

Semana del 20 al 27 de octubre

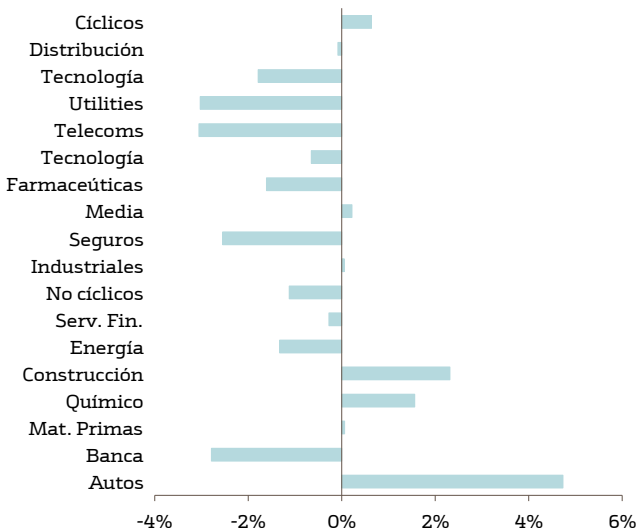
Realizado: 20-oct-14 9:18 AM

Bolsas	17-oct-14	10-oct-14	% sem.	% año
DJI	16.380,4	16.544,1	-1,0%	-1,2%
S&P 500	1.886,8	1.906,1	-1,0%	2,1%
NASDAQ	3.815,5	3.870,9	-1,4%	2,0%
Nikkei 225	14.532,5	15.300,6	-5,0%	-10,8%
EuroStoxx50	2.962,2	2.991,5	-1,0%	-4,7%
IBEX 35	9.956,8	10.150,5	-1,9%	0,4%
DAX	8.850,3	8.788,8	0,7%	-7,3%
CAC 40	4.033,2	4.073,7	-1,0%	-6,1%
FTSE 100	6.310,3	6.340,0	-0,5%	-6,5%
FTSEMIB	18.701,0	19.201,0	-2,6%	-1,4%
TOPIX	987,7	1.044,7	-5,5%	-10,8%
KOSPI	1.900,7	1.940,9	-2,1%	-5,5%
HANG SENG	23.023,2	23.088,5	-0,3%	-1,2%
SENSEX	26.108,5	26.297,4	-0,7%	23,3%
Australia	5.271,7	5.188,3	1,6%	-1,5%
Middle East	4.768,2	5.077,4	-6,1%	11,1%
BOVESPA	55.723,8	55.311,6	0,7%	8,2%
MEXBOL	43.273,5	43.435,7	-0,4%	1,3%
MERVAL	10.542,6	10.040,2	5,0%	95,6%

Datos elaborados por Bankinter, Fuente Bloomberg

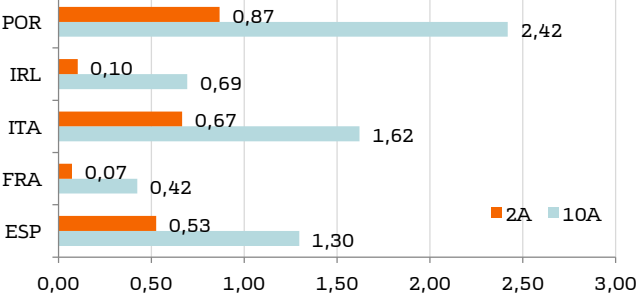
Futuros	*Var. desde cierre nocturno.	Último	Var. Pts.	% día
1er Vcto. mini S&P		1.891	11	0,6%
1er Vcto. DAX		8.843,0	33,0	0,4%
1er Vcto. EuroStoxx50		2.950	20	0,7%
1er Vcto. Bund		150,6	0,0	0,0%

Sectores EuroStoxx (Var.% en la semana)



Información elaborada por Bankinter con datos de Bloomberg

Diferencial vs bono alemán (Plazo 10 y 2 años, p.b.)



Bolsas: "Entorno más débil exige exposición inferior.

No significa vender, sino ajustar."

La SEMANA PASADA más que una sobrereacción sufrimos un mercado roto o casi roto, sobre todo el jueves. El rebote del viernes en absoluto es suficiente para contrarrestar las caídas previas. Entraron en ejecución los órdenes de venta automáticas, precipitando así un "efecto rebaño" que afectó no sólo a bolsas, sino también a *high yield*, materias primas y otros activos de riesgo. Nos habíamos dado de plazo la semana pasada para diferenciar entre una fase de ajuste de corto plazo y un deterioro del escenario y hemos llegado a la conclusión de que es esto último lo que ha sucedido. No es algo dramático, ni un escenario distinto, pero sí un deterioro del mismo y eso exige **revisar valoraciones e introducir correcciones a la estrategia**. Equivale a aceptar menos crecimiento y, por tanto, menos beneficios esperados. En ese mismo sentido se expresó el economista jefe del BoE y en una línea parecida Bullard (Fed) al defender una extensión del QE3. Sus declaraciones fueron lo que respaldó el rebote del viernes. Otra semana para olvidar, que dejó heridas que tardarán en curar. Es inevitable reducir exposición.

ESTA SEMANA aplicamos las bajadas de exposición que decidimos y publicamos el jueves pasado en nuestra Nota Especial de Inversión (adjunta a este informe también hoy), de manera que el Perfil Agresivo reduce desde 95% hasta 75% y el Defensivo desde 25% hasta 10% (en la tabla de Exposición y Posicionamiento Recomendado incluida en este informe se ofrecen los detalles y escalas para el resto de perfiles).

Lo más grave es la pérdida de tracción de la Eurozona debido, por un lado, al agotamiento de la capacidad del BCE para actuar y, por otro, a la incapacidad de algunos estados - Francia e Italia, básicamente - para aplicar reformas que tomen el relevo de la política monetaria ultralaxa del BCE y consoliden la recuperación. Pero **no sólo es Europa**, sino también la desaceleración en China (mañana se publicará un PIB más cercano a +7,0% que a +7,5%), los graves problemas que empieza a tener Rusia para sostener el rublo (consumiendo reservas) debido a su aislamiento económico y, desde luego, la entrada en recesión técnica de Brasil (PIB -0,1% 1T y -0,6% 2T), que parece muy difícil de reconducir a corto plazo sea quien sea el que gane la 2ª vuelta de las elecciones este fin de semana.

Por tanto, se confirma el deterioro del escenario en un doble sentido: por una parte la pérdida de tracción de la recuperación global, que terminará afectando a EE.UU., aunque tarde más en llegar, y, por otra, un mercado probablemente bloqueado por el impacto de lo sucedido, parado durante un tiempo, al menos hasta que se libere de las siguientes incertidumbres: los test de estrés a los bancos europeos (26/10), las elecciones en Brasil (26/10), las ventas de la campaña de Navidad americana (Acción de Gracias es el 20/11, fecha en la que los gestores americanos suelen dar por cerrado el año) y el resultado del T-LTRO 2 del 10/12 (entrega de liquidez condicionada por parte del BCE), que podría volver a decepcionar. El problema es que resulta muy difícil identificar posibles estímulos. Los resultados empresariales americanos del 3T podrían rondar el +4%/+5% esperado (BPA), pero la probabilidad de que los europeos sean débiles es elevada. Por otra parte, no deberíamos tener demasiadas esperanzas depositadas en que los bancos centrales salven la situación esta vez... salvo, tal vez, un **reenfoque más "dovish" por parte de la Fed**, retrasando la primera subida de tipos o incluso también el "tapering", lo que daría algo de soporte al mercado. En ese sentido interpretamos las intervenciones de Bullard (Fed) y Haldane (BoE) el viernes, pero una cosa es que las caídas se suavicen o detengan y otra distinta que se transformen en rebotes. El mercado ha perdido tono y tardará tiempo en recuperarlo. Para ello necesita estímulos, difíciles de identificar ahora. No obstante, es importante aclarar que **no hay un problema de valoraciones, sino de mercado**. Las compañías valen mucho más que antes, pero no tanto debido a una generosa mejora de las expectativas de beneficios, sino más bien a unos niveles de tipos ultra-reducidos (a los que se descuentan los flujos estimados). Sin embargo, los bonos valen proporcionalmente aún más porque, además de verse favorecidos por unos tipos bajísimos, la inflación ha desaparecido... lo cual no favorece las valoraciones de las compañías porque limita el incremento de los ingresos. Planteado en positivo, **estas caídas generarán de nuevo estupendas oportunidades porque el ritmo de la recuperación económica se ha ralentizado, pero ésta no se ha frustrado**. El escenario se ha deteriorado, pero no ha cambiado a contractivo y ese enfoque terminará imponiéndose. Además, la elevada liquidez existente terminará dirigiéndose a bolsas e inmobiliario... después de encarecer los bonos hasta niveles (aún más) sorprendentes. El problema es que, mientras el contexto mejora de nuevo, podemos dar por perdido 2014 porque, cuando las bolsas se estabilicen, permanecerán planas durante un tiempo debido a la falta de estímulos.

