanged at their current levels of 0.05% and 0.30% respectively. Second, as regards **non-standard monetary policy measures**, we decided to extend the asset purchase programme (APP). The monthly purchases of €60 billion under the APP are now intended to run until the end of March 2017, or beyond, if necessary, and in any case until the Governing Council sees a sustained adjustment in the path of inflation consistent with its aim of achieving inflation rates below, but close to, 2% over the medium term. Third, we decided to **reinvest the principal payments** on the securities purchased under the APP as they mature, for as long as necessary. This will contribute both to favourable liquidity conditions and to an appropriate monetary policy stance. The technical details will be communicated in due time. Fourth, we decided to include, in the public sector purchase programme, **euro-denominated marketable debt instruments issued by regional and local governments located in the euro area** in the list of assets that are eligible for regular purchases by the respective national central banks. Fifth, we decided to continue conducting the main refinancing operations and three-month longer-term refinancing operations as **fixed rate tender procedures with full allotment** for as long as necessary, and at least until the end of the last reserve maintenance period of 2017.

Today's decisions were taken in order to secure a return of inflation rates towards levels that are below, but close to, 2% and thereby to anchor medium-term inflation expectations. The latest staff projections incorporate the favourable financial market developments following our last monetary policy meeting. They still indicate continued downside risks to the inflation outlook and slightly weaker inflation dynamics than previously expected. This follows downward revisions in earlier projection exercises. The persistence of low inflation rates reflects sizeable economic slack weighing on domestic price pressures and headwinds from the external environment. Our new measures will ensure accommodative financial conditions and further strengthen the substantial easing impact of the measures taken since June 2014, which have had significant positive effects on financing conditions, credit and the real economy. Today's decisions also reinforce the momentum of the euro area's economic recovery and strengthen its resilience against recent global economic shocks. The Governing Council will closely monitor the evolution in the outlook for price stability and, if warranted, is willing and able to act by using all the instruments available within its mandate in order to maintain an appropriate degree of monetary accommodation. In particular, the Governing Council recalls that the APP provides sufficient flexibility in terms of adjusting its size, composition and duration. Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the **economic analysis**. Euro area real GDP increased by 0.3%, quarter on quarter, in the third quarter of 2015, following a rise of 0.4% in the previous quarter, most likely on account of a continued positive contribution from consumption alongside more muted developments in investment and exports. The most recent survey indicators point to ongoing real GDP growth in the final quarter of the year. Looking ahead, we expect the economic recovery to proceed. Domestic demand should be further supported by our monetary policy measures and their favourable impact on financial conditions, as well as by the earlier progress made with fiscal consolidation and structural reforms. Moreover, low oil prices should provide support for households' real disposable income and corporate profitability and, therefore, private consumption and investment. In addition, government expenditure is likely to increase in some parts of the euro area, reflecting measures in support of refugees. However, the economic recovery in the euro area continues to be dampened by subdued growth prospects in emerging markets and moderate global trade, the necessary balance sheet adjustments in a number of sectors and the sluggish pace of implementation of structural reforms. This outlook is broadly reflected in the December 2015 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, which foresee annual real GDP increasing by 1.5% in 2015, 1.7% in 2016 and 1.9% in 2017. Compared with the September 2015 ECB staff macroeconomic projections, the prospects for real GDP growth are broadly unchanged. The risks to the euro area growth outlook relate in particular to the heightened uncertainties regarding developments in the global economy as well as to broader geopolitical risks. These risks have the potential to weigh on global growth and foreign demand for euro area exports and on confidence more widely. According to Eurostat's flash estimate, euro area annual HICP inflation was 0.1% in November 2015, unchanged from October but lower than expected. This reflected somewhat weaker price increases in services and industrial goods, mainly compensated for by a less negative contribution from energy prices. On the basis of the information available and current oil futures prices, annual HICP inflation rates are expected to rise at the turn of the year, mainly on account of base effects associated with the fall in oil prices in late 2014. During 2016 and 2017, inflation rates are foreseen to pick up further, supported by our previous monetary policy measures – and supplemented by those announced today – the expected economic recovery, and the pass-through of past declines in the euro exchange rate. The Governing Council will closely monitor the evolution of inflation rates over the period ahead. This broad pattern is also reflected in the December 2015 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, which foresee annual HICP inflation at 0.1% in 2015, 1.0% in 2016 and 1.6% in 2017. In comparison with the September 2015 ECB staff macroeconomic projections, the outlook for HICP inflation has been revised down slightly. Turning to the **monetary analysis**, recent data confirm solid growth in broad money (M3), with the annual rate of growth of M3 increasing to 5.3% in October 2015 from 4.9% in September. Annual growth in M3 continues to be mainly supported by its most liquid components, with the narrow monetary aggregate M1 growing at an annual rate of 11.8% in October, after 11.7% in September. Loan dynamics continued the path of gradual recovery observed since the beginning of 2014. The annual rate of change of loans to non-financial corporations (adjusted for loan sales and securitisation) increased to 0.6% in October, up from 0.1% in September. Despite these improvements, developments in loans to enterprises continue to reflect the lagged relationship with the business cycle, credit risk and the ongoing adjustment of financial and non-financial sector balance sheets. The annual growth rate of loans to households (adjusted for loan sales and securitisation) increased to 1.2% in October, compared with 1.1% in September. Overall, the monetary policy measures in place since June 2014 have clearly improved borrowing conditions for both firms and households and credit flows across the euro area.