En el **rabioso corto plazo**, tendremos macro débil en China (mañana PIB 3T +7,2% esperado y el jueves PMI de HSBC 49,9, en contracción) y en la UEM (el jueves se publicarán unos PMIs al límite o por debajo de los 50 puntos), aunque probablemente el tono será decente en EE.UU. (el jueves se publicará un Indicador Adelantado mejorando +0,7% vs +0,2% anterior). Pero el fin de semana sabremos el resultado de los test de estrés a los bancos europeos (se publican el domingo 26, pero se comunican a cada banco el viernes 24, de manera que la probabilidad de filtraciones es elevada) y de las **elecciones en Brasil**, lo que introducirá cierta tensión a lo largo de la semana. No parece que en un contexto tan confuso las bolsas puedan rebotar con determinación, ni siquiera a corto plazo, por lo que conviviremos con una **volatilidad elevada**. Lo mejor que podemos esperar son saldos planos y cierta estabilización... salvo que los cazadores de gangas se arriesquen como hicieron el viernes, pero no es un respaldo en que se deba confiar. Tiene sentido reducir exposición a riesgo hasta que aparezcan ciertos estímulos, hoy inidentificables por otra parte.

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC).

Ramón Forcada

Jesús Amador Castrillo

Pilar Aranda Barrio

Pág. 1 de 7

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

Eva del Barrio Arranz

Ana de Castro

Rafael Alonso

Ramón Carrasco

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

Metodologías de valoración aplicadas (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value, PER teórico, 2R10R Alcobendas Madrid

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

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

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

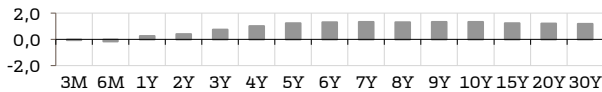
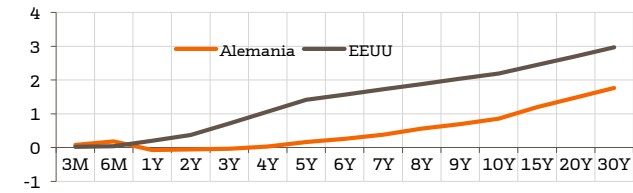
Semana del 20 al 27 de octubre

Tipos de interés

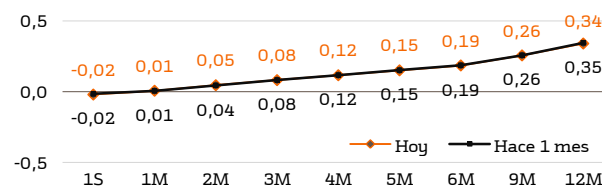
	17-oct-14	10-oct-14	+/- sem.	+/- año
Alemania 2 años	-0,05%	-0,06%	0,2	-26,6
Alemania 10 años	0,85%	0,89%	-3,3	-107,5
EEUU 2 años	0,37%	0,42%	-5,3	-0,9
EEUU 10 años	2,21%	2,28%	-7,1	-81,9

* Diferenciales en puntos básicos.

Curva de Tipos EEUU vs Alemania



Euribor por plazos (hoy vs hace 1 mes)

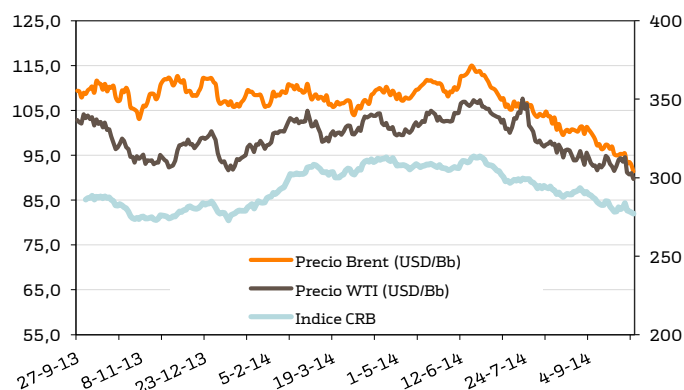


* Curva tipos de interés cp Eurozona.

Evolución semanal principales divisas

	Último	10-oct-14	+/- sem.	% año
Euro-Dólar	1,2756	1,2628	1,3	-7,2%
Euro-Yen	136,79	135,960	83,0	5,8%
Euro-Libra	0,79	0,785	0,7	4,8%
Euro-CHF	1,21	1,209	-0,1	1,7%

Evolución petróleo e índice materias primas (CRB)



Emisiones de la semana

Día/Hora	País	Emisión
L; 14:50h	FR	Emite 7,700 M€ en letras
M; 10:30h	ESP	Emite letras a 3 y 9 meses
M; 10:30h	GB	Emite 3.000 MGBP en bonos a 10 A
X; 11:30h	ALE	Emite 2.000 M€ en bonos a 32 A
X; 13:00h	RUS	Emite bonos

Bonos: "Mejor semana para periféricos que "core"

La semana pasada los bonos periféricos se vieron afectados por la tensión procedente de Grecia, ya que existe el temor a que pueda necesitar un nuevo tramo de asistencia. A esto se unió que Syriza, principal de la oposición y contrario a la austeridad, está ganando intención de voto. Finalmente, Fitch alertó de que los principales bancos griegos podrían afrontar problemas de solvencia. Todo esto provocó un incremento de la TIR de los bonos periféricos e hizo que el Tesoro español tuviera que emitir Bonos a 2024 y 2028 a unas rentabilidades más ajustadas que en subastas previas sin llegar a cubrirse. A su vez, se produjo una caída de la TIR de los bonos "core": la del Bund se llegó a situar por debajo de 0,75%, mínimo histórico, aunque aumentó a final de semana. También cayó la TIR del T-Note, después de que los bonos cotizaran una cifra de Ventas Minoristas débil que recogía que probablemente la Fed tenga que posponer las subidas de tipos. De cara a la próxima semana la situación debería estabilizarse y producirse una reducción de la TIR de los periféricos y ascensos en "core". Rango estimado TIR Bund: 0,82%-0,89%.

Divisas: "La macro europea pesará en el euro."

Eurodólar (€/€). Unas cifras de ventas minoristas de EEUU débiles provocaron la depreciación del dólar, de forma que el cruce eurodólar subió de niveles de 1,2650 a 1,2825 a finales de semana. Creemos que el dólar seguirá apreciándose aunque puedan vivirse episodios de *pull-back* como el de la semana pasada. De cara a los próximos días, la macro europea (PMIs, Conf. Consumidor) volverá a dejar patente la debilidad cíclica actual por lo que es probable que el euro se debilite. Rango estimado semanal: 1,260-1,280.

Eurolibra (€/£). Durante la semana pasada vimos que fue el Euro se quedó ligeramente por encima de Libra tras unos días de intensa actividad en los mercados. La Libra volvió a testear la resistencia del 0,80 pero finalmente la perdió. Para los próximos días los datos macroeconómicos de Reino Unido son lo suficientemente relevantes para que se produzcan importantes movimientos. Creemos que el saldo final será de apreciación porque los datos corroborarán la buena salud de Reino Unido. Rango estimado semanal: 0,802-0,783.

Euroyen (€/JPY). La volatilidad del mercado, en particular el miércoles y jueves, hicieron que la cotización del yen comportase como divisa refugio. De esta forma, se apreció hasta niveles de 134,14. El mal dato conocido el miércoles (producción industrial) apenas tuvo impacto en la cotización. Esta semana se conocerán varios datos macroeconómicos relevantes (Índice adelantado y Balanza Comercial) que determinarán en gran medida la evolución del yen. Pensamos que cotizará hacia niveles próximos a 137. Rango estimado semana: 135,0 - 137,5.

Eurosuizo (€/CHF). Los datos macro en Suiza muestran un fuerte deterioro de las expectativas de los inversores (Zew) y una caída en los precios de importación que dificultan los efectos de la política monetaria del SNB y el repunte de la inflación. A pesar de ello, la cotización del franco continúa muy soportada por el aumento de la volatilidad y de la incertidumbre acerca del crecimiento económico global y esperamos que continúe cotizando en un rango estrecho de cotización. Rango estimado (semanal): 1,209/1,205

Principales indicadores macroeconómicos de la semana

Día	País	Dato	Mes	Tasa	(e)	Previo
L;8:00h	ALE	Precios producción	Sep	a/a	--	-0.8%
M;4:00h	China	PIB a/a	3T	a/a	7.2%	7.5%
M;4:00h	China	Prod. Industrial	Sep	a/a	7.5%	6.9%
M;4:00h	China	Ventas Minoristas	Sep	a/a	11.7%	11.9%
M;16:00h	EEUU	Vtas. Vivienda 2ª mano	Sep	M	5.09M	5.05M
X;10:30h	GB	Actas del BoE				
X;14:30h	EEUU	IPC	Sep	a/a	1.6%	1.7%
J;3:45h	China	PMI HSBC	Oct P	a/a	49.9	50.2
J;9:00h	ESP	Tasa de paro	3T	%	24.10%	24.47%
J;10:00h	UEM	PMI Compuesto	Oct P	Ind.	51,5	52,0
J;10:00h	UEM	PMI Manufacturero	Oct P	Ind.	49,9	50,3
J;10:00h	UEM	PMI Servicios	Oct P	Ind.	52,0	52,4
J;10:30h	GB	Vtas. Minoristas (ex - autos)	Sep	a/a	3,40%	4,5%
J;14:30h	EEUU	Paro larga duración		000	2380	2389
J;14:30h	EEUU	Paro semanal		000	284	264
J;16:00h	UEM	Confianza del consumidor	Oct A	Ind.	-12,0	-11,4
J;16:00h	EEUU	Indicador Adelantado	Sep		0,7%	0,2%
V;9:00h	ESP	Precios producción	Sep	a/a	--	-0.6%
V;10:30h	GB	PIB trimestral	3T A	t/t	0.7%	0.9%
V;16:00h	EEUU	Vtas. Vivienda nueva	Sep	000	473K	504K
D; s/h	UEM	El BCE publica los resultados del "AQR" y "stress test" a la banca				
D; s/h	BR	Elecciones presidenciales en Brasil				

Tabla 1.2.- Información elaborada por Bankinter con datos de Bloomberg

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC).

Ramón Forcada Jesús Amador Castrillo Pilar Aranda Barrio Ramón Carrasco <http://broker.bankinter.com/>
 Eva del Barrio Arranz Ana de Castro Rafael Alonso Belén San José Ana Achau (Asesoramiento) Avda. Bruselas, 12
<http://www.bankinter.com/>

Metodologías de valoración aplicadas (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value, PER teórico. 28108 Alcobendas. Madrid

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

Todos nuestros informes disponibles en: www/broker.bankinter.com/www/es-es/cqi/broker+asesoramiento?secc=ASES&subs=IMAS

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

1.- Entorno Económico

EE.UU./FED.- Bullard (Fed de Saint Louis) se pronunció el viernes a favor de extender el QE3 más allá de octubre, cuando está previsto que termine, mientras que Rosengren (Fed de Boston) ha declarado este fin de semana que debería terminar en octubre, a menos que "algo dramático suceda", pero que el mensaje de la Fed no debería experimentar cambios de momento, incluyendo la expresión que se refiere al mantenimiento de tipos bajos "durante un periodo considerable de tiempo".

REINO UNIDO/BoE.- (i) Su economista jefe, Andy Haldane, se pronunció el viernes a favor de **retrasar las subidas de tipos** ante la evidencia del debilitamiento de la economía global, menores presiones inflacionistas y el reducido crecimiento de los salarios reales. Se deduce que probablemente reenfocará a la baja su visión sobre la economía británica. Estas declaraciones, unidas a las realizadas por Bullard (Fed) también el viernes en favor de retrasar el "tapering", fueron lo más importante de la sesión y lo que proporcionó soporte para el rebote de las bolsas. (ii) **Precios de Vivienda** en Octubre según Rightmove: m/m +2,6% vs +0,9% sept; a/a +7,6% vs +7,9% ant. Aunque sigan subiendo precios, lo más positivo es que desaceleran, como se puede apreciar en la tasa interanual (a/a).

UEM/BCE.- Hoy empieza a comprar ABS y titulizaciones.

JAPÓN.- (i) Abe declara al FT que no sería adecuado realizar la **2ª subida del impuesto al consumo** prevista para octubre de 2015 a la vista del duro impacto que ha tenido sobre la economía la primera, aplicada en abril de este año. Esta es la principal razón por la que el Nikkei ha rebotado +4% esta noche. En nuestra Estrategia de Inversión 4T'14 indicábamos que tendría que retrasarla, al menos. Recordatorio: la 1ª subida del impuesto al consumo se aplicó en Japón en abril y fue desde 5% hasta 8% y la 2ª estaba previsto que se aplicara en octubre 2015, desde 8% hasta 10%. Además, Abe ha comentado que las **inversiones del fondo de pensiones estatal**, uno de los mayores del mundo, deben redirigirse más rápidamente **hacia activos de riesgo**, subiendo desde el 12% actual en esta clase de activos (bolsas fundamentalmente) hasta el 25%. Esta es otra razón para la subida de +4% el Nikkei anoche. (ii) **Dimite la Ministra de Economía** por malversación de fondos públicos. (iii) **Ventas Por Menor**, sept.: a/a -0,7% vs -0,3% agosto (Tokio +0,5% vs +1,3%). Como es lógico, siguen afectadas por la subida de impuestos en abril. En marzo fue el último mes que observaron crecimiento (+25,4%), habiendo sido junio el peor mes desde entonces (-4,6%). (iv) **Indicador Adelantado** final de agosto revisado al alza desde 104,0 hasta 104,4. (v) **Indicador Coincidente** de agosto revisado ligeramente a la baja desde 108,5 hasta 108,3.

ALEMANIA.- Precios Producción de sept.: m/m 0% vs 0% esperado vs -0,1% agosto; a/a -1% vs -1% esperado vs -0,8% anterior.

RUSIA.- La agencia de calificación de riesgos Moody's ha rebajado su rating un escalón desde Baa1 hasta Baa2 con perspectiva negativa por los efectos de la crisis de Ucrania, la salida de capitales y la caída del precio del crudo. De momento se mantiene dentro del rango de grado de inversión pero se acerca a la zona de bono basura donde podría descender si la situación económica continúa deteriorándose.

Leer más en: https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis/analisis_bankinter/indicadores_macro

2.- Bolsa española

FCC (Vender; Cierre: 13,7€; Var. Día: +4,9%): El Consejo aprueba la **ampliación de capital de 1.000 M€.** Dicha ampliación de capital, que debe ser aprobada en una Junta General de Accionistas convocada el día 20 de noviembre, se destinará a cancelar parte de un préstamo de 1.350 M€ con un coste financiero inicial de Euribor +11% que se va incrementando progresivamente hasta alcanzar Euribor +16%. La recapitalización de FCC implicará la pérdida de control de la compañía por parte de Koplowitz, que verá reducida su participación desde el 50,1% hasta un porcentaje inferior al 30%, ya que se verá obligada a vender buena parte de los derechos de suscripción preferente. El acuerdo alcanzado en el Consejo es positivo, ya que permite desbloquear una ampliación de capital que es esencial para que la compañía reduzca su endeudamiento y sus costes financieros, por lo que la cotización repuntó el pasado viernes. Sin embargo, conviene recordar que dicha ampliación tendrá un efecto dilutivo sobre los accionistas actuales, ya que la ampliación equivale a más del 50% de la capitalización actual del grupo y que dicha ampliación de capital se realizará probablemente con un descuento sobre la cotización actual de la compañía. **Impacto: Positivo.**

3.- Bolsa europea

LUFTHANSA (Cierre: 11,665€; Var. Día: +2,37%): Nueva huelga.- El sindicato de pilotos alemanes VC (representa a 5.400 pilotos aproximadamente) ha convocado una huelga desde hoy hasta mañana a las 21:59h. Unos 1.500 vuelos serán cancelados como medida de presión para que la compañía restablezca las condiciones de jubilación que tenían sus empleados: les permitía retirarse anticipadamente a los 55 años cobrando hasta el 60% del salario hasta que comienzan a recibir el pago de la pensión regular. La aerolínea está dispuesta a mantener estas condiciones a los empleados que empezaron a recibirlo antes de 2014, con el objetivo de elevar la edad mínima para jubilarse anticipadamente. Se trataría de la octava huelga en el año. La oleada de huelgas en el sector (recientemente fue Air Europa) suponen importantes pérdidas para las compañías, que además se encuentran negativamente afectadas por el asunto de ébola. El valor debería verse penalizado durante las próximas sesiones. **Impacto: Negativo.**

Equipo de Análisis de Bankinter:

Ramón Forcada Eva del Barrio Jesús Amador Belén San José

Rafael Alonso Pilar Aranda Ana de Castro Ana Achau (Asesoramiento)

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

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 del su ratón.