To sum up, a **cross-check** of the outcome of the economic analysis with the signals coming from the monetary analysis confirmed the need for further monetary stimulus in order to secure a return of inflation rates towards levels that are below, but close to, 2%. Monetary policy is focused on maintaining price stability over the medium term and its accommodative stance supports economic activity. However, in order to reap the full benefits from our monetary policy measures, other policy areas must contribute decisively. Given continued high structural unemployment and low potential output growth in the euro area, the ongoing cyclical recovery should be supported by effective structural policies. In particular, actions to improve the business environment, including the provision of an adequate public infrastructure, are vital to increase productive investment, boost job creation and raise productivity. The swift and effective implementation of **structural reforms**, in an environment of accommodative monetary policy, will not only lead to higher sustainable economic growth in the euro area but will also raise expectations of permanently higher incomes and accelerate the beneficial effects of reforms, thereby making the euro area more resilient to global shocks. **Fiscal policies** should support the economic recovery, while remaining in compliance with the fiscal rules of the European Union. Full and consistent implementation of the Stability and Growth Pact is crucial for confidence in our fiscal framework. At the same time, all countries should strive for a more growth-friendly composition of fiscal policies.

We are now at your disposal for questions.

Análisis Bankinter

Ramón Forcada
Eva del Barrio

Jesús Amador
Ana de Castro

Pilar Aranda
Belén San José

Rafael Alonso
Ramón Carrasco

Esther Gutierrez
Ana Achau (Asesoramiento)

<http://broker.ebankinter.com/>
<http://www.ebankinter.com/>
Avda de Bruselas, 12
28108, Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

Pág. 3 de 3

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqj/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&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.

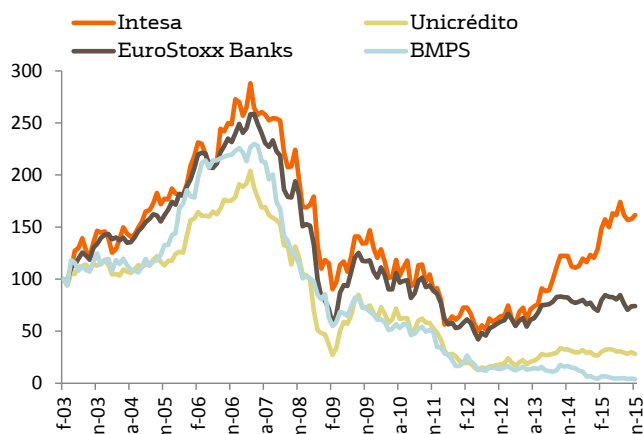
Evolución reciente & Estrategia de Inversión