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

Avenida de Bruselas, 12
28108 Alcobendas, Madrid

SAP (Cierre: 54,01; Var. Día: +3,99%).- Ha publicado **resultados del tercer trimestre** (en línea en ventas y ligeramente peores de lo esperado en operativo) y revisa a la baja su estimación de beneficios para el ejercicio. Resultados 3T'2014: Ventas 4.250 M€ (+5%) vs 4.200M€. Beneficio operativo 1.355M€ (+5%) vs 1.370M€. Por otro lado, **revisa a la baja su previsión de beneficio operativo** para el ejercicio, situándolo entre 5.600M€ y 5.800M€, desde la estimación anterior: 5.800M€ y 6.000M€. Esta revisión es consecuencia de que los clientes están comprando sus programas por internet (*cloud software*) en vez de adquirir paquetes informáticos. Las principales ventajas del *cloud software* para las compañías es que no tienen que realizar pagos por adelantado (*upfront costs*), ni necesitan instalaciones o *hardware* especial para este *software*. De esta forma, los clientes de SAP tienen mayor flexibilidad para adecuarse a los cambios de mercado. **Impacto: Negativo.**

AIRBUS (Comprar; Cierre: 43,96€; Var: +2,83 %): **Obtiene un pedido de 250 aviones de la compañía india IndiGo.**- El pedido de 250 aviones A320neo supone el mayor contrato de venta de Airbus por número de aviones, con un valor de 26.000 M\$ según precio de catálogo. IndiGo es la compañía que está registrando un mayor crecimiento en el mercado de aviación indio, para el que se espera un significativo crecimiento en los próximos años. Este pedido puede contribuir a estabilizar la acción de Airbus, que sufrió un retroceso de -2% a lo largo de la semana pasada, como consecuencia del sell-off de acciones que afectó especialmente a compañías vinculadas al ciclo económico. **Impacto: Positivo.**

BMW (Comprar; Cierre: 80,57€; Var. Día: +3,49%): **Confirma sus objetivos para el año 2014 y anuncia más crecimiento en 2015.**- El director financiero de la compañía ha reiterado que BMW cerrará el año 2014 con un margen operativo en el rango 8% / 10% y un incremento de +10% en el beneficio. Durante el año 2015 los resultados de la compañía continuarán mejorando debido al impacto positivo en las ventas del lanzamiento de nuevos modelos, aunque no se han concretado cifras. Este guidance positivo puede favorecer la cotización de BMW ya que vendría a confirmar que la compañía alemana no se verá tan negativamente afectada por la desaceleración de la economía global como otras empresas de un sector muy vinculado al ciclo económico. **Impacto: Positivo.**

ADIDAS (Cierre: 54,6€; Var.: +1,4%): **Un consorcio de inversores ofrece a Adidas 1.700M€ para quedarse con Reebok.**- Adidas compró Reebok por 3.000M€ en 2006 para afianzar su presencia en EE.UU. y competir con Nike Inc pero la expectativa de generar nuevos ingresos (plusvalías) ocasionará que las acciones suban en el corto plazo. **Impacto: Positivo.**

4.- Bolsa americana y otras

S&P por sectores.-

Los mejores: Industriales +1,9%; Salud +1,6%; Materiales Básicos +1,3%.

Los peores: *Utilities* +0,7%; Energía +0,9%; Telecom +1,1%.

En el capítulo de los resultados empresariales, el viernes presentaron: Bank of New York Mellon (0,64\$ vs. 0,61\$ e); General Electric (0,38\$ vs. 0,373\$e); Honeywell International (1,47\$ vs. 1,411\$ e) y Morgan Stanley (0,65\$ vs. 0,538\$ e).

Hoy presentan (BPA estimado) nombres más relevantes: Antes de la apertura Halliburton (1,098\$ e). A las 22:30h Texas Instruments (0,713\$ e), y tras el cierre del mercado, Apple (1,302\$ e).

Hasta el momento han publicado resultados 81 compañías del S&P 500 y **el BPA ha aumentado de media a/a +5,14% vs +4,9%** (ex - financieras +5,4%) que se estimaba al inicio de la temporada de resultados. El 69,1% de las compañías han sorprendido positivamente, el 13,6% han decepcionado y el 17,3% de las compañías han presentado resultados en línea con las expectativas.

Entre las compañías que **MEJOR EVOLUCIÓN** mostraron destacó **ALCOA (15,6\$; +7%)**, después de que una casa de análisis internacional revisara al alza el precio objetivo. **UNITEDHEALTH (88,2\$; +3,3%)** tras presentar el jueves unos resultados mejores de lo esperado y el viernes descontarlo el mercado. Tras estos resultados alentadores, varias casas de análisis revisaron al alza sus precios objetivo, lo que también impulsó al valor. **AMERICAN EXPRESS (82,56; +2,9%)** tras comunicar que implantará un nuevo sistema para incrementar la seguridad en los pagos y reducir así el fraude.

Entre los valores que **PEOR EVOLUCIÓN** ofrecieron se encuentran: (i) **URBAN OUTFITTERS (29,6\$; -14,3%)** después de anunciar que sus ingresos correspondientes al tercer trimestre se verán afectados por una caída en el nivel de ventas. (ii) **GOOGLE (511,2\$; -2,5%)** después de que sus resultados 3T'14 se situaran por debajo de expectativas en términos de ventas, por menores ingresos procedentes del área de publicidad. Además, también decepcionó en términos de BPA hasta 6,35\$ vs 6,53\$ estimado. (iii) **NETFLIX (357,1; -1,3%)** sus acciones cayeron después de anunciar una desaceleración en el ritmo de crecimiento de los suscriptores en el tercer trimestre, afectados por el aumento de precio de 1\$ para nuevos clientes. A pesar de ello, el inversor Mark Cuban anunció el viernes que ha comprado 50.000 acciones (sin especificar el porcentaje de participación total), después de la fuerte caída en la cotización de los últimos dos días.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Ramón Forcada Eva del Barrio Jesús Amador Belén San José

Rafael Alonso Pilar Aranda Ana de Castro Ana Achau (Asesoramiento)

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

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 del su ratón.

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

Avenida de Bruselas, 12
28108 Alcobendas, Madrid

MORGAN STANLEY (33,2\$; +2,1%): Resultados 3T 2014 baten expectativas.- Ventas 8.692\$ (+12%) vs 8.160 e.; BNA 1.650M\$ (+87%); BPA 0,65\$ vs 0,538\$. Estos resultados se han visto impulsados por un incremento de las operaciones en el área de intermediación, gestión de patrimonios y un incremento de los ingresos por la comercialización de bonos, divisas y materias primas. **Actividad: Financiera.**

GENERAL ELECTRIC (24,8\$; +2,3%): Resultados 3T 2014 mejores de lo esperado.- Ventas 36.200M\$ (+1%); BPA 0,38\$ (+6%) vs 0,37\$. Se produce una mejora del margen operativo de 90 pb. La cartera de pedidos se incrementa +22% alcanzando un nivel récord. La compañía confirma (i) el *guidance* en resultados para el ejercicio, aunque matiza que se localizarán en la parte alta del rango (+4%/+7%). (ii) alcanzará el programa de recorte de gasto de 1.000M\$ previsto para 2014. (iii) Mantiene su estrategia para que en 2016 la división industrial represente el 75% de sus ingresos. **Actividad: Conglomerado Industrial.**

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:

Ramón Forcada Eva del Barrio Jesús Amador Belén San José

Rafael Alonso Pilar Aranda Ana de Castro Ana Achau (Asesoramiento)

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

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 del su ratón.

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

Avenida de Bruselas, 12
28108 Alcobendas, Madrid

INVERSOR LOCAL (Zona Euro): Exposición Recomendada a Bolsas por perfil de riesgo del inversor.

Agresivo	Dinámico	Moderado	Conservador	Defensivo
75% vs 95% anterior	60 vs 80% anterior	40% vs 60% anterior	25% vs 40% anterior	10% vs 25% anterior

INVERSOR GLOBAL: Exposición Recomendada a Bolsas por perfil de riesgo del inversor.

Agresivo	Dinámico	Moderado	Conservador	Defensivo
75% vs 95% anterior	60% vs 80% anterior	40% vs 60% anterior	25% vs 40% anterior	10% vs 25% anterior

Máximo recomendado por perfiles en el momento actual, sobre la parte del patrimonio financiero susceptible de ser invertido en bolsa. Los grados máximos asumibles son: Agresivo 100%; Dinámico 80%; Moderado 65%; Conservador 50%; Defensivo 40%.

Posicionamiento recomendado (cambios indicados en color rojo)

Area Geográfica	Vender/Infraponderar	Neutral	Sobreponderar/Comprar
	Middle East Argentina BRICs (excepto India) Grecia Turquía Europa del Este Latam Australia Canadá Portugal	UEM Japón Sudeste asiático	EEUU España Reino Unido Reino Unido México
Tipo de activo	Petóleo Deuda emergente Materias primas	Bolsas Bonos Convertibles Bonos High Yield	Bonos soberanos Bonos corporativos Inmuebles Oro
Sector	Construcción Petroteras Turismo	Concesiones Inmobiliario Industriales Media Telecos Aerolíneas Financieras Tecnología Biotecnología	Consumo básico Farma Consumo Discrecional Consumo Básico Seguros Utilities
Ideas singulares		XXXXXXXXXX	India Yahoo!

Nuevo posicionamiento geográfico sectorial acorde a la nueva exposición a mercado y estrategia de inversión de 17/oct/2014

Ideas de corto plazo (sólo para perfiles dinámicos y agresivos)

Activo	Recom.	Comentarios	Fecha Entrada	Órdenes límite recomendadas	
			Pr. Entrada	Stop loss	Profit taking
Yahoo! Acción	Comprar (link Nota Especial)	Mantenemos la idea tras el éxito de la salida a bolsa de Alibaba. La suma de la caja de Yahoo! más el valor de Alibaba da un importe inferior a la capitalización bursátil actual de Yahoo!. De esta forma, el negocio "tradicional" de Yahoo valdría negativo. El mercado no está poniendo en precio correctamente a Yahoo! y su evolución a futuro debería seguir siendo positiva. Desde que incorporamos la idea (14/04) la rentabilidad asciende a +24,1% en € y +14,6% en \$.	14/04/2014 33,55€	n/a	n/a
ETF Oro	Comprar	Con la volatilidad e incertidumbre del mercado, el oro podría recobrar atractivo como refugio máxime si tenemos en cuenta que se ha deslizado por debajo de los 1.200\$/onza.	13/10/2014 117,6\$	113,50	122,90

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC).

Ramón Forcada Gallo

Ana de Castro

Pilar Aranda

Belén San José

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

Eva del Barrio

Jesús Amador Castrillo

Rafael Alonso

Ramón Carrasco

Ana Achau (Asesoramiento)

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

Todos nuestros informes disponibles en: www.broker.bankinter.com/www/es-es/cqi/broker+asesoramiento?secc=ASES&subs=IMAS

Avda. de Bruselas, 12

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

28108 Alcobendas

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

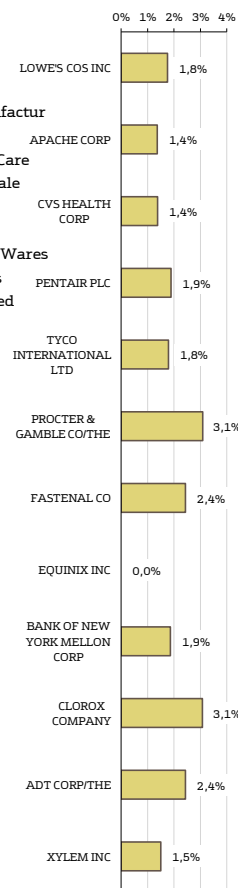
(Madrid)

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

Reparto de dividendos de las compañías americanas

Ex-Dívd 1	Pago 2	Compañía	Tipo	Importe	Rtb.xDiv	Capitaliz.	Mercado	G. Industrial
20-oct-14	05-nov-14	LOWE'S COS INC	Regular Cash	0,2300	USD 1,75%	51.833.164.216	New York	Retail
20-oct-14	21-nov-14	APACHE CORP	Regular Cash	0,2500	USD 1,37%	27.863.160.818	New York	Oil&Gas
21-oct-14	03-nov-14	CVS HEALTH CORP	Regular Cash	0,2750	USD 1,38%	92.603.763.916	New York	Retail
22-oct-14	07-nov-14	PENTAIR PLC	Regular Cash	0,3000	USD 1,88%	12.273.833.997	New York	Miscellaneous Manufactur
22-oct-14	13-nov-14	TYCO INTERNATIONAL LTD	Regular Cash	0,1800	USD 1,79%	17.824.786.304	New York	Electronics
22-oct-14	17-nov-14	PROCTER & GAMBLE CO/THE	Regular Cash	0,6436	USD 3,09%	225.466.210.102	New York	Cosmetics/Personal Care
22-oct-14	21-nov-14	FASTENAL CO	Regular Cash	0,2500	USD 2,43%	12.180.752.225	NASDAQ GS	Distribution/Wholesale
23-oct-14	25-nov-14	EQUINIX INC	Special Cash	7,5700	USD n.d.	10.977.933.007	NASDAQ GS	Internet
24-oct-14	07-nov-14	BANK OF NEW YORK MELLO	Regular Cash	0,1700	USD 1,87%	41.144.830.560	New York	Banks
27-oct-14	14-nov-14	CLOROX COMPANY	Regular Cash	0,7400	USD 3,07%	12.441.924.754	New York	Household Products/Wares
27-oct-14	19-nov-14	ADT CORP/THE	Regular Cash	0,2000	USD 2,44%	5.712.687.236	New York	Commercial Services
27-oct-14	03-dic-14	XYLEM INC	Regular Cash	0,1280	USD 1,50%	6.249.518.447	New York	Machinery-Diversified

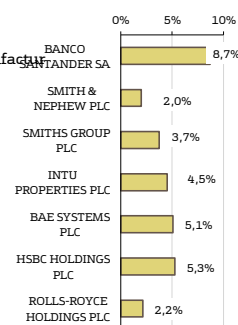
Rent. x Dividendo



Reparto de dividendos de las compañías de FTSE 100, EuroStoxx 50 e Ibex 35

Ex-Dívd 1	Pago 2	Compañía	Tipo	Importe	Rtb.xDiv	Capitaliz.	Mercado	G. Industrial
20-oct-14	06-nov-14	BANCO SANTANDER SA	2nd Interim	0,1510	EUR 8,67%	83.509.042.812	Soc.Bol SIBE	Banks
23-oct-14	11-nov-14	SMITH & NEPHEW PLC	Interim	0,1222	USD 1,99%	8.457.344.780	London	Healthcare-Products
23-oct-14	21-nov-14	SMITHS GROUP PLC	Final	30,5556	GBp 3,74%	4.716.291.610	London	Miscellaneous Manufactur
23-oct-14	25-nov-14	INTU PROPERTIES PLC	Interim	4,6000	GBp 4,53%	4.226.813.480	London	REITS
23-oct-14	01-dic-14	BAE SYSTEMS PLC	Interim	9,1111	GBp 5,08%	14.005.154.590	London	Aerospace/Defense
23-oct-14	10-dic-14	HSBC HOLDINGS PLC	3rd Interim	0,1111	USD 5,27%	119.693.479.969	London	Banks
23-oct-14	06-ene-15	ROLLS-ROYCE HOLDINGS PLC	Return of Ca	9,0000	GBp 2,16%	15.694.971.386	London	Aerospace/Defense

Rent. x Dividendo



Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC).

Ramón Forcada
Eva del Barrio

Ana de Castro
Jesús Amador

Pilar Aranda
Rafael Alonso

Belén San José
Ramón Carrasco

Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

Avda. Bruselas, 12

(1) "Ex-divd.": Fecha a partir de la cual la adquisición de una acción no da derecho al dividendo. (2) "Pago": Fecha en que se produce el pago efectivo del dividendo. 28108 Alcobendas, Madrid

Todos nuestros informes disponibles en: www/broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=ASES&subs=IMAS

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

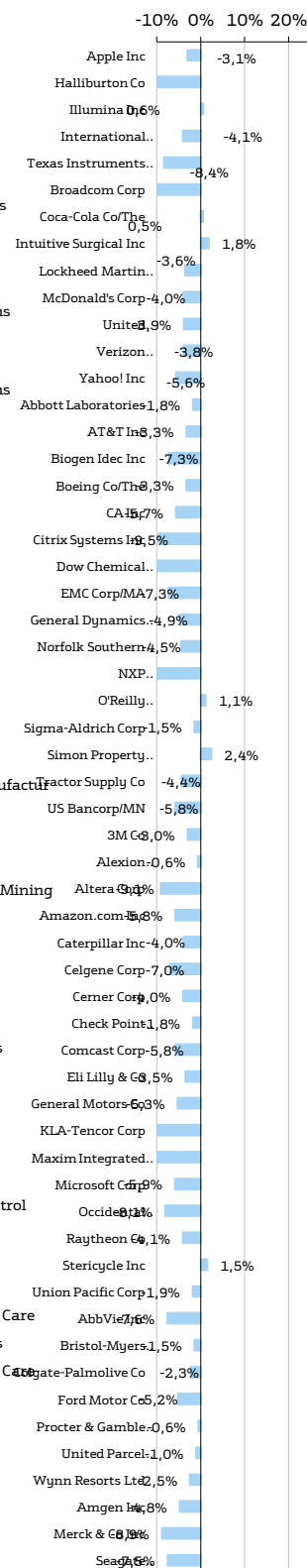
<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf>