Evolución reciente: La rentabilidad de la banca italiana supera ampliamente la obtenida por el conjunto de bancos europeos en el conjunto del año. Entre las principales entidades, cabe destacar la evolución de **Intesa (+35,5% YTD)**, mientras que **Monte dei Paschi di Siena (-21,9% YTD)** se ha visto penalizado por la mala evolución de su cuenta de P&G (perdió -109,0 M€ en el 3T'15) y el elevado volumen de activos problemáticos (superan el 30,0% de la inversión crediticia).

Nuestra visión: La recuperación del mercado laboral en Italia (la tasa de paro desciende en octubre hasta el 11,5% vs 12,4% en 2014) y el aumento en la confianza del consumidor (en máximos históricos) se reflejan en un aumento de la demanda de crédito por parte de los hogares. Así el **stock de crédito a particulares crece en septiembre +1,9% (vs -0,9% en 2014)** gracias al aumento del crédito al consumo y la estabilización del saldo hipotecario. A pesar de esta mejora, **identificamos los siguientes aspectos que entorpecerán la evolución de la cuenta de P&G de las entidades durante los próximos trimestres:** (i) **estimamos que el ritmo de crecimiento actual en particulares no es suficiente para estabilizar el stock total de crédito (-0,6% en septiembre)** ya que el crédito a empresas desciende -2,5% en septiembre (vs -0,7% en 2014), (ii) **la calidad crediticia muestra signos de deterioro** (la morosidad registra tres meses consecutivos al alza y se sitúa en el 13,9%), (iii) **estimamos que los tipos de interés continuarán en niveles muy bajos durante los próximos 12 meses por lo que el "re-pricing" de activos impactará negativamente en los ingresos típicos** y (iv) **los tipos de interés aplicados en las nuevas operaciones de activo son sustancialmente inferiores a la rentabilidad actual del stock, factor que incrementará la presión sobre el margen de intereses a medida que transcurran los meses, especialmente en el segmento de empresas.**

Estrategia de inversión: Mantenemos nuestra apuesta estratégica por **Intesa** en base a: (i) la estrategia del banco está enfocada a la generación de comisiones, orientación que consideramos especialmente importante en el entorno actual de tipos de interés y (ii) la ratio de capital ("*CET fully loaded*"), actualmente en 13,4% se encuentra entre las más altas de Europa. **En relación a las entidades medianas, seguimos recomendando cautela a pesar de las especulaciones existentes acerca del proceso de consolidación que se avecina en Italia** ya que desde nuestro punto de vista, los múltiplos de valoración de éstas entidades no son atractivos si tenemos en cuenta la baja rentabilidad (ROE) que presentan y el elevado volumen de activos problemáticos que tienen actualmente.

Evolución relativa en Bolsa



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

Volumen de Negocio: Inversión Crediticia & Depósitos

Var % Inv. Credit.	sep.-15	jun.-15	mar.-15	dic.-14	dic.-13
Particulares	1,96%	1,66%	-0,08%	-0,93%	-1,29%
- Hipotecario	-0,04%	-0,14%	-0,39%	-0,62%	-1,21%
Empresas	-2,48%	-2,06%	-2,65%	-0,73%	-5,87%

% Var. a/a Depósitos	sep.-15	jun.-15	mar.-15	dic.-14	dic.-13
Particulares	1,9%	1,9%	2,5%	3,1%	1,9%
Empresas	6,4%	7,0%	5,4%	3,3%	6,7%
Ratio L-t-D	121,9%	123,2%	123,0%	122,8%	127,7%