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

Resultados principales compañías americanas

Variación mensual

Fecha	Compañía	BPAe	BPA % a/a	ubicación	% mes	Capitalizac. G. Industrial
20-oct-14	Apple Inc	1,302 \$/acc	-0,4%	Confirmed	-3,1%	584.835 Computers
20-oct-14	Halliburton Co	1,098 \$/acc	-24,7%	Confirmed	-18,5%	44.738 Oil&Gas Services
20-oct-14	Illumina Inc	0,558 \$/acc	27,8%	Confirmed	0,6%	22.988 Biotechnology
20-oct-14	International Business M	4,317 \$/acc	7,9%	Confirmed	-4,1%	181.612 Computers
21-oct-14	Texas Instruments Inc	0,771 \$/acc	3,2%	Confirmed	-8,4%	46.620 Semiconductors
21-oct-14	Broadcom Corp	0,838 \$/acc	10,8%	Confirmed	-20,7%	21.140 Semiconductors
21-oct-14	Coca-Cola Co/The	0,527 \$/acc	3,4%	Confirmed	0,5%	188.068 Beverages
21-oct-14	Intuitive Surgical Inc	3,717 \$/acc	30,3%	Confirmed	1,8%	16.906 Healthcare-Products
21-oct-14	Lockheed Martin Corp	2,722 \$/acc	15,3%	Confirmed	-3,6%	55.936 Aerospace/Defense
21-oct-14	McDonald's Corp	1,365 \$/acc	2,4%	Confirmed	-4,0%	89.395 Retail
21-oct-14	United Technologies Corp	1,809 \$/acc	6,1%	Confirmed	-3,9%	92.881 Aerospace/Defense
21-oct-14	Verizon Communications	0,905 \$/acc	15,3%	Confirmed	-3,8%	199.261 Telecommunications
21-oct-14	Yahoo! Inc	0,312 \$/acc	45,8%	Confirmed	-5,6%	38.243 Internet
22-oct-14	Abbott Laboratories	0,598 \$/acc	-59,2%	Confirmed	-1,8%	61.441 Pharmaceuticals
22-oct-14	AT&T Inc	0,639 \$/acc	6,7%	Confirmed	-3,3%	176.739 Telecommunications
22-oct-14	Biogen Idec Inc	3,458 \$/acc	28,1%	Confirmed	-7,3%	72.428 Biotechnology
22-oct-14	Boeing Co/The	1,949 \$/acc	41,8%	Confirmed	-3,3%	88.808 Aerospace/Defense
22-oct-14	CA Inc	0,623 \$/acc	9,3%	Confirmed	-5,7%	11.727 Software
22-oct-14	Citrix Systems Inc	0,728 \$/acc	-9,3%	Confirmed	-9,5%	10.615 Software
22-oct-14	Dow Chemical Co/The	0,673 \$/acc	13,1%	Confirmed	-12,2%	54.988 Chemicals
22-oct-14	EMC Corp/MA	0,462 \$/acc		Confirmed	-7,3%	54.997 Computers
22-oct-14	General Dynamics Corp	1,912 \$/acc	-4,7%	Confirmed	-4,9%	40.409 Aerospace/Defense
22-oct-14	Norfolk Southern Corp	1,824 \$/acc	-0,8%	Confirmed	-4,5%	32.976 Transportation
22-oct-14	NXP Semiconductor NV	1,310 \$/acc	282,4%	Confirmed	-11,7%	15.211 Semiconductors
22-oct-14	O'Reilly Automotive Inc	1,955 \$/acc	19,3%	Confirmed	1,1%	15.781 Retail
22-oct-14	Sigma-Aldrich Corp	1,050 \$/acc	4,0%	Estimated	-1,5%	15.946 Chemicals
22-oct-14	Simon Property Group Inc	0,844 \$/acc	-58,3%	Confirmed	2,4%	52.339 REITS
22-oct-14	Tractor Supply Co	0,503 \$/acc	12,7%	Confirmed	-4,4%	8.100 Retail
22-oct-14	US Bancorp/MN	0,779 \$/acc	9,0%	Confirmed	-5,8%	70.996 Banks
23-oct-14	3M Co	1,961 \$/acc	-1,2%	Confirmed	-3,0%	89.031 Miscellaneous Manufact
23-oct-14	Alexion Pharmaceuticals	1,161 \$/acc	13,2%	Confirmed	-0,6%	32.590 Biotechnology
23-oct-14	Altera Corp	0,372 \$/acc	5,7%	Confirmed	-9,1%	10.048 Semiconductors
23-oct-14	Amazon.com Inc	-0,032 \$/acc	-35,7%	Confirmed	-5,8%	140.293 Internet
23-oct-14	Caterpillar Inc	1,337 \$/acc	-4,7%	Confirmed	-4,0%	59.677 Machinery-Constr&Mining
23-oct-14	Celgene Corp	0,948 \$/acc	11,3%	Confirmed	-7,0%	70.453 Biotechnology
23-oct-14	Cerner Corp	0,422 \$/acc	21,6%	Confirmed	-4,0%	19.505 Software
23-oct-14	Check Point Software Tecl	0,899 \$/acc	14,5%	Confirmed	-1,8%	12.978 Software
23-oct-14	Comcast Corp	0,707 \$/acc	13,3%	Confirmed	-5,8%	131.152 Media
23-oct-14	Eli Lilly & Co	0,666 \$/acc	23,9%	Confirmed	-3,5%	69.921 Pharmaceuticals
23-oct-14	General Motors Co	0,973 \$/acc	-28,0%	Confirmed	-5,3%	48.526 Auto Manufacturers
23-oct-14	KLA-Tencor Corp	0,458 \$/acc	-28,2%	Confirmed	-13,1%	11.283 Semiconductors
23-oct-14	Maxim Integrated Produc	0,370 \$/acc	2,2%	Confirmed	-13,2%	7.456 Semiconductors
23-oct-14	Microsoft Corp	0,532 \$/acc	-22,1%	Confirmed	-5,9%	359.505 Software
23-oct-14	Occidental Petroleum Cor	1,661 \$/acc	-12,0%	Confirmed	-8,1%	68.888 Oil&Gas
23-oct-14	Raytheon Co	1,597 \$/acc	12,0%	Confirmed	-4,1%	30.283 Aerospace/Defense
23-oct-14	Stericycle Inc	1,059 \$/acc	12,8%	Confirmed	1,5%	10.036 Environmental Control
23-oct-14	Union Pacific Corp	1,510 \$/acc	13,4%	Confirmed	-1,9%	95.486 Transportation
24-oct-14	AbbVie Inc	0,771 \$/acc		Estimated	-7,6%	85.043 Pharmaceuticals
24-oct-14	Bristol-Myers Squibb Co	0,420 \$/acc	-35,9%	Confirmed	-1,5%	83.592 Pharmaceuticals
24-oct-14	Colgate-Palmolive Co	0,753 \$/acc	6,5%	Confirmed	-2,3%	58.205 Cosmetics/Personal Care
24-oct-14	Ford Motor Co	0,197 \$/acc	5,1%	Confirmed	-5,2%	54.376 Auto Manufacturers
24-oct-14	Procter & Gamble Co/The	1,074 \$/acc	2,9%	Confirmed	-0,6%	225.466 Cosmetics/Personal Care
24-oct-14	United Parcel Service Inc	1,281 \$/acc	4,0%	Confirmed	-1,0%	88.847 Transportation
24-oct-14	Wynn Resorts Ltd	1,828 \$/acc	52,6%	Estimated	-2,5%	18.491 Lodging
27-oct-14	Amgen Inc	2,107 \$/acc	26,4%	Confirmed	-4,8%	101.552 Biotechnology
27-oct-14	Merck & Co Inc	0,877 \$/acc	-14,1%	Confirmed	-8,9%	155.828 Pharmaceuticals
27-oct-14	Seagate Technology PLC	1,244 \$/acc	326,5%	Confirmed	-7,5%	17.264 Computers



Bankinter Análisis

Ramón Forcada
Eva del Barrio

Jesús Amador
Ana de Castro

Ramón Carrasco
Rafael Alonso

Belén San José
Pilar Aranda

Ana Achau (Asesoamiento)

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

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

Avda. Bruselas, 12

Todos los informes se encuentran aquí: <https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento>

28108 Alcobendas, Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://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.

La estabilización de las bolsas será "miserable" y no inmediata. El escenario se ha deteriorado, aunque siga siendo de recuperación, de manera que las compañías valen menos y hay que rehacer los cálculos. Bajamos exposición.

Resumen.- *Reducimos niveles de exposición recomendados, que publicaremos formalmente el lunes en nuestra Estrategia de Inversión Semanal: el Perfil Agresivo baja desde 95% hasta 75%, el Dinámico desde 80% hasta 60%, el Moderado desde 60% hasta 40%, el Conservador desde 40% hasta 25% y el Defensivo desde 25% hasta 10%. Mañana aplicaremos estos cambios a nuestras Carteras Modelo de Fondos y de Acciones, los cuales serán publicados a lo largo del día. Aún en el caso de que el mercado se estabilizase antes de lo que pensamos, estas bajadas de exposición serían adecuadas porque los niveles actuales están pensados para un mercado alcista y una economía en expansión... y, aunque consideramos que el escenario de recuperación económica sigue vigente, sí se ha producido un deterioro del mismo que ha dado un vuelco al mercado que no puede ser ignorado.*

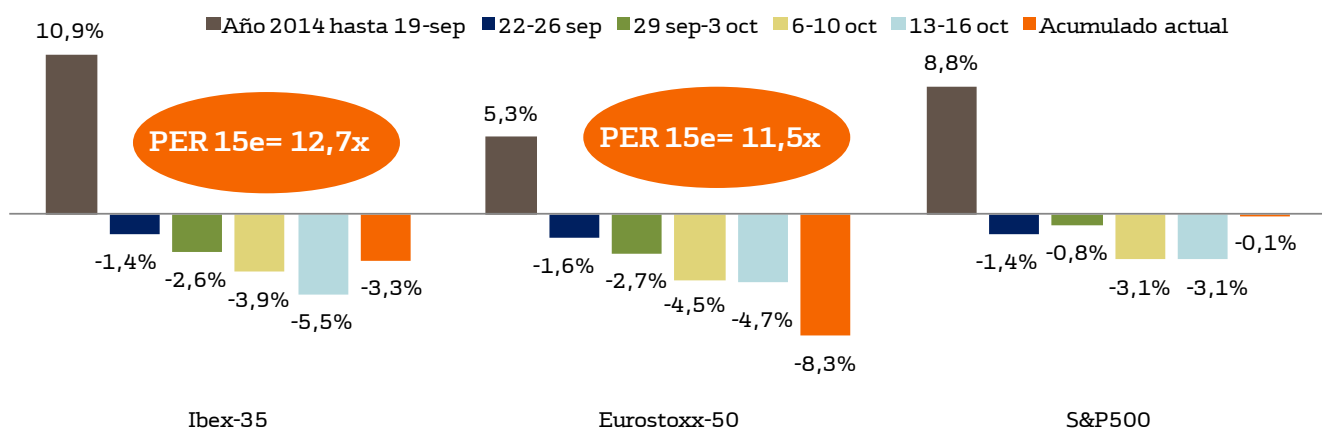
No hay un problema de valoraciones, sino de mercado. Las compañías valen mucho más que antes, pero no tanto debido a una generosa mejora de las expectativas de beneficios, sino más bien a unos niveles de tipos ultra-reducidos (a los que se descuentan los flujos estimados). Sin embargo, los bonos valen proporcionalmente aún más porque, además de verse favorecidos por unos tipos bajísimos, la inflación ha desaparecido... lo cual no favorece las valoraciones de las compañías porque limita el incremento de los ingresos.

Sin duda, podríamos haber reaccionado antes, pero estamos a tiempo de reducir exposición para evitar daños mayores. Hemos esperado 3 semanas para poder diferenciar entre una fase de ajuste y un deterioro del escenario, pero conscientes (y así lo transmitimos) de que si dicho rebote no tenía lugar transcurrido ese plazo el escenario se habría deteriorado y entonces bajaríamos exposición. Hemos seguido el plan y los tiempos establecidos. Actuar antes sólo hubiera sido posible dejándose guiar por la intuición y eso es peligroso.

1.- ¿Qué ha ocurrido?

Tres causas explican lo sucedido. En primer lugar, las bolsas han tenido que encajar un "pack de eventos adversos" no necesariamente económicos: el ébola, la confusión sobre el desenlace de los test de estrés a los bancos europeos con cambios de criterio de última hora, el secesionismo, Ucrania, el avance del ISIS, las protestas en Hong Kong... El impacto de todos estos eventos sobre el sentimiento del mercado no es cero. En algunos casos va más allá de influir sobre el sentimiento: el conflicto entre Rusia y Ucrania ha llevado al aislamiento económico de la primera, que entrará enseguida en recesión, podría tener problemas para pagar su deuda en un par de años si su situación no cambia y, además, influye negativamente y de forma tangible sobre el sector exterior alemán.

Evolución principales bolsas semana a semana desde el inicio de las caídas, saldos previo y actual .



Fuente: Bloomberg. Elaboración Análisis Bankinter.

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):
Ramón Forcada
Eva del Barrio

Pilar Aranda
Ana de Castro

Analista principal de este informe: Jesús Amador
Rafael Alonso
Belén San José

Ana Achau (Asesoramiento)
Ramón Carrasco

<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>
Paseo de la Castellana, 29

Todos los informes disponibles en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP> 28046 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://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.

A continuación, han tenido que aceptar la **pérdida de tracción de la UEM, Brasil, China y Rusia**. Lo más grave es el cambio de percepción sobre la Eurozona debido, por un lado, al agotamiento de la capacidad del BCE para actuar y, por otro, a la incapacidad de algunos estados - Francia e Italia, básicamente - para aplicar reformas que tomen el relevo de la política monetaria ultralaxa del BCE y consoliden la recuperación. Parece obvio que la economía francesa no puede recuperarse de manera fiable mientras no reduzca el peso de su sector público, que hoy supera el 50% del PIB. A eso hay que añadir que Grecia puede terminar siendo gobernada por políticos extremistas que defienden impagar la deuda. Eso nos pone en riesgo a todos los europeos e implica revivir los peores momentos de nuestro pasado reciente.

Como tercera y última causa se identifica la **pérdida de niveles técnicos clave**, sobre todo en la bolsa americana: primero los 17.000 puntos del Dow Jones 30 y, más recientemente, los 1.950 puntos del S&P 500. Esta última causa, puramente técnica, es más bien una consecuencia derivada de las dos primeras, pero construye un peligroso proceso que se retroalimenta al fomentar el llamado "efecto rebaño": "vendo porque todos venden". Esta última causa se ha convertido en la más importante en las últimas horas (sí, horas... porque esto ha evolucionado tan rápidamente que los cambios bruscos se han producido en cuestión de horas), ya que el perverso proceso autodestructivo que se retroalimenta ya se ha puesto en marcha: las órdenes *stop-loss* de las grandes gestoras ya se han activado (algunas esta misma mañana y hemos sido testigos de ello en primera persona), de manera que este proceso de caídas ya responde más a razones de mercado que de valoraciones. La contribución de los ETFs las caídas no habrá sido despreciable, puesto que gestionan unos 2,3bn \$ (como referencia, el S&P 500 capitaliza unos 17bn\$) y sus flujos son poco estables, de manera que probablemente habrán sufrido retiradas de fondos significativas que habrían acentuado los retrocesos.