Fuente: Bloomberg, BCE & Análisis Bankinter

Tipos de Interés de referencia

Inv. Credit. (Stock)	sep.-15	jun.-15	mar.-15	dic.-14	dic.-13
Particulares	3,7%	3,8%	3,8%	3,8%	3,9%
Hipotecario	2,7%	2,8%	2,8%	2,9%	3,0%
Consumo	5,5%	5,6%	5,6%	5,7%	5,9%
Empresas	3,1%	3,2%	3,4%	3,5%	3,7%

Inv. (Nuevas Op)	sep.-15	jun.-15	mar.-15	dic.-14	dic.-13
Hipotecario	2,7%	2,8%	2,7%	2,8%	3,5%
Consumo	7,0%	7,0%	7,1%	6,9%	7,3%
Empresas	1,8%	2,1%	2,3%	2,6%	3,5%

Depos. (Nuevas Op)	sep.-15	jun.-15	mar.-15	dic.-14	dic.-13
Particulares	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,9%
Empresas	1,1%	0,7%	0,6%	0,8%	1,6%

Fuente: Bloomberg, BCE & Análisis Bankinter

Indicadores de Riesgo

% Morosidad	sep.-15	jun.-15	mar.-15	dic.-14	dic.-13
Hogares & Empresas	13,9%	13,5%	13,2%	12,8%	10,9%
- Particulares	8,6%	8,5%	8,4%	8,2%	7,6%
- Empresas	17,9%	17,3%	16,7%	16,2%	13,3%

Riesgo país	sep.-15	jun.-15	mar.-15	dic.-14	dic.-13
Prima de riesgo (pb)	113,8	157,0	106,2	134,9	219,6
CDS a 5 Años (pb)	109,2	110,0	85,4	96,9	157,0

Fuente: Bloomberg, BCE & Análisis Bankinter

Evolución Bursátil

Entidad	Precio		% Revalorización		
	€	YTD	% 1 m	% 3 m	% 6 m
Intesa	3,3	34,8	3,0	3,4	-0,5
Unicredit	5,6	4,1	-5,5	-1,3	-12,1
Mediobanca	9,1	34,3	-0,6	4,2	-2,5
UBI	6,4	7,6	-5,8	-6,3	-12,7
MPS	1,5	-21,9	-10,7	-16,7	-18,9
P. Milano	0,9	71,0	8,5	1,4	-2,4
P. Emilia Romagna	7,5	36,9	1,8	-2,2	-3,4
Eurostoxx Banks	138,5	3,0	0,6	-0,1	-9,6

Fuente: Bloomberg, BCE & Análisis Bankinter

Múltiplos de Valoración

	Capit. Burs	PER		P/V	Div
	Mills €	15 e	16 e	15 e	Yield
Intesa	54.539	15,8 x	13,7 x	1,2 x	4,0%
Unicredit	33.168	14,2 x	10,8 x	0,7 x	2,1%
Media Bancos Grandes		15,0 x	12,3 x	0,9 x	3,1%
Mediobanca	7.889	12,2 x	11,3 x	0,9 x	3,5%
Unione Banche Italiane	5.785	21,5 x	15,2 x	0,6 x	1,9%
Monte Di Paschi	4.378	298,6 x	15,7 x	0,5 x	0,0%
Popolare Milano	4.073	17,5 x	15,2 x	0,9 x	3,0%
Popolare Emilia Romagna	3.600	24,0 x	14,0 x	0,7 x	1,4%
Media Bancos Medianos		74,7 x	14,3 x	0,7 x	1,9%
EuroStoxx Banks		11,3 x	10,6 x	0,8 x	3,5%

Fuente: Bloomberg.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada
Eva del Barrio

Jesús Amador Castrillo
Ana de Castro González

Pilar Aranda
Belén San José

Esther G. de la Torre
Ana Achau (Asesoramiento)

<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>
Avd. Bruselas, nº 12
28108, Alcobendas (Madrid)

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.