No hay un problema de valoraciones, sino de mercado. Las compañías valen mucho más que antes, pero no tanto debido a una generosa mejora de las expectativas de beneficios, sino más bien a unos niveles de tipos ultra-reducidos (a los que se descuentan los flujos estimados). Sin embargo, los bonos valen proporcionalmente aún más porque, además de verse favorecidos por unos tipos bajísimos, la inflación ha desaparecido... lo cual no favorece las valoraciones de las compañías porque limita el incremento de los ingresos. Y si el crecimiento económico se revisa a la baja, también los ingresos de las empresas y es menos probable que tengan capacidad para subir precios a sus clientes. Estimamos que los analistas tardaremos en tener disponibles las valoraciones revisadas de las compañías (es decir, de las bolsas) al menos 4 semanas, aunque es probable que nosotros consigamos publicar las nuestras la semana próxima. En cualquier caso, mientras las referencias de valoración actualizadas no se publiquen, no podemos esperar que las bolsas se estabilicen de manera fiable. Por eso es probable que el mercado siga cayendo durante unos días más, pérdida que deberíamos tratar de mitigar reduciendo exposición. En cualquier caso, no sería un error bajar exposición puesto que el escenario se ha deteriorado. Como comentamos en el punto 4, nos parece improbable que las bolsas reboten de manera fiable antes de que se publiquen los test de estrés a los bancos europeos el 26/10 y de que se conozca el resultado del T-LTRO 2 (entrega de liquidez a los bancos condicionada a la entrega de crédito) de diciembre, el cual probablemente será decepcionante sencillamente porque los bancos no necesitan más liquidez, sino una recuperación de la demanda de crédito en base a una recuperación del consumo y la inversión que deben promover los gobiernos aplicando reformas estructurales y bajando impuestos. Además, aunque esta es una apreciación subjetiva, Acción de Gracias suele ser la fecha en que los gestores americanos dan por cerrado el ejercicio y cierran carteras. Este año cae el 20/11 y, con lo que está sucediendo en el mercado, lo más probable es que estén deshaciendo posiciones para cerrar el riesgo de sus carteras, lo que implica que darán por cerrado 2014 con aproximadamente un mes de anticipación y que no cabe esperar ya mucho de este año, salvo un hipotético rebote poco relevante en diciembre cuando las bolsas ya hayan sufrido todo lo que tenían que sufrir y se produzca una cierta corrección al alza una vez estén ya disponibles las valoraciones actualizadas.

2.- ¿Podríamos haber reaccionado antes? ¿Estamos a tiempo?

Sin duda, podríamos haber reaccionado antes. Y sí, también, estamos a tiempo de reducir exposición. Hemos esperado 3 semanas para poder diferenciar entre una fase de ajuste y un deterioro del escenario, pero conscientes (y así lo transmitimos) de que si dicho rebote no tenía lugar transcurrido ese plazo el escenario se habría deteriorado y entonces bajaríamos exposición. Hemos seguido el plan y los tiempos establecidos. Actuar antes sólo hubiera sido posible dejándose guiar por la intuición y eso es peligroso.

Esto es la primera vez que sucede así en la historia - que nosotros sepamos -, ya que nunca ha tenido lugar un entorno de tipos cero, con QEs masivos y sin inflación. La experiencia es nueva y hace falta un mínimo de tiempo para evaluarla. Hace unos 10 años tuvo lugar una experiencia parecida y se tardó mucho más en reaccionar: fue cuando la aplicación estricta del WACC (Weighted Average Cost of Capital) promovió el apalancamiento de las compañías bajo el argumento de que así "aumentaban su valor". Fue un error enorme por una extendida interpretación errónea del CAPM (Capital Asset Pricing Model) que tardó en corregirse y, cuando se corrigió, implicó cuantiosos daños que aún hoy sufrimos, puesto que continuamos en proceso de

Bankinter Análisis (sujetos al RIC): Analista principal de este informe: Jesús Amador <http://broker.bankinter.com/>
 Ramón Forcada Pilar Aranda Rafael Alonso Ana Achau (Asesoramiento) <http://www.bankinter.com/>
 Eva del Barrio Ana de Castro Belén San José Ramón Carrasco Paseo de la Castellana, 29
Todos los informes disponibles en: <http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP> 28046 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

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

desapalancamiento. Esta vez el golpe ha sido muy rápido y prácticamente nadie ha podido reaccionar antes, pensamos.

Las valoraciones deberán ser inferiores cuando se incorporen las expectativas de beneficios corregidas a la baja en Europa, en los emergentes y, aunque en menor medida pero también, en EE.UU. Las compañías no valen lo mismo si van a tener menos beneficios, independientemente de lo bajos que permanezcan los tipos de interés. Si admitimos que eso es así, mientras no se disponga de valoraciones actualizadas y no se sepa el alcance de la corrección en valor, las bolsas seguirán sufriendo. Estamos a tiempo de reducir los daños. ¿Pero, podrían rebotar enseguida? Resulta improbable, sobre todo después de que esta semana el intento de rebote se frustrara y hayan comenzado a ejecutarse las órdenes de venta automáticas. Las bolsas necesitan estímulos para rebotar y no se identifica ninguno a corto plazo. El BCE ha llegado al final de un proceso y precisamente el hecho de que se reconozca que su programa de compra de ABS y titulizaciones no tendrá casi impacto por falta de dimensión es una de las principales causas de que el mercado se haya dado la vuelta de manera fulminante. La afirmación de Draghi "...whatever it takes..." ("lo que sea necesario") ha perdido credibilidad y carece de contenido tangible. Al BCE sólo le quedaría realizar un QE convencional sobre bonos soberanos y corporativos, pero parece altamente improbable que lo materialice a corto plazo debido a la oposición de Alemania, entre otras razones. Sería necesario un deterioro grave y superior al actual de la economía europea para que fuera aceptado. Por tanto, es improbable que el BCE salga al rescate en esta ocasión. Sencillamente, ha agotado las medidas y por eso Draghi ha venido ejerciendo desde la reunión en Jackson Hole de agosto una presión superior sobre los gobiernos para que le tomen el relevo adoptando reformas, cosa que no han hecho. Por supuesto, Alemania sigue negándose a emplear parte del espacio fiscal de que dispone (es decir, gastar algo más y recaudar algo menos para fomentar consumo e inversión) para actuar de contrapeso, inmóvil en su objetivo de conseguir superávit fiscal en 2015.

3.- ¿Qué hacemos ahora?

Reducir exposición al riesgo, básicamente bolsas. ¿Cuánto? Anticipamos en esta nota rápida las bajadas de niveles de exposición recomendados que publicaremos formalmente el lunes en nuestra Estrategia de Inversión Semanal: el Perfil Agresivo baja desde 95% hasta 75%, el Dinámico desde 80% hasta 60%, el Moderado desde 60% hasta 40%, el Conservador desde 40% hasta 25% y el Defensivo desde 25% hasta 10%. Mañana aplicaremos estos cambios a nuestras Carteras Modelo de Fondos y de Acciones (en este último caso reduciendo pesos en valores más agresivos o procíclicos, ya que estas carteras deben estar siempre invertidas al 100% en bolsa), los cuales serán publicados a lo largo del día. Aún en el caso de que el mercado se estabilizase antes de lo que pensamos, estas bajadas de exposición serían adecuadas porque los niveles actuales están pensados para un mercado alcista y una economía en expansión... y, aunque consideramos que el escenario de recuperación económica sigue vigente, sí se ha producido un deterioro del mismo que ha dado un vuelco al mercado que no puede ser ignorado.

4.- ¿Cómo será el día después?

Sencillamente, las bolsas retrocederán aún algo más antes de que se vuelvan a mirar las valoraciones (que no son malas) y de que entren los "cazadores de gangas". Las valoraciones se revisarán a la baja, pero no estarán listas hasta dentro de varias semanas, de manera que la estabilización no será inmediata. Cuando ésta se produzca, el rebote no será rápido porque el mercado quiere comprobar el resultado de los test estrés a los bancos europeos, ver si los gestores americanos dan por cerrado o no 2014 antes de tiempo (esto es, ahora, después de estas caídas) y el desenlace del T-LTRO 2 del BCE. Para ese momento se habrán publicado los resultados empresariales del tercer trimestre, que no serán demasiado buenos porque estarán afectados precisamente por la desaceleración económica. Tal vez a los bancos centrales se les ocurra algo más que hacer, pero conviene no confiar demasiado en ello. Eso sí, la recuperación de las bolsas se producirá en base a razones inerciales (retrocesos excesivos siempre derivan en rebotes espontáneos, aunque proporcionalmente menores) y cuando los beneficios empresariales vuelvan a ser decentes, probablemente en la primera mitad de 2015. **Planteado en positivo, estas caídas generarán de nuevo estupendas oportunidades** porque el ritmo de la recuperación económica se ha ralentizado, pero ésta no se ha frustrado. El escenario se ha deteriorado, pero no ha cambiado a contractivo y ese enfoque terminará imponiéndose. El problema es que, mientras el contexto mejora de nuevo, podemos dar por perdido 2014 porque cuando las bolsas se estabilicen permanecerán planas durante un tiempo debido a la falta de estímulos.

Bankinter Análisis (sujetos al RIC): Analista principal de este informe: Jesús Amador <http://broker.bankinter.com/>
 Ramón Forcada Pilar Aranda Rafael Alonso Ana Achau (Asesoramiento) <http://www.bankinter.com/>
 Eva del Barrio Ana de Castro Belén San José Ramón Carrasco Paseo de la Castellana, 29
Todos los informes disponibles en: <http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP> 28046 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://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.